

BANCA D'ITALIA

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza Legale

**I patrimoni destinati
in una prospettiva di analisi giuseconomica**

di Gianmaria Marano



Numero 57 - Giugno 2004

Quaderni di ricerca giuridica

della Consulenza Legale

All'analisi economica e tecnica, sulla quale si basa l'azione che la Banca d'Italia svolge come banca centrale e organo di vigilanza, si accompagna, con crescente impegno, quella giuridica dei fenomeni creditizi e monetari e, più in generale, dei profili istituzionali dell'attività economica.

All'interno dell'Istituto è attribuito alla Consulenza Legale, accanto alle funzioni contenziosa e consultiva, il compito di svolgere indagini e ricerche in materia giuridico-bancaria.

I "Quaderni di ricerca giuridica" intendono essere, nell'ambito della Banca d'Italia e del sistema bancario, strumento di diffusione di lavori prodotti prevalentemente da appartenenti alla Consulenza Legale e originati da ricerche di specifico interesse per l'Istituto.

I "Quaderni" riflettono esclusivamente le opinioni dei singoli autori e non intendono, quindi, rappresentare posizioni ufficiali della Banca d'Italia.

Comitato di Coordinamento:

ANTONIO FRANCESCO MAESTRINI, GIUSEPPE CARRIERO, MARINO OTTAVIO PERASSI, MARCELLO CONDEMI,
OLINA CAPOLINO, STEFANIA CECI

**I patrimoni destinati
in una prospettiva di analisi giuseconomica**

di Gianmaria Marano

Numero 57 - Giugno 2004

INDICE

	Pag.
Introduzione	7
1. L'analisi di efficienza	9
1.1 Il <i>framework</i> di analisi: la "destinazione" in una prospettiva teorica	11
1.2 La separazione patrimoniale " <i>standard</i> " e i raffronti	13
1.2.1 Confronto dell'ipotesi separazione patrimoniale " <i>standard</i> " con la soluzione "costituzione società <i>ad hoc</i> "	13
1.2.2 Confronto dell'ipotesi separazione patrimoniale " <i>standard</i> " con la soluzione "nessuna forma di destinazione"	18
1.3 L'ipotesi della "sub-società"	26
1.4 L'ipotesi della "mera destinazione patrimoniale"	28
2. La legge delega, le opzioni a disposizione del legislatore delegato e le funzioni dell'istituto.....	33
3. I nuovi modelli: Il "Patrimonio destinato" e il "Finanziamento destinato"	39
3.1 Genesi dei due modelli e loro inquadramento generale	41
3.2 Il primo modello. Aspetti caratterizzanti e profili critici della disciplina del "Patrimonio destinato"	42
3.2.1 Tutela dei creditori. Costi di transazione e asimmetrie informative	45
3.2.2 Competenza alla costituzione	54
3.2.3 Natura dell'affare e destinazione esclusiva	56
3.2.4 Limite del 10%	58
3.2.5 Vizi della delibera costitutiva e giudizio di congruità	60
3.2.6 Attività riservate	62
3.2.7 Bilancio, libri obbligatori e altre scritture contabili	64
3.2.8 Gli strumenti finanziari	66
3.2.9 Cessazione del vincolo. Fallimento	69
3.3 Il secondo modello. Elementi essenziali e dubbi interpretativi del "Finanziamento destinato"	74
3.3.1 Nozione di provento	78
3.3.2 Coordinamento con le norme sulla cartolarizzazione	80
3.3.3 Cessazione del vincolo	84
3.4 Ulteriori spunti di riflessione.....	85
3.4.1 Ambito di applicazione dei nuovi istituti	85
3.4.2 La prospettiva dei soggetti finanziatori	87
4. Considerazioni conclusive.....	93
Bibliografia	99

Introduzione

I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447-*bis* e ss. c.c.) costituiscono una significativa innovazione recata dalla riforma del diritto societario (d.lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003) (1).

L'esegesi della disciplina, l'inquadramento sistematico della fattispecie e l'auspicato impulso all'iniziativa imprenditoriale rendono la tematica di notevole interesse tanto per il giurista, quanto per l'economista.

Nella prima parte di questo lavoro, la "destinazione patrimoniale" è analizzata in una prospettiva prevalentemente giuseconomica e astrae dalle modalità con cui il legislatore è intervenuto a novellare il corpo codicistico; l'obiettivo è di individuare le opzioni in astratto disponibili e valutarle in termini di efficienza relativa. La seconda parte è dedicata alla disamina delle effettive soluzioni normative, al fine di chiarirne la genesi, riflettere sulla loro portata, individuare i profili critici e pervenire quindi ad una valutazione di sintesi sulla "bontà" dell'intervento riformatore.

L'interesse di un approccio che non trascura una ricostruzione retrospettiva del processo economico-normativo sotteso alla novità legislativa in esame risiede anche nella singolare scelta compiuta dal legislatore delegato, il quale – a fronte di una delega che non sollecitava un esito del genere, pur non escludendolo (art. 4, co. 4, lett. b, l. n. 366/2001) – ha introdotto non già un'unica ipotesi di patrimoni destinati, bensì due, fondamentalmente alternative e distinte tra loro.

Nella nuova Sezione XI del Capo V del Libro V del codice civile, rubricata "Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare", sono infatti disciplinati due modelli: il primo – pur con qualche rischio di confusione terminologica – propriamente detto "patrimonio destinato" (dall'art. 2447-*bis* all'art. 2447-*novies* c.c.) il secondo, "finanziamento destinato" (art. 2447-*decies* c.c.). Essi risultano geneticamente e strutturalmente diversi; la loro disciplina non presenta parti comuni, né reciproci rinvii (2).

(1) L'elemento di novità risiede soprattutto nella portata generale della previsione che consente alle s.p.a. di costituire patrimoni destinati ad uno specifico affare, rispetto a tecniche di separazione patrimoniale già note all'ordinamento ma essenzialmente riservate a operazioni tipizzate, prevalentemente nell'ambito della legislazione speciale in campo finanziario. Per *COMPORI*, oltre al carattere generale, la novità dell'istituto è soprattutto nel suo contenuto: mentre la regolamentazione speciale pone l'accento sull'elemento di autonomia o di separazione tra patrimoni, nella disciplina dei patrimoni destinati viene in considerazione soprattutto quello della "destinazione", vincolo che connota la fattispecie medesima; è il rapporto funzionale tra patrimonio e affare a costituire la peculiarità e la novità dell'istituto (pag. 952).

(2) Marcare la distinzione agevola l'esegesi della disciplina e l'analisi delle funzioni economiche dei due modelli ma non preclude l'individuazione di tratti comuni (*COMPORI*, pag. 955; Circolare ABI, pag. 2).

CAPITOLO I

L'ANALISI DI EFFICIENZA

SOMMARIO: 1.1 Il *framework* di analisi: la “destinazione” in una prospettiva teorica. – 1.2 La separazione patrimoniale “*standard*” e i raffronti. – 1.2.1 Confronto dell’ipotesi separazione patrimoniale “*standard*” con la soluzione “costituzione società *ad hoc*”. – 1.2.2 Confronto dell’ipotesi separazione patrimoniale “*standard*” con la soluzione “nessuna forma di destinazione”. – 1.3 L’ipotesi della “sub-società”. – 1.4 L’ipotesi della “mera destinazione patrimoniale”.

CAPITOLO I

L'ANALISI DI EFFICIENZA

1.1. *Il framework di analisi: la “destinazione” in una prospettiva teorica*

Da un punto di vista economico, la “destinazione patrimoniale” può essere definita come l'individuazione di uno o più nuclei patrimoniali nell'ambito di un patrimonio riferito ad un soggetto, realizzata al fine di dare rilievo a determinate funzioni.

Tale definizione non reca, volutamente, alcun riferimento a specifici istituti giuridici. Non si intende infatti restringere il campo di indagine a quella che si reputa soltanto una delle possibilità – per quanto forse la più immediata e autentica – per individuare una massa patrimoniale e destinarla ad uno scopo preciso, ovvero incidere sui principi generali che regolano la responsabilità patrimoniale del debitore, limitandola (art. 2740, co. 2, c.c.) o stabilendo cause di prelazione (art. 2741, co. 2, c.c.). Si ritiene, infatti, che l'individuazione e la conseguente destinazione di un nucleo patrimoniale ad uno scopo non conducano *ipso facto* a una più o meno rilevante eccezione ai principi dell'universalità e della *par condicio creditorum*.

L'utilizzo di una definizione di destinazione patrimoniale quale quella formulata, discende indirettamente anche da autorevole dottrina la quale, svolgendo riflessioni sul tema, seppur in una prospettiva in parte diversa, afferma che per “patrimonio separato» si intende un patrimonio pur sempre riferito o riferibile, imputato o da imputarsi, agganciato almeno in prospettiva ad un soggetto, ma da questo in qualche modo, in qualche misura distinto ed allontanato”. Ancor più significativo è che si possa richiamare l'art. 2217, co. 1, c.c. (Redazione dell'inventario) quale esempio di “principio di separazione di patrimoni” e di “rilievo dell'utilizzo del bene” (3). Rispetto a numerosi esempi di destinazione patrimoniale, offerti soprattutto dalla legislazione speciale in materia finanziaria (4), risulta eloquente il riferimento all'inventario – tecnica che consente di tenere distinte le attività e le passività dell'impresa da quelle dell'imprenditore – quale principio di destinazione patrimoniale. Ciò in quanto dalla distinzione delle due masse patrimoniali inventariate non discende un regime di responsabilità diverso da quello generale: l'imprenditore continuerà a rispondere delle obbligazioni contratte, tanto per l'esercizio dell'impresa, quanto per esigenze alla medesima estranee, con tutto il suo patrimonio. Eppure, anche in mancanza di una forma di separazione idonea a porre alcuni creditori in condizione privilegiata rispetto ad altri, la contabilità e l'inventario svolgono una funzione economica positiva favorendo l'apprezzamento della dotazione patrimoniale e dell'andamento economico-finanziario dell'impresa. Sarebbe dunque fuorviante, da un punto di vista giuridico ed economico, restringere il perimetro della “destinazione

(3) P. FERRO-LUZZI (2002, pagg. 122 e 123)

(4) A mero scopo esemplificativo e senza pretesa di completezza si annoverano, nella disciplina codicistica, l'eredità accettata col beneficio di inventario (art. 484 c.c.), il fondo patrimoniale della famiglia (art. 167 c.c.), i fondi speciali per la previdenza e l'assistenza (art. 2117 c.c.). Nella legislazione speciale: la legge sulla cartolarizzazione dei crediti (l. 130/99) e quelle dei crediti Inps e dei proventi del patrimonio immobiliare dello stato; il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria (d.lgs. 58/98) in tema di imprese di investimento e fondi comuni di investimento; la disciplina delle forme pensionistiche complementari (d.lgs. 124/93). Anche altre sezioni dell'ordinamento offrono interessanti esempi di “separazione patrimoniale” (cfr. artt. 275 e 276 del codice della navigazione).

patrimoniale” alle sole ipotesi che comportano deviazioni dai principi generali della responsabilità patrimoniale del debitore (universalità e *par condicio*).

L’indagine intende abbracciare la molteplicità di “modi” e “misure” che servono a tenere un patrimonio “distinto ed allontanato” dal resto del patrimonio di un soggetto.

Vengono in considerazione, con lessico più intuitivo che convenzionale, tre ipotesi di destinazione patrimoniale (5):

- i) la *mera destinazione* patrimoniale;
- ii) la separazione patrimoniale *standard*;
- iii) la *sub-società* (o “*società nella società*”).

Propedeutica alla disamina di tali ipotesi è l’individuazione anche di alcuni termini di comparazione, ovvero di soluzioni alternative alle tecniche di destinazione patrimoniale; è infatti dal confronto, condotto con la tradizionale analisi costi-benefici, che potranno emergere *pro* e *contra* delle tre ipotesi considerate (6). Le soluzioni alternative estreme sono:

- a) costituzione di una società *ad hoc*, ovvero creazione di un nuovo soggetto economico, giuridicamente distinto;
- b) nessuna forma di destinazione, ovvero rinuncia a qualsiasi individuazione e separazione patrimoniale, mantenendo il patrimonio originario unico e indistinto.

Metodologicamente, la scelta di operare una “destinazione patrimoniale” secondo ciascuna delle tre ipotesi prospettate (i, ii, iii) andrebbe confrontata sia con l’alternativa consistente nella costituzione di una società *ad hoc*, nuovo soggetto giuridicamente distinto e autonomo (*a*), sia con quella, diametralmente opposta, che si sostanzia nella scelta di intraprendere un nuovo affare senza distinguere in alcun modo il nucleo patrimoniale ad esso asservito dal resto del patrimonio del soggetto (*b*) (7). Tuttavia, al fine di non rendere esorbitante il *framework* di riferimento rispetto allo scopo, la maggior parte dell’analisi si concentrerà sul confronto dell’ipotesi della separazione *standard* (ii) con la soluzione *a*) e con quella *b*). Tale analisi appare sufficiente a sviluppare le argomentazioni e individuare le problematiche più significative, da estendere poi anche alle altre ipotesi (8).

(5) La suddivisione risponde soprattutto a un’esigenza espositiva; le tre ipotesi indicate nel testo andrebbero più opportunamente considerate come diverse gradazioni di destinazione patrimoniale, da quelle più tenui e blande sino a quelle più incisive e radicali, in un *continuum* di soluzioni possibili.

(6) Per quanto inevitabilmente complichi il percorso dell’analisi, tale approccio si reputa opportuno per rifuggire dalla tentazione di esprimere dei giudizi di preferenza di un’ipotesi di destinazione patrimoniale rispetto all’altra, al di fuori di una griglia di criteri di valutazione.

(7) In sintesi, le soluzioni *a*) e *b*) rappresentano gli estremi opposti che delimitano il campo di indagine.

(8) Proprio perché le tre ipotesi sono in realtà un *continuum* di soluzioni possibili relative al “come” separare, l’analisi di efficienza sviluppata nel paragrafo 1.2 “serve” anche per le ipotesi i) e iii), nel senso che i costi e i benefici individuati al paragrafo 1.2 variano nella misura e nel loro rapporto relativo passando dall’ipotesi di separazione *standard* a quella della sub-società ovvero a quella della mera destinazione patrimoniale.

1.2. La separazione patrimoniale “standard” e i raffronti

Attengono alla nozione di destinazione patrimoniale *standard* quelle modalità di separazione patrimoniale che contemplano eccezioni ai principi generali della responsabilità patrimoniale del debitore (universalità e/o *par condicio creditorum*). Si farà idealmente riferimento al seguente schema: una società individua e destina alcuni beni allo svolgimento di uno specifico affare sottraendoli in tal modo alle pretese dei “creditori della società” e limitando, al tempo stesso, le ragioni dei “creditori del patrimonio separato” soltanto a quei determinati beni.

La distinzione nelle due categorie “creditori della società” e “creditori del patrimonio separato”, dicotomia che costituisce tratto suggestivo dell’ipotesi *standard*, rende efficacemente l’idea della segregazione patrimoniale ma è imprecisa dal punto di vista giuridico: se il centro di imputazione di diritti e di doveri resta sempre lo stesso soggetto (la società), i creditori del patrimonio separato dovrebbero essere indicati come creditori della società per obbligazioni nascenti dalla gestione dell’affare cui è destinato il patrimonio, mentre i restanti creditori resterebbero definiti come creditori della società per obbligazioni non derivanti dalla gestione dello specifico affare. Con questo *caveat* si continuerà a utilizzare per comodità espositiva la menzionata distinzione (9).

1.2.1. Confronto dell’ipotesi separazione patrimoniale “standard” con la soluzione “costituzione società *ad hoc*”

La ragione per confrontare la costituzione di un patrimonio separato con l’alternativa della costituzione di una società *ad hoc* è evidente: trattasi di due tecniche funzionalmente idonee a realizzare sostanzialmente gli stessi obiettivi economici.

A tale raffronto del resto esorta la stessa relazione che accompagnava lo schema di legge delega di riforma del diritto societario elaborato nel corso della precedente legislatura dalla “commissione Mirone” (10), nella sostanza trasfuso nella legge delega 366/2001 (d’ora in poi “relazione Mirone”). La relazione Mirone così indicava le finalità della novella: “essa persegue un duplice obiettivo: rendere superflui accorgimenti costosi e poco trasparenti che già vengono usati nella pratica, come la costituzione di società *ad hoc* anche per un singolo affare; rendere possibile una più concreta tutela per coloro che intervengono nel finanziamento dell’affare, i quali vengono resi consapevoli delle sue caratteristiche e si trovano in una situazione ove il loro rischio è circoscritto agli esiti economici dell’affare stesso” (11). Dunque, i patrimoni destinati sono considerati alternativi alla costituzione di società *ad hoc* per la gestione di singoli affari.

(9) Efficace, in alternativa, anche l’utilizzo delle locuzioni “creditori generali” e “creditori particolari”. Nulla esclude, peraltro, che il medesimo soggetto possa essere, al tempo stesso, creditore generale e particolare.

(10) In particolare, per quanto concerne la disciplina dei patrimoni destinati, la bozza elaborata dalla Commissione Mirone si è tradotta nella legge 366/2001 pressoché senza cambiamenti. A quella relazione si può fare quindi utilmente riferimento per ricostruire le intenzioni e gli obiettivi del legislatore. Lo schema di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario elaborato dalla Commissione Mirone e la relativa relazione illustrativa di accompagnamento, sono disponibili su *Riv. Soc.*, gennaio-febbraio 2000.

(11) Appare peraltro poco felice la locuzione usata dalla relazione “rendere superflui [...]”; verosimilmente il legislatore intendeva dire che la finalità della novella in esame è quella di “evitare” accorgimenti costosi e poco trasparenti come la costituzione di società *ad hoc*...

Anche il legislatore comunitario ha prospettato questa scelta. L'art. 7 della XII direttiva in materia societaria (89/667 CEE) proponeva agli stati membri l'alternativa tra la società unipersonale e la "possibilità di costituire imprese a responsabilità limitata" nella forma del "patrimonio destinato ad una determinata attività" (12); all'epoca il legislatore italiano scelse di dare attuazione alla direttiva muovendosi esclusivamente nell'ambito della prima ipotesi (13).

Il primo dichiarato obiettivo cui tende l'introduzione della figura dei patrimoni destinati è, dunque, di evitare accorgimenti *costosi e poco trasparenti* come la costituzione di società *ad hoc*.

La *ratio* della relazione è evidente. Se la costituzione di una società è preordinata esclusivamente al beneficio della separazione patrimoniale, un ordinamento societario che ammetta la costituzione di patrimoni separati fornisce agli operatori un mezzo più agevole, meno costoso, economicamente più efficiente, per conseguire lo stesso obiettivo (si pensi, altrimenti, alla necessità di redigere un nuovo atto costitutivo, replicare tutti gli organi sociali, rispettare i numerosi adempimenti connessi al funzionamento di un distinto soggetto). Se la nuova società è un'esatta duplicazione di quella originaria (stessa sede, stessi organi etc.) mentre ciò che muta è soltanto l'individuazione e la gestione di uno specifico affare, la duplicazione della forma societaria costituisce un costo evitabile. E' quindi del tutto condivisibile la deduzione per cui l'inutile "proliferazione" di *societates unius negotii* può essere evitata con il ricorso all'istituto dei patrimoni separati.

Da una lettura *a contrario* della stessa argomentazione emerge una prima indicazione di *policy*. Si è detto che la possibilità di creare patrimoni separati è una tecnica più vantaggiosa rispetto alla costituzione di una società *ad hoc* qualora quest'ultima abbia pressoché tutto in comune con la quella originaria a eccezione, naturalmente, dei beni costituenti il patrimonio separato e dello specifico affare. Ma se questo non fosse il caso, se ad esempio fossero diversi gli organi decisionali, quelli di controllo, i titolari dei cosiddetti "diritti residuali" etc., allora si disquisirebbe non già di un'inutile proliferazione di società, bensì di una nuova, diversa iniziativa imprenditoriale al limite riconducibile, ma non sovrapponibile, a quella originaria. La tesi che si vuole sostenere è che l'istituto dei patrimoni separati non deve ontologicamente porsi come "sucedaneo" rispetto alla costituzione di società che siano strutturalmente, morfologicamente diverse da quella *originator*. Il valore aggiunto dell'istituto deve risiedere nella disponibilità di uno strumento idoneo a evitare i costi di duplicazione e di funzionamento di società che siano esatte duplicazioni di quelle originarie e, pertanto, non deve comportare il sostenimento di quei costi che dovrebbe servire ad evitare (quali, ad esempio, la presenza di organi amministrativi e di controllo diversi, un bilancio separato etc. (14)).

(12) Al riguardo più diffusamente, anche per un esame sistematico, ZOPPINI (2002, pag. 547 e ss.).

(13) Peraltro limitando l'intervento alla disciplina della s.r.l. e non anche a quella della s.p.a. determinando così quella disparità di trattamento, da molti ritenuta ingiustificata e inopportuna, eliminata proprio dalla riforma del diritto societario. CAMPOBASSO (2002) stigmatizza la scelta compiuta dal legislatore italiano nel '93 nel recepire la XII direttiva e dà conto dell'opportuna correzione intervenuta con la riforma del diritto societario (pag. 13).

(14) Il senso di questa preliminare valutazione sull'efficienza del nuovo istituto sarà evidente quando si analizzerà l'ipotesi della "sub-società" e si chiarirà che quanto più si "sovraccarica" il patrimonio destinato di una distinta struttura organizzativa e di controllo, tanto minore sarà il guadagno di efficienza, perché tanto minore sarà la riduzione di costi: più la disciplina del patrimonio destinato tende a ricalcare quella di un soggetto societario, più si riduce il suo potenziale valore aggiunto.

Conforta questa impostazione la constatazione che la riforma del diritto societario già riduce i costi di “duplicazione” della società e più in generale di accesso al beneficio della responsabilità limitata: viene infatti ammessa la possibilità di costituire s.p.a. per atto unilaterale (art. 2328 c.c.), eliminando l’inutile ricorso a soci meramente figurativi; riconosciuto il beneficio della limitazione di responsabilità anche al socio unico della s.p.a., previo rispetto di alcune condizioni (art. 2325, co. 2, c.c.); confermata l’abrogazione dell’omologa; realizzata una significativa opera di semplificazione di adempimenti procedurali (ad esempio, eliminato l’obbligo di pubblicazione dell’avviso di convocazione dell’assemblea sulla Gazzetta Ufficiale).

La riforma dunque già elimina rigidità, inefficienze e costi della precedente disciplina che pure – secondo l’intenzione del legislatore – lo stesso istituto dei patrimoni separati dovrebbe contribuire a ridurre. *Ergo*: se ad esito della riforma costituire e gestire una società diviene meno gravoso, la prospettiva di inquadrare l’istituto dei patrimoni separati come tecnica alternativa alla costituzione di società perde, almeno in parte, validità, in termini sia di coerenza, sia di utilità. Ciò si traduce in un restringimento del perimetro dell’efficienza entro cui collocare l’ipotetica disciplina dei patrimoni destinati e accresce, al contempo, la necessità di ricercare quelle funzioni, e quindi quella disciplina, in grado di assicurare un autonomo valore aggiunto al nuovo istituto.

Considerazioni analoghe valgono anche con riferimento all’altro aspetto richiamato nella relazione Mirone: la “poca trasparenza” della costituzione di società *ad hoc*. La tesi è che se in mancanza di un istituto quale quello dei patrimoni destinati le società sono costrette a costituire società *ad hoc* per lo svolgimento di specifici affari, la proliferazione di società che ne consegue risulta, oltre che costosa, anche poco trasparente, poiché comporta la frammentazione di un unitario fenomeno economico in più soggetti giuridici. Va tuttavia notato che, anche sotto questo aspetto, la riforma elimina, o quanto meno riduce, una fonte di opacità: essa introduce, infatti, una disciplina di trasparenza dei “gruppi”, con l’istituzione di un’apposita sezione presso il registro delle imprese e con obblighi informativi a carico delle società del gruppo (art. 2497-*bis* c.c.), che rende più agevole la ricostruzione del perimetro del gruppo. Ne discende che *a fortiori* la scelta di introdurre nell’ordinamento societario una disciplina dei patrimoni destinati deve trovare un solido autonomo fondamento teorico, non potendosi esclusivamente ricondurre all’obiettivo di evitare “accorgimenti costosi e poco trasparenti” come la costituzione di società *ad hoc*, poiché sia il costo, sia l’opacità di tali accorgimenti sono stati ridotti dalla stessa riforma.

Piuttosto v’è da domandarsi se la separazione patrimoniale endo-societaria non muova in direzione opposta rispetto all’intervento normativo in tema di gruppi, giunto a delineare un quadro regolamentare organico del fenomeno solo dopo un lungo e impegnativo percorso dottrinario. Tralasciando per il momento la questione dei possibili interessi in conflitto, evocata tanto dal fenomeno dei gruppi, quanto dalla separazione patrimoniale endo-societaria, si sottolinea proprio la centralità del profilo della trasparenza: da una parte, i soggetti che fanno affidamento su una determinata categoria di beni devono poterli agevolmente e costantemente individuare, dall’altra i creditori che non possono rivalersi su quei beni non devono fare erroneo affidamento su di essi. La rilevanza del tema non è naturalmente sfuggita al legislatore delegante il quale ha espressamente indirizzato quello delegato a “prevedere adeguate forme di pubblicità” (l. 366/2001) (15). Ciò a conferma del

(15) Mentre la bozza di legge delega rassegnata dalla commissione Mirone non conteneva un’espressa previsione sugli obblighi di trasparenza, essa è stata opportunamente inserita nella legge delega 366/2001. Si tratta dell’unica differenza, in tema di patrimoni destinati, tra la bozza di delega e la legge poi approvata.

rischio che la separazione patrimoniale possa essere fonte di nuove asimmetrie o lacune informative. Anticipando un giudizio motivato nella seconda parte del lavoro, si ritiene che la disciplina codicistica sia nel complesso attenta a questo profilo, ma non del tutto scevra dal rischio di causare un incremento di costi transattivi, in particolare con riferimento al modello del “patrimonio destinato” (cfr. *infra*).

Un aspetto teorico interessante del confronto “separazione *standard*” vs. “società *ad hoc*” risiede nella circostanza che si paragonano tecniche alternative per godere del beneficio della limitazione di responsabilità con la differenza, quanto meno, che la prima si presenta più agevole, meno costosa e non sembra richiedere un obbligo di capitale minimo specifico (16). Il punto impone riflessione.

L’aggiornata disciplina codicistica conferma l’obbligo del capitale minimo per costituire una s.r.l. o una s.p.a. (17); la riforma, quindi, da una parte riduce i costi di accesso al beneficio della responsabilità limitata, come già sopra evidenziato (18), dall’altra conferma l’obbligo del capitale minimo come requisito per godere di quel beneficio. Rispetto a tale impianto, la possibilità di costituire patrimoni separati risulta coerente con l’impostazione di fondo della riforma di favorire l’iniziativa imprenditoriale, ampliando le forme attraverso cui essa può estrinsecarsi e fornendo “agevolazioni” anche dal punto di vista delle regole di responsabilità, ma potrebbe porsi come eccezione rispetto all’obbligo del capitale minimo.

Sul tema così si è espressa autorevole dottrina: “se si assume come possibile la costituzione del patrimonio separato esclusivamente con mezzi di terzi, la fattispecie configurerebbe un’ipotesi di esercizio di attività imprenditoriale non già con responsabilità

(16) Significativa, da questo punto di vista, la scelta compiuta da GALGANO, “*Il nuovo diritto societario*”, di collocare il commento alla disciplina dei patrimoni destinati nel capitolo dedicato alla “nozione di società per azioni” laddove si dibatte di responsabilità limitata e rischio di impresa (pag. 17 e ss.). Sul rapporto tra finanziamento dell’impresa e responsabilità nell’aggiornata disciplina societaria si intrattiene anche ANGELICI (pag. 21 e ss.): l’Autore ritiene che le novità recate dalla riforma (in particolare la responsabilità limitata riconosciuta nel caso di società per azioni unipersonale e nella disciplina dei patrimoni dedicati) comportino “l’abbandono della prospettiva volta a sottolineare il significato collettivo della fenomenologia societaria”. Per l’Autore inoltre “il senso della limitazione della responsabilità si coglie oggi su un duplice piano, a seconda che ci si ponga nella prospettiva interna, che guarda al problema di incentivare la raccolta di capitale di rischio, oppure in quella esterna, ove si considerano le esigenze di diversificazione (e finanziamento) dell’attività sociale”. La disciplina dei patrimoni destinati innova sul secondo versante consentendo un’organizzazione dell’impresa in grado di segmentare i rischi connessi a singoli specifici momenti in cui si articola la sua attività (pag. 26).

(17) Si rinvia il lettore interessato al dibattito dottrinario sulla funzione del capitale minimo e sulle ragioni pro e contro la presenza di un tale obbligo nell’ordinamento societario, in prima battuta, a ENRIQUES-MACEY e alla replica di DENOZZA.

(18) Oltre alle norme in tal senso già richiamate nel testo (s.p.a. unipersonale etc.) si segnala soprattutto il significativo ridimensionamento dell’equazione “responsabilità limitata = rigida struttura corporativa” nella rinnovata disciplina della s.r.l.

Del resto anche l’aumento dell’ammontare del capitale minimo della s.p.a. da 100.000 € a 120.000 € può essere considerato come una diminuzione di valore in termini reali e quindi valutato come una riduzione del costo di accesso al modello, atteso che gli ex 200 milioni di lire fissati nel 1977 corrisponderebbero, in base al calcolo effettuato da DE ANGELIS (pag. 1456), a oltre 1 miliardo di lire a valori del 2000. Si precisa peraltro che con tale osservazione non si intende certo condividere un approccio metodologico che avrebbe invero condotto ad uno spropositato aumento del capitale minimo.

Può agevolare l’accesso al modello anche la diminuzione della percentuale dei conferimenti in denaro da versare all’atto della sottoscrizione dell’atto costitutivo dal 30% al 25% (cfr. art. 2342, co. 2, e previgente art. 2329 c.c.).

limitata alle sole risorse investite, bensì in regime di totale irresponsabilità. In buona sostanza, ne resterebbe vulnerato il principio non scritto, ma costituente un fondamentale pilastro sistematico del nostro ordinamento, secondo il quale non è consentito svolgere attività imprenditoriale rischiando *esclusivamente* mezzi di terzi” (19).

La “totale irresponsabilità” è forse preoccupazione eccessiva, anche perché pur sempre da imputare, più che a un particolare regime giuridico, all’agire del soggetto. Si preferisce piuttosto impostare la questione in termini di analisi costi-benefici. La separazione patrimoniale consente di godere del beneficio della responsabilità limitata con costi minori rispetto alla costituzione di società *ad hoc* poiché evita la duplicazione degli organi sociali, risparmia incombenze amministrative, non incorre nel costo-opportunità del capitale minimo; fornisce quindi maggiori incentivi a intraprendere nuovi affari (20). Mentre tale obiettivo può dirsi coerente con le finalità della riforma, segnatamente riguardo alle generali esigenze di sviluppo e competitività del nostro sistema economico-produttivo (art. 2, co. 1, lett. *a*) e *b*), l. 366/2001), da esso non si traggono univoche indicazioni su come vada inquadrato il nuovo istituto, quali specifiche funzioni esso debba assolvere, e, in definitiva, come vada conseguentemente disciplinato.

Non si possono al riguardo tacere i dubbi “circa l’opportunità dell’introduzione dell’istituto del patrimonio separato (non fosse altro che per l’incremento delle ragioni di conflittualità: interna ed esterna) nel diritto comune (generale) delle società per azioni” (21). Tuttavia, proprio la preoccupazione di evitare un aumento indesiderato dei cosiddetti “costi di transazione” dovrebbe, più che alimentare un disfavore per l’istituto in quanto tale, sollecitare un’analisi giuseconomica approfondita che individui costi e benefici del nuovo istituto, chiarendo le finalità economiche dell’intervento normativo; l’esito dell’innovazione dipende molto dal modo con cui l’istituto si configura, da come esso viene disciplinato.

(19) D’ALESSANDRO (2003, pag. 40). Secondo lo stesso Autore, le regole generali del diritto societario sul capitale sociale (consistenza minima per la costituzione, misure volte ad assicurare che il capitale durante la vita della società non scenda al di sotto del minimo etc.) dovrebbero trovare applicazione anche con riferimento ai patrimoni destinati, in quanto la logica di tali regole è sostanzialmente la stessa: “tanto il patrimonio «generale», quanto quello speciale e separato, invero, costituiscono garanzia autonoma ed esclusiva di una classe di creditori; ed entrambe queste classi dovrebbero avere diritto alla tutela apprestata dalle regole sul capitale non solo in modo pieno, ma anche con riferimento autonomo a ciascuna delle masse patrimoniali destinate a garantire le loro rispettive ragioni” (D’ALESSANDRO, 2004).

(20) Resta peraltro difficile esprimere una valutazione della misura ottimale (*quantum*) di tali incentivi. È possibile richiamare la vasta letteratura di *law & economics* in tema di “responsabilità limitata” (fra tutti, EASTERBROOK e FISCHEL) per dar conto dell’ampio e non sopito dibattito sui benefici della responsabilità limitata in termini di sviluppo economico, ma anche sul rischio di eccessiva assunzione del rischio (*limited liability’s moral hazard*), sulle distorsioni che essa comporta in particolare per la divaricazione tra costi individuali (quelli tenuti in considerazione dall’imprenditore) e costi sociali; esternalità che ricadono su soggetti che per molteplici ragioni non sono in grado di valutare il rischio e di negoziarlo con l’impresa (si pensi, ad esempio, ai creditori extra-contrattuali della società). La letteratura si interroga quindi sui modi per conciliare i benefici della responsabilità limitata (accumulazione del capitale, diversificazione, specializzazione etc.) con i suoi costi e prospetta molteplici soluzioni al riguardo (fra tutte, ad esempio, quella proposta da HANSMANN e KRAAKMAN di una responsabilità pro-rata dei soci per le obbligazioni extra-contrattuali della società). La dottrina è giunta persino a preconizzare la disfatta del sistema della responsabilità patrimoniale del debitore (*The death of liability*, LOPUCKI). Per quanto riguarda la dottrina italiana sul tema si rinvia ad AMATUCCI.

(21) Così PORTALE (pag. 169).

In questo senso, si mostrerà che la soluzione definita *standard* comporta costi significativi e solleva problematiche di temperamento degli interessi coinvolti, che la soluzione della “sub-società” risulta ancor più inefficiente, mentre spunti interessanti emergono dall’ipotesi della “mera destinazione patrimoniale”. Il quadro teorico così delineato trova rispondenza nella valutazione della disciplina positiva: il primo modello previsto dal codice (patrimonio destinato), rappresentando un’eccezione più marcata ai principi generali della responsabilità patrimoniale, pone maggiori problemi di tutela dei contrapposti interessi e crea oneri informativi nel mercato, laddove, il secondo (finanziamento destinato), perseguendo una funzione economica meglio determinata, compone gli interessi in gioco in maniera più equilibrata con minore impatto sulle ragioni dei terzi.

1.2.2. *Confronto dell’ipotesi separazione patrimoniale “standard” con la soluzione “nessuna forma di destinazione”*

Il confronto sviluppato nel paragrafo precedente tra l’ipotesi della separazione *standard* e l’alternativa della costituzione di una società *ad hoc*, ha fornito preliminari indicazioni circa il potenziale valore aggiunto del nuovo istituto, ma ha anche iniziato a delimitare il perimetro dell’area efficiente entro il quale esso dovrebbe collocarsi (22).

Ulteriori indicazioni emergono dal confronto con l’alternativa, diametralmente opposta, di rinunciare a qualsivoglia forma di destinazione o di separazione di affari e patrimoni all’interno dello stesso soggetto (“distinguere” vs. “non distinguere”) (23).

In un mondo perfetto, privo di asimmetrie informative, di problemi di incompletezza contrattuale, in cui la variabile fiscale sia perfettamente neutrale etc., il teorema Modigliani-Miller consente di affermare che il valore dell’impresa è invariante rispetto alla sua struttura finanziaria. Le conclusioni di quel teorema ben possono estendersi all’ipotesi del patrimonio destinato: se esiste esatta percezione del rischio e perfetto adeguamento delle condizioni contrattuali, il vantaggio accordato ad alcuni creditori di poter aggredire in via esclusiva determinati beni dell’impresa dovrebbe essere neutralizzato dallo svantaggio che si fa ricadere sui restanti creditori; con l’esito che alla riduzione del costo del capitale in un caso, si contrappone l’aumento nell’altro. In questa prospettiva, l’introduzione nell’ordinamento e l’utilizzo dell’istituto in esame non avrebbero ricadute in termini di efficienza: resterebbe incognita la ragione economica dell’istituto del patrimonio destinato, così come enigmatica può apparire la *ratio* delle garanzie reali (24).

A diversa conclusione si giunge se si rilasciano alcune delle ipotesi del modello. La scelta di destinare rispetto a quella di non destinare incide sul valore dell’impresa e sull’efficienza del sistema in un mondo imperfetto, caratterizzato da diversi livelli di

(22) Ad esempio, il patrimonio separato non dovrebbe “contemplare” anche un’organizzazione corporativa diversa da quella della società a cui si riferisce, non dovrebbe determinare opacità e aumenti di costi di transazione etc.

(23) Prospettiva in cui si collocano idealmente sia il legislatore in un’ottica *de jure condendo*, sia l’imprenditore che decide in concreto di avvalersi dell’istituto del patrimonio separato.

(24) Si rinvia il lettore alla letteratura che ha diffusamente esaminato il tema, noto come “*The puzzle of security debt*”, muovendo dalle riflessioni sviluppate da SCHWARTZ e BOWERS.

propensione al rischio dei soggetti, asimmetrie informative, contratti incompleti (oltre che da un trattamento fiscale non neutrale).

Di seguito si esaminano i più importanti profili teorici connessi con l'utilizzo della tecnica della separazione patrimoniale *standard*; dall'analisi si traggono indicazioni sui benefici e sui costi di tale opzione rispetto all'alternativa di non realizzare alcuna forma di separazione ("non destinare").

i) *monitoring e diversificazione rischio-rendimento*

La separazione patrimoniale, ovvero la destinazione dei beni ai diversi affari e la conseguente segmentazione delle pretese dei terzi, consente di sfruttare il vantaggio comparato delle diverse tipologie di creditori in termini di *monitoring*. Tale specializzazione può rivelarsi vantaggiosa in ragione della diversa *expertise* dei creditori e dei diversi costi che essi devono sostenere per monitorare gli affari intrapresi e i nuclei patrimoniali ad essi asserviti (25). La separazione patrimoniale supera quindi le inefficienze di una situazione di *overmonitoring* in cui i creditori devono monitorare l'andamento complessivo della società e apprezzare il suo intero valore (condizione che si verifica per definizione nell'alternativa di non separare). Ne potranno derivare vantaggi per i soggetti direttamente coinvolti e per il sistema nel suo complesso, attesa la più efficiente allocazione del credito.

La misura di tale risparmio dipenderà da numerosi fattori (natura dei soggetti finanziatori, tipologia di finanziamento etc.); *ceteris paribus*, quanto più sono distinti i beni e gli affari, tanto maggiore risulta questo potenziale guadagno di efficienza (26).

In parte associata alla questione del *monitoring* è l'evidenza che tanto i creditori della società, quanto quelli del patrimonio separato, fronteggeranno combinazioni rendimento-rischio diverse dal caso in cui, assente la separazione, avessero finanziato l'impresa nel suo insieme. A parità di rendimento-rischio complessivo, far sopportare maggior rischio al finanziatore meno avverso, riducendolo al contempo per quello più prudente, significa assicurare una maggiore disponibilità e/o un minor costo del credito complessivo.

I benefici attesi dalla separazione sono apprezzabili sia in termini di diversificazione delle possibilità di investimento da parte dei finanziatori/investitori, con eventuale anche ampliamento della tassonomia di strumenti finanziari disponibili nel mercato, sia di più ampie opportunità di gestione del rischio da parte delle imprese e di ottimizzazione del bilancio. La possibilità di costituire patrimoni separati è quindi anche coerente con l'obiettivo della riforma del diritto societario di diversificare le fonti di finanziamento delle imprese e agevolare le loro modalità di accesso al mercato dei capitali.

(25) Ad esempio, a fronte di un'impresa edile che deve realizzare immobili con diverse caratteristiche tipologiche (edilizia abitativa e industriale), in aree geografiche diverse, con differenti tempi di realizzazione, prospettive di ritorno finanziario (vendita in contanti, a rate, in *leasing* etc.) e necessità di assistenza finanziaria (ad esempio, finanziamento a breve vs. m/l termine), è verosimile ritenere che differenti finanziatori godano di vantaggi comparati relativi.

(26) Se una società svolge due attività molto diverse, una alberghiera, l'altra petrolifera (l'esempio è in HANSMANN e KRAAKMAN), è probabile che il fornitore/finanziatore dell'attività alberghiera sia maggiormente in grado di valutare la vitalità della prima impresa, ma non abbia alcuna informazione né sull'industria petrolifera in generale né sul posizionamento della società in parola in quel settore; analogo discorso per il finanziatore dell'attività petrolifera.

Un *caveat* a questo punto si impone. I vantaggi anzidetti del *monitoring*, della diversificazione, del *risk management* sono soltanto in astratto ascrivibili all'istituto; affinché si materializzino devono verificarsi certe condizioni. I benefici appaiono infatti correlati all'intensità dei caratteri distintivi dell'affare: si richiede, quanto meno, che la sua natura, la sua rischiosità e la sua profittabilità presentino profili di accentuata specificità rispetto alla restante attività d'impresa; inoltre, il finanziatore deve avere adeguati incentivi al monitoraggio dell'andamento dell'affare e una concreta possibilità di esercitare tale funzione (ad esempio, adeguata disponibilità di informazioni).

In un'ottica di *policy*, quindi, l'istituto dovrebbe essere tendenzialmente "riservato" a operazioni in qualche modo o misura distinte dalla generica attività d'impresa rispetto alle quali un terzo abbia un interesse (*stake*) specifico, non trascurabile. Il creditore commerciale che concede una normale dilazione di pagamento a un'impresa è abbastanza indifferente rispetto ai singoli affari di quest'ultima e opportunamente si comporta in modo "razionalmente apatico": non si preoccupa di apprezzare lo specifico rischio, non richiede un rendimento correlato alla *performance* dell'affare, ma valuta in termini generali l'affidabilità del cliente. In tal caso, il ricorso a un'architettura comunque complessa, quale quella che inevitabilmente contraddistingue la fattispecie dei patrimoni destinati, non sembra giustificarsi (27). Disciplinare i patrimoni destinati in modo tale da consentirne l'utilizzo in condizioni che non siano peculiari – per natura intrinseca dell'affare, per i beni strumentali, per i contenuti della pattuizione tra finanziato e finanziatore o per altri profili – non sembra dunque rispondere a canoni di efficienza.

Si perviene quindi al convincimento che il ricorso al patrimonio separato dovrebbe essere limitato a quelle transazioni che presuppongono un legame e un coinvolgimento diretto, intenso, ancorché non necessariamente di gestione attiva, da parte di almeno un soggetto terzo, così da qualificarle come relazioni di natura idiosincratice. E' questo, dunque, un altro piano su cui si possono valutare le scelte in concreto operate dal legislatore; si può anticipare che soprattutto il secondo modello introdotto dalla riforma, il finanziamento destinato, sembra corrispondere a questa logica.

ii) *rischio di confusione di patrimoni e altri costi diretti*

È inevitabile che la separazione patrimoniale richieda la predisposizione di alcuni presidi normativi che comportano il sostenimento di costi per le imprese in parte intrinsecamente connessi con l'essenza stessa dell'istituto e con il suo funzionamento.

Ogni qual volta si separano beni e rapporti giuridici facenti capo a un soggetto per asservirli a un particolare "trattamento" giuridico, si rendono necessari strumenti idonei a evitare che i patrimoni separati possano confondersi tra loro; ciò a tutela diretta dei terzi che nutrono aspettative su quei patrimoni e per ragioni di ordine pubblico economico.

L'incerta distinzione dei contenuti e dei confini dei diversi patrimoni è il più evidente fra tutti i rischi che comporta la separazione patrimoniale e forse per questo, almeno in

(27) È opportuna una precisazione. Da quanto affermato nel testo non discende che l'istituto dei patrimoni separati debba richiedere necessariamente l'intervento di un intermediario finanziario, precludendo altre forme di cointeressenza all'affare e di coinvolgimento di soggetti non finanziari. La circostanza che rileva non è il settore economico di appartenenza del terzo; ben può verificarsi che un'impresa industriale intenda partecipare a un affare promosso da un'altra impresa, sopportando a tal fine un rischio specifico. E' importante piuttosto che in qualsiasi forma si realizzi la partecipazione all'affare e indipendentemente dall'attività economica svolta, il terzo abbia uno *stake* tale da poter effettivamente generare, direttamente o indirettamente, i benefici della diversificazione, del *monitoring*, della migliore gestione del rischio per l'impresa etc.

astratto, il meno insidioso da gestire. Il legislatore dispone di numerosi strumenti idonei a prevenire o contenere questo rischio: contabilità separata, bilanci e rendiconti *ad hoc*, presidi organizzativi e di controllo (interni e esterni alla società), intervento di un intermediario finanziario nella custodia e nella movimentazione dei flussi finanziari etc.. Nell'individuare in concreto i presidi da impiantare andrà opportunamente tenuto conto che essi si traducono in costi diretti per l'impresa che intende avvalersi del nuovo istituto.

Completa il quadro l'imposizione di precisi obblighi informativi a carico delle società a vantaggio, in primo luogo, dei creditori, effettivi e potenziali, e quindi più in generale del mercato nel suo complesso atteso l'interesse di altre categorie di soggetti (azionisti, dipendenti, pubblica amministrazione etc.). Anche sotto questo aspetto si tratta di costi in larga misura inevitabili, per quanto comunque variabili in funzione delle caratteristiche dell'istituto stesso, in particolare del grado di pregiudizio che la separazione patrimoniale comporta per le ragioni dei terzi.

Dall'analisi della disciplina adottata, si vedrà come il legislatore imponga costi maggiori nel primo modello di patrimonio destinato, anche per le più complesse problematiche di tutela dei creditori che esso pone. L'analisi teorica non può tuttavia esimersi dal sottolineare che l'imposizione di oneri eccessivi rischia di azzerare il vantaggio dei patrimoni separati rispetto alla scelta alternativa di costituire una società *ad hoc*, assunta per definizione come più costosa.

iii) *profili di governance* (28)

L'istituto dei patrimoni separati potrebbe sollevare problemi di *governance* per il possibile aumento dei costi di agenzia tra le varie categorie di *stakeholders* (azionisti, amministratori, creditori).

I primi nodi da sciogliere sono: chi deve gestire l'affare; nell'interesse di chi l'affare va gestito; a quale platea di soggetti i gestori rendono conto del loro operato; quale organo sociale dovrebbe essere competente a deliberare la costituzione dei patrimoni separati.

Tali interrogativi palesano in verità la tentazione di associare alla separazione dei patrimoni anche quella delle competenze e delle responsabilità dei soggetti chiamati ad amministrarli. Così posta la questione potrebbe ritenersi opportuno che vi siano amministratori esclusivi del patrimonio separato con competenza soltanto per le decisioni inerenti l'affare, eventualmente nominati dai finanziatori dell'affare.

Tale soluzione, e altre più o meno analoghe che si possono ipotizzare, ancorché ispirate alla tutela dei portatori di interessi sui patrimoni separati, rischiano di creare più problemi di quanti ne risolvano. Ipotizzare, ad esempio, due consigli di amministrazione all'interno della stessa società appare ipotesi pernicioso sotto il profilo dei costi e di per sé non risolutiva rispetto alla difficoltà di gestire conflitti di interesse in merito a decisioni riguardanti risorse comuni alla conduzione della società e dello specifico affare.

Non meno foriera di incognite è l'eventuale qualificazione dei titolari di interessi sul patrimonio separato come "azionisti" del patrimonio stesso, in qualche modo contrapposti e distinti da quelli generali della società. I problemi di governo societario si accrescerebbero non solo con riferimento ai *fiduciary duties* degli amministratori, ma

(28) Dal punto di vista di coerenza dell'analisi, la parte relativa ai problemi di *governance* dei patrimoni destinati poteva essere più opportunamente trattata con riferimento all'ipotesi della "sub-società" (par. 1.3); la scelta è dovuta soprattutto a ragioni di comodità espositiva.

anche sotto il versante della coesistenza nella stessa società di diverse categorie di soggetti cui attribuire una corretta correlazione potere-rischio, condizione necessaria per un adeguato assetto di incentivi.

E poi, chi dovrebbe controllare l'operato degli amministratori dell'affare: i sindaci eletti dagli azionisti della società o altri censori in altro modo nominati?

Le problematiche discendono, in ultima analisi, dal riproporre all'interno di una società una situazione analoga a quella dei gruppi laddove, a fronte di un'unitaria iniziativa economica, sussistono più risultati parziali e più categorie di azionisti che attendono la remunerazione dell'investimento, la cui misura dipende dalle modalità di distribuzione dei risultati tra le unità del gruppo. La complessità di siffatto scenario trova conferma nell'idea di una possibile trasposizione della teoria dei vantaggi compensativi, accolta dalla riforma con riferimento ai gruppi (art. 2497, co. 1, c.c.), anche in una dimensione endo-societaria con riguardo ai differenti patrimoni separati; ove accolta questa tesi, troverebbe conseguentemente applicazione, *mutatis mutandis*, anche il relativo regime di responsabilità.

In realtà, l'individuazione del migliore assetto di *governance* non può prescindere dall'inquadramento complessivo dell'istituto, a partire dalla pregiudiziale definizione delle funzioni economiche al cui perseguimento esso dovrebbe essere preordinato. Solo in un più ampio e organico disegno complessivo il discorso sulla *governance* può farsi meno vago e inconcludente e alcune delle domande iniziali trovare, se non una risposta definitiva, almeno un contesto più definito e coerente entro cui esaminarle.

Si pensi, ad esempio, all'individuazione dell'organo competente a deliberare la costituzione del patrimonio separato. La scelta non può che dipendere dalle caratteristiche e dalle modalità operative dell'istituto: se strumento esclusivamente di gestione d'impresa, senza ricadute sui diritti degli azionisti, la delibera sarebbe di regola di competenza dell'organo amministrativo (cfr. art. 2380-*bis*, co. 1), se, invece, incide sugli assetti corporativi, la decisione non dovrebbe essere sottratta al vaglio dell'assemblea.

Matura in ogni caso la percezione che impostare struttura e disciplina del nuovo istituto duplicando organi amministrativi e di controllo nonché moltiplicando le categorie dei titolari dei diritti residuali non risponda a canoni di efficienza; soluzioni più "snelle" che tendono verso l'ipotesi della "mera destinazione patrimoniale" possono avere il pregio di affrancarsi quasi del tutto dai problemi di *governance* (un esempio si rinviene proprio nel secondo modello, cd. "finanziamento destinato", previsto dal codice).

iv) *la tutela dei creditori: a) separazione "perfetta" e "imperfetta"*

La tutela dei creditori è la questione più rilevante e complessa collegata alla separazione patrimoniale.

La configurazione giuridica dell'istituto può svilupparsi lungo due principali direttrici: una separazione "perfetta", in forza della quale i creditori del patrimonio separato non possono rivalersi sui beni della società, nemmeno in via sussidiaria; una separazione "imperfetta" che invece ammette tale azione (29).

(29) Si ribadisce la cautela formulata sub 1.2: i creditori del patrimonio separato dovrebbero più precisamente essere denominati creditori della società per obbligazioni nascenti dalla gestione dell'affare cui è destinato il patrimonio; i restanti, definiti come creditori della società per obbligazioni non derivanti dallo specifico affare.

È evidente l'esistenza di un *trade-off*: i creditori del patrimonio separato sono trattati più favorevolmente nel caso della separazione imperfetta, mentre i creditori generali della società potrebbero preferire la separazione perfetta per non sopportare il rischio indiretto di un esito negativo dell'affare e di incapacienza del patrimonio separato.

Prima facie la questione parrebbe esclusivamente di natura distributiva, ovvero di ripartizione delle stesse risorse complessive (l'intero patrimonio sociale) tra le due categorie di creditori. Da una più approfondita riflessione emerge invece che le due regole non sono del tutto equivalenti: la separazione imperfetta sembra meno in grado, almeno in astratto, di garantire un adeguato ed equilibrato contemperamento degli interessi delle parti coinvolte e quindi forse meno idonea a incontrare il consenso degli agenti economici (utilizzi abusivi a parte).

In primo luogo, la separazione imperfetta non fornisce alla società il vantaggio di un miglioramento "stabile" del suo equilibrio economico-finanziario e del suo *standing* creditizio. Se la società intende raccogliere finanziamenti per intraprendere una nuova attività, senza accrescere la rischiosità complessiva d'impresa, la sussistenza di un rischio indiretto sull'intero patrimonio sociale può vanificare l'obiettivo.

Particolarmente delicata è poi la condizione dei creditori della società: quelli che sono tali al momento della costituzione del patrimonio separato vedono diminuire la consistenza del patrimonio sociale su cui facevano generico affidamento; l'intera categoria (creditori precedenti e successivi) sopporta poi il rischio di un esito negativo dell'affare, senza godere del beneficio indiretto del miglioramento dello *standing* creditizio della società e quindi di una riduzione del rischio di credito.

Infine, la separazione imperfetta risulta inefficiente perché causa di *overmonitoring* – i creditori dovranno valutare tanto la bontà del singolo affare, quanto il merito creditizio della società – né coglie appieno il potenziale vantaggio della diversificazione rendimento-rischio poiché non isola definitivamente l'andamento dello specifico affare.

Di contro, la separazione perfetta sembra più idonea a cogliere i vantaggi sopra descritti: in particolare, la possibile riduzione della rischiosità complessiva della società (nell'ipotesi che l'affare separato abbia un rischio atteso maggiore di quello dell'impresa) rappresenta un beneficio per i creditori (preesistenti e successivi) (30); si realizza una migliore diversificazione rendimento-rischio tra le due masse patrimoniali; vengono minimizzati i costi di *monitoring*.

D'altro canto, la separazione perfetta sembra garantire meno i creditori del patrimonio separato le cui pretese restano circoscritte a un insieme più ristretto di beni. Ma è corretto impostare in questi termini la tutela dei creditori del patrimonio separato? È opportuno che essa riposi sulla consistenza dei beni aggredibili? Si ritiene che la migliore garanzia per il creditore, nella misura in cui questi abbia un interesse specifico nell'affare e adeguata *expertise*

(30) Una testimonianza indiretta della supposta preferenza per la separazione perfetta rispetto a quella imperfetta, discende dall'utilizzo che gli operatori in concreto fanno delle facoltà contemplate nella legge 130/99 sulla cartolarizzazione dei crediti. La legge ammette la cessione dei crediti alla società veicolo sia pro-soluto, sia pro-solvendo (opzioni che ricalcano, almeno di massima, il confronto tra separazione perfetta e imperfetta). La preferenza degli operatori è chiaramente verso le cessioni pro-soluto che consentono all'*originator* di migliorare l'equilibrio economico-finanziario attraverso la trasformazione qualitativa e quantitativa del bilancio (è vero invece che le società cedenti mantengono un certo coinvolgimento nel rischio sottoscrivendo *tranche junior* dei titoli cartolarizzati).

in termini di monitoraggio, sia rappresentata principalmente dalla sua capacità predittiva e di controllo sull'andamento dell'affare e sulle sue prospettive economico-reddituali. Ne discende che i frutti dell'affare, più che l'intero patrimonio sociale, possono costituire la primaria fonte di adempimento dell'obbligazione assunta dalla società verso il finanziatore. Da un lato, sembra quindi opportuno riconoscere ai creditori sociali una tutela specifica al momento della separazione, attesa la possibile diminuzione del patrimonio a garanzia, dall'altro vanno tutelati i creditori del patrimonio separato attribuendo loro specifici diritti sui frutti dell'affare. In ogni caso, la separazione perfetta evita il problema dell'*overmonitoring*, separa le sorti dell'affare, tutela tanto i creditori della società che non sopportano un rischio indiretto, quanto quelli del patrimonio separato con riferimento ai frutti dell'affare finanziato.

b) separazione “unilaterale” o “bilaterale”?

Altro profilo è la “impermeabilità” del patrimonio separato rispetto alle ragioni dei creditori della società: in particolare, i creditori della società possono aggredire il patrimonio separato? Possono essere ammessi a godere dei frutti dell'affare?

Per quanto concerne il primo interrogativo, non sembra potersi ammettere, in quanto in contrasto con la *ratio* e la natura stessa dell'istituto, l'ammissibilità di un'azione dei creditori sociali sui beni costituenti il patrimonio separato prima che siano state soddisfatte le ragioni dei creditori dello stesso. Ferme restando tutte le più opportune forme di tutela per i creditori della società soprattutto al momento della separazione, non si può infatti ammettere che il finanziatore dell'affare, che sopporta un rischio specifico e che ha anche un patrimonio ristretto su cui soddisfarsi, possa essere pregiudicato dall'azione dei creditori della società.

Ciò non vuol dire tuttavia che l'affare resta estraneo agli interessi dei creditori, della società che lo ha promosso e, in definitiva, dei suoi azionisti.

La teoria economica dell'impresa sottolinea l'importanza che i soggetti che partecipano all'impresa a titolo di capitale siano anche quelli a cui spetta il “potere residuale”, patrimoniale e gestionale, sull'impresa. Si ritiene, quindi, indispensabile che la società mantenga sempre un diritto residuale sull'affare quale condizione per una corretta attribuzione di incentivi, in particolare in capo ad amministratori ed azionisti, rispetto alla dinamica dell'affare. Per tal via, anche i creditori della società indirettamente beneficiano dell'affare, soprattutto nella misura in cui gli esiti di quest'ultimo possono riverberarsi soltanto con segno positivo sul patrimonio sociale (separazione perfetta). Il finanziatore dell'affare non può quindi vantare una pretesa che assorba completamente i frutti dell'affare; alla società deve restare una, seppur aleatoria, prospettiva di guadagno.

c) la tutela dei creditori extra-contrattuali

Profilo delicato dell'impostazione teorica e normativa dell'istituto in esame è la tutela dei creditori extra-contrattuali.

Le considerazioni che seguono non si addentrano nell'inquadramento sistematico della separazione patrimoniale e nello studio delle eventuali ricadute (se e in che termini vi siano) sul versante della responsabilità extra-contrattuale della società. In particolare non si intende appurare se si possa, già alla luce dei principi generali dell'ordinamento (combinato disposto degli artt. 2043 e ss., 2740 e 2741 e ss. c.c.), dedurre una regola di inopponibilità della separazione patrimoniale ai creditori da fatto illecito (nel senso che la

separazione patrimoniale recede rispetto alle ragioni dei creditori extra-contrattuali), o se, viceversa, sia necessaria una specifica previsione normativa (una esplicita manifestazione della volontà del legislatore) affinché la società possa essere chiamata a rispondere dei fatti illeciti con tutti i suoi beni, senza esclusione di quelli segregati.

Il tema della tutela dei creditori extra-contrattuali viene invece esaminato dal punto di vista dell'analisi economica, prospettiva che peraltro non ha mancato di esercitare un'influenza sulle scelte legislative, come testimonia la specifica norma introdotta al riguardo nel primo modello (art. 2447-*quinquies*, co. 3, ultimo periodo, c.c.).

Mentre nei confronti dei creditori contrattuali il riconoscimento di un diritto di opposizione al momento della costituzione del patrimonio, la pubblicità del vincolo, la contabilità separata etc. sono tutti validi strumenti di tutela, questi stessi non possono essere invocati a tutela dei creditori extra-contrattuali, ovvero di soggetti che entrano in rapporto con la società per cause estranee alla loro volontà (come nel caso di fatto illecito compiuto dalla società). Nei confronti di tali creditori si pongono differenti problemi di tutela.

Se la separazione potesse essere opposta ai creditori extra-contrattuali, ne sarebbe incentivato l'utilizzo per riversare proprio su questi soggetti gli eventuali rischi connessi con lo svolgimento dell'affare; le imprese infatti potrebbero separare le attività connotate da più alto rischio con l'intento di "esternalizzare" il relativo costo sui creditori (31).

Si potrebbe obiettare che le preoccupazioni di un possibile utilizzo abusivo del patrimonio separato sono ingiustificate perché lo stesso risultato può essere perseguito con la costituzione di una società controllata e sottocapitalizzata. Il problema in realtà, non è nell'*an* ma nel *quantum*. Proprio perché l'istituto dei patrimoni separati è volto a ovviare ai costi connessi con la costituzione di una società *ad hoc*, esso rende la limitazione di responsabilità "più a buon mercato" e determina un maggiore incentivo a intraprendere comportamenti della specie (32).

Va quindi ricercato un assetto economico-normativo in cui la decisione dell'impresa di ricorrere al patrimonio separato sia indifferente rispetto alla questione "esternalità". A tale risultato si perviene con una regola di inopponibilità della separazione patrimoniale ai creditori extra-contrattuali (33); essa ha il pregio di essere univoca, relativamente age-

(31) L'affare gestito attraverso un patrimonio separato può essere considerato una forma di iniziativa economica a responsabilità limitata. Costi e benefici della limitazione della responsabilità sono stati oggetto di approfondito studio da parte della letteratura giuseconomica. I benefici sono numerosi e ben noti (accumulazione del capitale, incentivo agli investimenti, separazione tra proprietà e controllo, diversificazione etc.), i costi meno evidenti: proprio in virtù della limitazione di responsabilità, può risultare conveniente intraprendere attività economiche anche quando il costo sociale è superiore al beneficio privato. La parte del costo complessivo di un'attività non sopportata dall'impresa viene "esternalizzata" su soggetti terzi; la responsabilità limitata determina quindi anche incentivi distorti nella scelta dei progetti e delle attività da intraprendere (e delle risorse da destinare). Possiamo considerare questa "inefficienza" come il "costo" della limitazione della responsabilità.

(32) Aumentare la convenienza delle imprese a riversare sui creditori extra-contrattuali parte dei loro costi appare scelta di dubbia efficienza. Pur non essendo questa la sede per esaminare forme e modi per distribuire efficientemente tali costi, si può sinteticamente notare che: i) l'impresa è il soggetto spesso meglio in grado di prevenire e controllare i rischi; ii) è più efficace che l'ordinamento eserciti una pressione deterrente sull'impresa che non sui terzi; iii) l'impresa può redistribuire nel tempo e nello spazio i suoi costi. In altri termini, l'impresa è il "*cheapest cost avoider*".

(33) Il rimedio economico riposa, almeno in parte, sul recupero dell'incentivo dei creditori contrattuali a monitorare il rischio di danni che potrebbero incombere sui terzi dall'attività d'impresa; i creditori dovrebbero quindi "prezzare" questo rischio e includerlo nella loro contrattazione con l'impresa, con ciò internalizzando il costo altrimenti riversato sui creditori extra-contrattuali. Ponendo il costo privato dell'impresa pari a quello sociale si soddisfa una condizione di efficienza economica. Non si tratta ovviamente di evitare l'insorgenza del danno, ma di muovere verso una condizione in cui l'impresa, nel momento in cui decide i progetti da intraprendere in relazione al loro grado di rischio, tiene in considerazione anche i danni che ne potrebbero derivare per i terzi.

vole da amministrare, chiara in termini di aspettative, tale da dissuadere completamente la società da valutazioni opportunistiche (34).

Non è una regola a costo zero: si chiede infatti implicitamente ai creditori della società di valutare il rischio di una responsabilità extra-contrattuale derivante dalla gestione dell'affare. Pur tuttavia si tratta di soppesare due tipi di inefficienze: quella dell'*overmonitoring* e quella dell'utilizzo dello strumento normativo a danno dei creditori extra-contrattuali. Si ritiene che quest'ultima problematica non possa essere sacrificata a vantaggio della prima (35).

È solo il caso di evidenziare, infine, che la società potrebbe anche gestire con il patrimonio separato gli affari meno rischiosi e con quello generale, appositamente reso insufficiente, quelli più rischiosi. La soluzione al problema della tutela dei creditori extra-contrattuali deve tener conto anche di questa eventualità: l'inopponibilità della separazione deve quindi valere rispetto ai creditori indipendentemente dal fatto che la causa dell'insorgenza del danno sia da ricondurre ad affari separati o rientranti nella gestione dell'impresa sociale. Un'asimmetria di trattamento lascerebbe aperti varchi per comportamenti abusivi.

A conclusione dell'analisi sulla separazione patrimoniale *standard* si impone una precisazione. Essa non va letta come un sostegno all'opportunità di impostare la disciplina secondo l'ipotesi *standard* di separazione, ma piuttosto come un tentativo di fornire un quadro dei costi e dei benefici potenziali di tale opzione. Se ne ricava, peraltro, l'impressione che quanto più si introducono deroghe alle regole generali della responsabilità e si creano cesure nel patrimonio sociale, tanto più si accrescono i problemi di tutela dei creditori e risulta difficile disegnare un istituto in grado di recare valore aggiunto.

1.3. L'ipotesi della "sub-società"

I paragrafi precedenti si sono diffusamente soffermati sulla separazione patrimoniale nella forma cosiddetta *standard*. Si affronta ora l'ipotesi definita della "sub-società". Nella sua sostanza economica può essere considerata come un'estremizzazione dell'ipotesi *standard*: non solo si segregano beni prevedendo eccezioni ai principi generali della responsabilità del debitore, ma si arriva quasi a dotare il patrimonio separato di un'autonoma capacità decisionale; si giunge a una quasi-separazione di soggetti. Impostata in questo modo, la configurazione dei patrimoni destinati tenderebbe inevitabilmente a ricalcare la disciplina codicistica delle società, replicandone, nell'ordine e nella sostanza, gli istituti. In altri termini, si delinea una disciplina dei patrimoni destinati che duplica l'organizzazione corporativa sulla falsariga di quella propria di una struttura societaria: un organo amministrativo, un organo di controllo, un nome da spendere nei rapporti con i terzi, una disciplina dei rapporti inter-gestori (ovvero tra la società e il patrimonio),

(34) Si tralasciano altre soluzioni come, ad esempio, rimettere alla discrezionalità del giudice, secondo criteri fissati dalla legge, la decisione di operare *ex-post* una sorta di *piercing* del patrimonio separato per consentire al creditore di aggredire i beni della società madre. Questa tecnica ha lo svantaggio di accrescere *ex-ante* l'incertezza degli operatori economici e di essere piuttosto "asistemica" per il nostro ordinamento.

(35) Va peraltro detto che non è necessario che effettivamente i creditori della società di fatto controllino l'andamento dell'affare. È sufficiente che essi, consapevoli del rischio indiretto che sopportano nel caso in cui la società cagioni danni a terzi, adeguino il costo del capitale e/o esercitino pressione sugli amministratori affinché questi assumano misure atte a ridurre tale rischio.

un bilancio separato, un “azionariato” diverso da quello della società, una possibilità di scissione del patrimonio separato etc. Come opportunamente osservato, se si adotta tale prospettiva il legislatore delegato “non potrà non rispolverare, adattandoli alla bisogna, tutta una serie di strumenti tecnici già ampiamente sperimentati, in materia societaria, in tema di scissione, pubblicità, garanzia di minima consistenza patrimoniale, controlli di gestione, rapporti fra distinte masse patrimoniali, contabilità separata, bilancio, liquidazione ecc.” (36). Ancora più evidente è l’esito di un simile approccio: il nuovo istituto si presenterebbe come una società nella società, realizzando una forma di “scissione subsocietaria” (37) ovvero di gruppo “endosocietario” (38).

Ma quale il vantaggio dal punto di vista economico? Una disciplina, un istituto di tal genere non sembra rispondere a criteri di efficienza economica. Si tratta di una soluzione talmente prossima alla costituzione di una società *ad hoc* che è difficile sostenerne l’opportunità. Da una parte, infatti, il modello si carica di tutti i costi diretti e di *agency* che sono stati descritti nell’ipotesi *standard* accresciuti in ragione della sostanziale duplicazione della struttura corporativa; dall’altra, si presenta come un surrogato inevitabilmente imperfetto, nella identità e nelle funzioni, di un soggetto giuridico autonomo e distinto (società *ad hoc*) (39). Né si comprende un intervento del genere a quale esigenza specifica risponda, quale lacuna intenda colmare (40).

Con ciò non si intende peraltro stigmatizzare la progressiva, forse inarrestabile, erosione del principio codicistico dell’universalità della responsabilità patrimoniale del debitore e il suo progressivo deperimento a vantaggio dell’emergente principio della “specializzazione della responsabilità patrimoniale” (41). Questa tendenza, compiutamente testimoniata in dottrina (42), è anche economicamente motivata: testimonia l’esigenza di un utilizzo sempre più efficiente delle risorse, la necessità di estrarre da esse il massimo

(36) Così GRANELLI (pag. 511).

(37) Così P. FERRO-LUZZI (2002, pag. 272).

(38) Così COMPORTE (pag. 956).

(39) Il tema rimanda al dibattito dottrinario relativo al riconoscimento di una distinta soggettività o personalità giuridica a varie ipotesi di separazione patrimoniale (COMPORTE pag. 958). Il punto che qui si vuole sottolineare è che pur escludendo dal punto di vista giuridico che si possa riconoscere personalità giuridica al patrimonio destinato, disciplinare lo stesso secondo la falsariga di un modello societario rende, nella sostanza economica, l’istituto comunque non vantaggioso. Non basta negare la personalità giuridica al patrimonio separato, è necessario anche definire una disciplina dello stesso che non valga ad assimilarlo dal punto di vista economico a una società *ad hoc*. Mentre la dottrina nella fase di elaborazione della disciplina è sembrata concorde nell’escludere il riconoscimento della personalità giuridica al patrimonio separato, non altrettanto condivisa è stata poi l’opportunità di non impostare la normativa seguendo gli istituti tipici della disciplina di una società.

(40) Si ribadisce, infatti, che il nuovo ordinamento societario contempla la possibilità di costituire società di capitali per atto unilaterale; riconosce anche al socio unico il beneficio della responsabilità limitata; amplia notevolmente i margini di autonomia statutaria, rendendo potenzialmente il contratto sociale idoneo a soddisfare le più disparate esigenze; accresce la trasparenza dei gruppi societari; realizza una significativa opera di semplificazione; diversifica significativamente le fonti e gli strumenti di finanziamento; riduce, in definitiva, il costo di accesso al beneficio della responsabilità limitata. Se si reputano ancora eccessivi i costi di costituzione e di funzionamento di nuove società, allora appare più coerente intervenire su quel versante piuttosto che intraprendere il difficile percorso volto a introdurre nell’ordinamento un istituto che si presenti come una “sub-società”.

(41) Cfr. GRANELLI (pag. 512).

(42) Cfr. GRANELLI (pag. 513); TOSCHI VESPASIANI (pagg. 589-590).

valore aggiunto. Ciò che si revoca in dubbio è l'opportunità e la razionalità, economica e giuridica, di un'impostazione dei patrimoni dedicati secondo l'ipotesi sub-societaria.

Va anche sottolineato che la separazione patrimoniale non garantisce *in re ipsa* una specializzazione delle risorse; un uso efficiente delle risorse richiede, infatti, il realizzarsi di altre condizioni, come già mostrato nel precedente paragrafo (ad es., il *monitoring* da parte di terzi).

La mancanza di una precisa scelta sulle funzioni economiche del nuovo istituto rende forse più problematico il disegno di una "buona" disciplina in grado di contemperare le esigenze di tutti i soggetti coinvolti e al tempo stesso conferire valore aggiunto all'istituto; la duplicazione dell'organizzazione corporativa – ancorché soluzione immediata – accresce il rischio di incappare in soluzioni inefficienti.

In un primo sintetico commento alla legge delega, autorevole dottrina, contestando una diversa impostazione, traccia le linee del nuovo istituto affermando che "non pare revocabile in dubbio che occorra, tra l'altro, che: vi sia un segno distintivo; si regoli la pubblicità; si regoli l'amministrazione; si regoli la responsabilità; si regolino i rapporti interni; si regolino i flussi interni e il conflitto di interessi; si regoli la rendicontazione [...]" (43). Se è innegabile che alcuni di questi profili siano necessari, altri non sono ontologicamente connaturati al nuovo istituto: ad esempio, l'amministrazione dovrà essere disciplinata soltanto se si ritiene che vada attribuita a soggetti diversi dagli amministratori della società.

L'impostazione dell'istituto secondo la logica della sub-società attribuisce inevitabilmente priorità agli aspetti attinenti alla disciplina e pone invece in secondo piano la determinazione della funzione economica, la ricerca del valore aggiunto dell'istituto; prospettiva evidentemente lontana dall'analisi di efficienza proposta in questo lavoro.

Esaminando i due modelli previsti dal legislatore si può anticipare che questo pericolo è stato solo in parte evitato: tracce di un'impostazione tipo sub-società sono rinvenibili nella disciplina del primo modello ("patrimonio destinato"). Essa ricalca la sequenza della vita di una società (costituzione, funzionamento, scioglimento); alcuni istituti sono mutuati dalla disciplina societaria (dal diritto di opposizione al richiamo delle norme sulla liquidazione); sono previsti strumenti finanziari di partecipazione; un rendiconto separato; la menzione negli atti del vincolo etc. Molti di questi profili sono invece assenti nel secondo modello ("finanziamento destinato").

1.4. L'ipotesi della "mera destinazione patrimoniale"

Dal punto di vista economico la destinazione non richiede necessariamente eccezioni alle regole della responsabilità patrimoniale (come accade per l'ipotesi *standard* e per la "sub-società"). L'esempio della disciplina delle scritture contabili dell'imprenditore commerciale (artt. 2214 ss. c.c.) è emblematico: l'inventario e la redazione del bilancio servono a distinguere i beni destinati all'impresa da quelli personali dell'imprenditore e a render conto del risultato economico dell'impresa. In mancanza, i terzi non potrebbero

(43) DI SABATO (2002, pag. 666); l'impostazione alternativa è delineata da P. FERRO-LUZZI nell'articolo "La disciplina dei patrimoni separati" (2002).

apprezzare correttamente il rischio d'impresa e determinare l'assistenza finanziaria da fornire. La disciplina non incide sul regime di responsabilità: non esclude che i beni dell'impresa possano essere aggrediti dai creditori particolari dell'imprenditore o che i creditori dell'impresa possano aggredire i beni dell'imprenditore; non v'è separazione patrimoniale.

Eppure la “mera destinazione” (*rectius* distinzione, più che separazione) funge da *signaling* al mercato di un determinato affare altrimenti difficilmente visibile o riconoscibile se confuso con gli altri (soluzione “non destinare”); la natura dell'affare, le sue caratteristiche, finanche la serietà dell'iniziativa possono così diventare di più agevole apprezzamento per i terzi e per il mercato. La “mera destinazione” consente anche di conseguire i benefici descritti nell'ipotesi *standard*, della diversificazione rendimento-rischio e del *monitoring*, seppur in misura inferiore, poiché le vicende delle masse patrimoniali distinte non sono mai completamente indipendenti.

L'esempio delle *tracking stocks* (o *targeted stocks*) può essere d'aiuto, pur trattandosi di fattispecie che rileva su un piano contiguo, ma diverso, rispetto a quello in esame.

Si tratta di particolari classi di azioni la cui remunerazione è parametrata all'andamento di una frazione del patrimonio complessivo della società (44); esse presuppongono e implicano l'esistenza di “patrimoni distinti” (*business groups*). Questa distinzione, pur non comportando eccezioni ai principi generali della responsabilità, realizza numerosi benefici economici: consente agli investitori di indirizzare le proprie risorse su determinate aree di affari con specifica combinazione rendimento-rischio (testimoniata dalla diversa quotazione sul mercato delle varie classi di azioni correlate); funge da *signaling* dell'importanza attribuita dall'impresa ad alcune iniziative (45); rappresenta una tecnica aggiuntiva di gestione del rischio da parte dell'impresa e di raccolta di capitali sul mercato; agevola il *monitoring* da parte del mercato attraverso la predisposizione di separati rendiconti. Va ribadito che i citati benefici non sono “pieni”: rendimento e rischio dei singoli comparti non sono indipendenti poiché il rischio d'impresa continuerà a gravare indissolubilmente su tutti i titolari del capitale di rischio (come nell'ipotesi di insolvenza della società) (46).

La “mera destinazione” patrimoniale ha il pregio di affrancarsi da alcuni costi e problemi che contraddistinguono le ipotesi *standard* e della “sub società”: da quelli riguardanti la tutela dei creditori – che si è detto essere l'aspetto più critico della sepa-

(44) In generale i diritti patrimoniali e amministrativi delle *tracking stock* sono disciplinati dal regolamento di emissione delle azioni stesse.

(45) Un vantaggio indiretto in termini di *monitoring* può discendere dalla circostanza, di cui si ha evidenza con riferimento al mercato anglosassone, che le imprese di investimento tendono ad aumentare il numero degli analisti dedicati a ciascuna società allorché questa emetta *tracking stock*. Ciò probabilmente si spiega per rendere più efficace il monitoraggio sulle iniziative sfruttando l'*expertise* che diversi analisti possono avere con riferimento alle diverse aree di *business*. Il tutto si dovrebbe quindi tradurre in un migliore controllo del merito creditizio e quindi in un minore costo del capitale per la società.

(46) Si sottolinea che uno degli aspetti maggiormente problematici emerso dall'esperienza anglosassone in tema di *tracking stock* attiene al tema dei *fiduciary duties*. Secondo la regola generale, gli amministratori devono gestire la società nell'interesse di tutti gli azionisti; tuttavia, laddove la società abbia emesso *tracking stock*, gli interessi dei portatori delle diverse categorie di azioni risultano divaricati: si pensi soltanto alla decisione di quante risorse destinare ai differenti patrimoni (*business group*) e a come ripartire le opportunità di profitto che si presentano alla società (*corporate opportunities*).

razione patrimoniale – , al rischio di abusi della fattispecie, alla complessità stessa della disciplina che nel caso in esame si presenterebbe inevitabilmente più snella.

Venendo al percorso normativo di riforma del diritto societario e di introduzione della disciplina dei patrimoni destinati, una critica radicale alla prospettiva della “mera destinazione” fa leva sulla considerazione che non serviva certo una disposizione di legge delega in tema di patrimoni separati per dare ingresso nell’ordinamento a una disciplina delle *tracking stock* (o di forme analoghe tipo “*tracking bond*”). L’ammissibilità di siffatti strumenti finanziari opera su un piano diverso da quello della creazione dell’istituto dei patrimoni separati; prova ne è il fatto che la riforma introduce le azioni correlate (art. 2350, co. 2, c.c.) con disposizione opportunamente ricompresa nella sezione dedicata alla disciplina delle azioni e degli altri strumenti finanziari partecipativi. Se si disquisisce intorno ai patrimoni dedicati, incalza la critica, essi devono rappresentare qualcosa di più di semplici strumenti finanziari “partecipanti”.

Questi rilievi non revocano tuttavia in dubbio la validità di una prospettiva che, proprio partendo dal riconoscimento dei benefici economici che anche un’ipotesi di mera destinazione può generare, tenda poi ad accordare più stringente tutela ai finanziatori o più in generale ai partecipanti allo specifico affare. Metodologicamente si muove quindi da forme di mera destinazione patrimoniale e si “aggiungono” elementi di tutela. Prospettiva che esclude ogni rischio di disegnare il nuovo istituto come una “sub-società”.

Un primo passo potrebbe consistere nell’assegnare diritti amministrativi a favore dei soggetti che finanziano lo specifico affare: coerente con la logica sin qui delineata appare l’attribuzione di diritti di monitoraggio, più che di amministrazione attiva, sulla gestione dell’affare (a tale ipotesi infatti si accompagnano minori problemi di *governance*). Un’ulteriore previsione potrebbe essere l’imposizione di vincoli alla facoltà di disposizione da parte degli organi sociali sui beni rientranti in ciascun patrimonio destinato; limitazione variamente modulabile. Ma il passo forse più significativo per caratterizzare compiutamente l’istituto e accordare una più pregnante tutela ai finanziatori, consiste nel riconoscere a questi ultimi una qualche preferenza sui ritorni economici dell’affare stesso; quindi non tanto su specifiche porzioni del patrimonio sociale (ipotesi sub-società) quanto su introiti o crediti direttamente riconducibili alla gestione dell’affare; soluzione in effetti fatta propria dal secondo modello di patrimonio destinato (cd. “finanziamento destinato”).

Nella misura in cui si accorda tuttavia una qualche forma di “garanzia” ai finanziatori, anche se soltanto in relazione ai flussi di cassa generati dall’affare, escludendo il concorso degli altri creditori della società, si “sconfina” nell’ipotesi della separazione *standard*, nel senso che si stabiliscono comunque deroghe alla regola dell’universalità della responsabilità patrimoniale del debitore. E ciò presta il fianco alle posizioni critiche rispetto a questa impostazione (47).

(47) “Il fenomeno finanziario diventa, in parte, anche un fenomeno patrimoniale: dunque, una fetta del patrimonio sociale sarà anch’essa un patrimonio dedicato. Non tutto perciò si riduce a flussi che entrano e escono; ma, nel rispetto della legge delega, si dovrà con la legge delegata «consentire che la società *costituisca* patrimoni dedicati ad uno specifico affare»: ciò che dimostra come l’operazione sia realizzabile con *mezzi propri oltre che con mezzi di terzi*.” DI SABATO (2002, pag. 665).

Al riguardo, mentre si conviene sulla circostanza che gli introiti derivanti dall'affare sono comunque parte di patrimonio sottratto alla garanzia generale dei creditori sociali, pure si rileva che la sostanza e gli effetti economici delle diverse impostazioni sono molto differenti. La distanza che intercorre tra l'approccio qui delineato e quello della sub-società resta notevole a prescindere dal fatto che in entrambi i casi parte dei "mezzi propri" della società sono utilizzati per la gestione dell'affare e dunque "sottratti" al patrimonio sociale. Così è vero, come si mostrerà nei capitoli che seguono, che anche nella disciplina del "finanziamento destinato" vi sono elementi di "separazione patrimoniale", ma il *quomodo* e il *quantum* di tale separazione, così come l'impatto in termini di sistematica giuridica e di funzionalità dell'istituto, sono ben diversi rispetto a quelli che è dato riscontrare nel modello alternativo del "patrimonio destinato".

CAPITOLO II

LA LEGGE DELEGA, LE OPZIONI A DISPOSIZIONE DEL LEGISLATORE DELEGATO E LE FUNZIONI DELL'ISTITUTO

CAPITOLO II

LA LEGGE DELEGA, LE OPZIONI A DISPOSIZIONE DEL LEGISLATORE DELEGATO E LE FUNZIONI DELL'ISTITUTO

L'analisi teorica sin qui sviluppata costituisce il *framework* di riferimento nel cui ambito esaminare l'esito del processo di riforma: la nuova disciplina contenuta nella Sezione XI, Capo V, Titolo V, Libro V del codice civile.

Una preliminare riflessione merita il contenuto della legge delega (art. 4, co. 3, lett. b, l. 366/2001) al fine di ricostruire l'orientamento del legislatore delegante, individuare i principi e criteri direttivi dettati, delimitare il perimetro entro cui poteva muoversi quello delegato (praticabilità in astratto delle soluzioni esaminate nel capitolo precedente).

La legge delega utilizza la generica espressione "patrimoni dedicati" a uno specifico affare; contempla la possibilità di emissione di strumenti finanziari di partecipazione ad esso; sollecita il legislatore delegato a "disciplinare il regime di responsabilità per le obbligazioni riguardanti detti patrimoni e la relativa insolvenza".

Soprattutto quest'ultima proposizione induce a ritenere che il legislatore delegante abbia inteso riferirsi alla soluzione definita *standard*: la previsione di una disciplina del regime di responsabilità presuppone infatti un istituto che abbia incidenza su questo piano. Il testo di delega sembra quindi escludere sia l'ipotesi di mera destinazione, sia quella della sub-società. In particolare quest'ultima sarebbe da escludere atteso che la norma non prefigura una struttura organizzativa-corporativa in qualche modo distinta da quella della società stessa (48). A sostegno dell'ipotesi *standard* gioca anche il testo della relazione Mirone, ove si afferma che il nuovo istituto è idoneo a "realizzare una separazione patrimoniale in grado di condurre ad un regime di autonomia sul piano della responsabilità". Non viene indicato quindi soltanto lo scopo, la destinazione, ma anche lo strumento giuridico con cui va realizzata (e non a caso la relazione usa il termine "separazione").

Tuttavia, pur indirizzando verso un istituto connotato da una separazione patrimoniale in forza della quale alcuni beni sono sottratti alla garanzia generale dei creditori e "riservati" soltanto ad alcuni di essi, il dettato della delega non è univoco come *prima facie* appare; la fattispecie non è agevole da determinare anche in considerazione delle numerose e non sempre convergenti indicazioni contenute nella relazione Mirone.

Innanzitutto la legge delega può indurre a letture che tendono verso l'ipotesi della sub-società: il richiamo all'insolvenza rimanda infatti alla condizione in cui versa l'imprenditore (art. 5 r.d. 267/42); esso sembra presupporre un distinto soggetto centro di imputazione di diritti e di doveri e appare esorbitante se l'istituto di cui trattasi comporta soltanto qualche eccezione al principio della *par condicio creditorum*. Si pensi poi al richiamo, contenuto nella relazione Mirone, all'istituto del *trust*, foriero di percorsi normativi e logici che si allontanano da una mera separazione patrimoniale di beni nel-

(48) Si nota anche che la norma di delega sui patrimoni destinati è compresa nella parte dedicata alla riforma della disciplina sul capitale e non in altri ambiti che avrebbero potuto stimolare letture alternative (ad esempio, nella disciplina dei "gruppi" di cui all'art. 10 della l. 366/2001).

l'ambito di un soggetto (49). Dischiude altre problematiche il richiamo alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti (l. 130/99), quale esempio di pluralità di patrimoni separati tra loro e rispetto al patrimonio della società veicolo. Lo stesso utilizzo da parte del legislatore delegante della locuzione "patrimoni dedicati" – rispetto a quelle "patrimoni separati" o "patrimoni autonomi" (o patrimoni "separati e autonomi") che più direttamente avrebbero potuto indirizzare verso tecniche già note nella legislazione speciale in materia finanziaria – può essere testimonianza della volontà di accordare ampia libertà al legislatore delegato sulla scelta dello strumento giuridico più idoneo ad assicurare la destinazione del patrimonio ad uno specifico affare. Anche la nozione di "affare" è lungi dall'essere ben determinata oscillando "tra un'interpretazione restrittiva, quale singola operazione economica, ovvero una più estesa, quale parte specifica dell'attività della società" (50).

(49) La relazione della Commissione Mirone esorta il legislatore delegato a "tenere eventualmente presente anche la circostanza che la nozione di patrimonio separato è contigua all'istituto del *trust*, il cui riconoscimento nel nostro ordinamento è avvenuto con la ratifica della convenzione dell'Aja del 1984 e sul quale sono già all'esame del Parlamento alcuni progetti di legge volti a introdurre una disciplina nazionale". I problemi per la definizione di una tale fattispecie nell'ordinamento italiano sono soprattutto legati all'asistematicità dell'istituto, segnatamente per lo "sdoppiamento" del diritto di proprietà che esso comporta (proprietà legale e formale al soggetto che amministra il patrimonio (*trustee*), proprietà sostanziale al beneficiario del *trust*) difficile da conciliare con il principio della titolarità piena ed esclusiva del diritto di proprietà, tipico degli ordinamenti di *civil law*. Per quanto le posizioni della dottrina si siano comunque evolute superando appunto la questione dello "sdoppiamento della proprietà", il dibattito sulle implicazioni della possibile disciplina dell'istituto è tuttora vivace.

Il riferimento al *trust* potrebbe indurre ad attribuire al patrimonio separato elementi di "pseudo-soggettività", di "quasi personificazione". Lo schema tipico del *trust* presuppone l'esistenza di due soggetti: il *settlor*, colui che conferisce un insieme di rapporti giuridici, e il *trustee*, il soggetto che amministra il *trust* nell'interesse di un beneficiario; i beni costituiti in *trust* escono dalla sfera giuridica del soggetto disponente, ma non entrano a far parte del patrimonio del *trustee*, formando patrimonio autonomo finalizzato alla realizzazione degli scopi previsti. La disciplina del *trust* ha come elemento centrale la definizione dei doveri fiduciari del soggetto che amministra il patrimonio. Al riguardo MANES afferma: "L'errore di prospettiva che ancora oggi limita l'operatività piena dei *trust* è dato dalla considerazione per cui l'attrazione esercitata dalle strutture segregative sarebbe, in *civil law*, legata al solo profilo della segregazione patrimoniale, sicuramente il dato più macroscopico, ma non certamente l'unico da importare [...]. Senza contare invece che, dove quelle strutture segregative sono nate e da dove con successo si sono diffuse nel traffico giuridico internazionale, il dato della separazione patrimoniale è sempre accompagnato dal carattere fiduciario della obbligazione inerente la titolarità proprietaria che connota i beni segregati" (pag. 200).

Nel contestare la validità di una disciplina dei patrimoni destinati secondo l'impostazione della sub-società non si intende peraltro esprimere un giudizio anche sull'opportunità dell'istituto del *trust* che può avere numerose applicazioni utili anche in campo economico-finanziario (per una esemplificazione cfr. MANES pag. 195 ss.). Piuttosto, l'appartenenza quell'istituto principalmente alla tradizione dei paesi di *common law* e le rilevanti implicazioni di ordine sistematico che ne hanno sinora ostacolato l'introduzione nel nostro ordinamento, dovrebbero valere come monito per il legislatore che intendesse compiere l'operazione forse più temibile di creare un istituto nuovo cui attribuire alcuni connotati del *trust* ma che non abbia una completa e autonoma valenza appoggiandosi, nella struttura operativa e nella disciplina, ad una realtà societaria già esistente.

Sulle differenze l'istituto del *trust* e la figura dei patrimoni separati cfr. BOZZA (pagg. 44-46).

Sul rapporto tra *trust* e *corporation*, HANSMANN e MATTEI (1998) osservano: "The trust as entity bears an obvious resemblance to the corporation. It has effective legal personality, and the assets it holds are subject to a pattern of creditors' rights essentially the same as those that characterize the corporation – in particular, freedom of the entity's assets from the managers' creditors and limited liability for those who hold the beneficial interests in the entity. This means that the corporation – particularly in its modern flexible forms that facilitate closely held firms – often serves as a good substitute for the trust. Evidently the corporation is not, however, a perfect substitute, as illustrated by the rapidly expanding role played by commercial trusts" (pag. 472).

(50) COMPORTEI (pag. 961).

La delega non fa quindi chiarezza sugli elementi caratterizzanti il nuovo istituto nonostante si avveda della rilevante novità che si accinge a introdurre. Non sono chiaramente individuate le lacune che questo istituto dovrebbe colmare o gli inconvenienti cui dovrebbe porre rimedio (i costi e l'opacità della proliferazione di società è argomentazione ampiamente ridimensionata dalle considerazioni svolte nella prima parte di questo lavoro) e tanto meno si fa rinvio ad analoghe esperienze di altri ordinamenti cui rifarsi senza incertezza per imbastire le maglie del nuovo istituto (51). Si ritiene che, date anche le implicazioni sistematiche che si accompagnano all'introduzione dell'istituto, tale scelta *a fortiori* avrebbe dovuto essere adeguatamente motivata e circostanziata (52).

Né si può dire che dalle norme di delega e dalle indicazioni fornite nella relazione sia desumibile una precisa funzione economica, idonea a guidare, come fine ultimo, l'azione normativa. A una sommaria ricognizione, l'istituto sembra in grado di assolvere a molteplici e disparate funzioni:

- **conservativa**: il patrimonio destinato può essere uno strumento per isolare alcuni cespiti del patrimonio aziendale in funzione conservativa, al fine di vincolarli a un certo utilizzo e metterli al riparo dalle azioni dei creditori. In questo caso non è indispensabile un intervento nell'affare da parte di terzi, né l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione all'affare.
- di **smobilizzo**: il patrimonio destinato potrebbe servire per lo smobilizzo di risorse già impiegate nell'attività d'impresa. La società individua un insieme di *assets* che vanno a formare il patrimonio separato, a fronte del quale vengono emessi titoli; la liquidità derivante dai titoli emessi può confluire (in parte o in tutto) nel bilancio della società che realizza in tal modo una trasformazione del suo attivo.
- di **finanziamento**: il patrimonio destinato può servire come veicolo per reperire risorse finanziarie aggiuntive da destinare allo sviluppo di uno specifico affare. Rispetto all'ipotesi precedente qui assume maggiore rilievo il progetto economico-finanziario. Non si tratta di smobilizzare *assets* già nel bilancio dell'impresa, ma di

(51) "Si tratta di una novità senza precedenti, che peraltro non ha omologhi in altri ordinamenti, quanto meno nella formulazione e nella veste giuridica contemplata nella delega" (FIMMANÒ, pag. 961). Anche per STELLA RICHTER "si tratta di una delle previsioni normative più originali tra quelle contenute nel disegno di legge"; l'istituto non sembra "trovare corrispondenze esatte né nelle altre proposte di riforma (mi riferisco segnatamente a quella dei Democratici di sinistra e a quella della Associazione Preite sulla società aperta), né in altri ordinamenti" (pag. 1).

Un'esperienza di patrimoni separati, in parte assimilabile a quella in esame, sembra potersi ritrovare nell'ordinamento portoghese che in attuazione dell'art. 7 della XII direttiva (89/667) ha introdotto, con il decreto n. 248 del 25 agosto 1986, una disciplina dell'impresa individuale a responsabilità limitata. Essa si fonda sulla previsione che "qualsiasi persona individuale che esercita o intende esercitare un'attività commerciale può costituire a tale scopo un'impresa individuale a responsabilità limitata" (art. 1, comma 1); "l'interessato destina all'impresa individuale a responsabilità limitata una parte del suo patrimonio, il cui valore rappresenterà il capitale iniziale d'impresa" (art. 1, comma 2). Il testo del decreto, la relazione di accompagnamento e un breve commento alla legge sono rinvenibili in *Riv. Soc.*, 54, 1998, pag. 848. e ss.

È stata invece individuata l'esistenza dell'istituto dei patrimoni destinati ad uno specifico affare nelle cosiddette *offshore jurisdictions*, nonché in alcuni stati degli USA, sotto la prevalente denominazione di "*protected cell companies*". Sul punto, anche per un esame comparato, cfr. ARLT.

(52) RABITTI BEDOGNI ammonisce circa i "possibili effetti dirompenti sul piano sistematico" (pag. 1123). Per OPPO, con le nuove previsioni normative (entrambi i modelli di patrimoni destinati) "il principio degli art. 2740 e 2741 c.c. – responsabilità con tutto il patrimonio e parità dei creditori – va in pezzi." (pag. 474)

raccogliere nuove risorse per intraprendere un'iniziativa, connotata da un accentuato collegamento funzionale tra finanziamento e progetto.

Il punto che si vuole sottolineare è che la struttura dell'istituto e la relativa disciplina non sono indifferenti rispetto alla funzione economica: se l'istituto deve assolvere a una funzione conservativa, il patrimonio destinato sarà costituito esclusivamente con risorse della società e non sarà necessario ipotizzare un apporto di terzi; se prevale il profilo finanziario, elemento essenziale diviene proprio l'acquisizione di risorse da parte di terzi e il legame funzionale tra le risorse acquisite e l'affare da svolgere; se fa premio la logica di smobilizzo appaiono determinanti le tecniche per realizzare il trasferimento delle posizioni e/o del relativo rischio, i modi per assicurare la circolazione dei diritti, le forme attraverso cui tutelare i soggetti su cui ricadono gli effetti di quel trasferimento.

Dunque, anche ammesso che l'ipotesi normativa da seguire debba essere quella cosiddetta *standard*, come disegnare la disciplina di un istituto intorno al quale v'è incertezza circa le funzioni economiche al cui perseguimento dovrebbe essere preordinato?

La scelta di una disciplina *bonne à tout faire* è una prospettiva solo a prima vista allettante. Ipotizzare che la funzione dei patrimoni destinati sia quella di rappresentare una alternativa ad una società *ad hoc* non contribuisce a tracciare il perimetro del nuovo istituto, ma anzi rischia di condurre, in assenza di altri criteri guida, verso il modello della "sub-società", quello che, alla luce del *framework* generale di riferimento, appare la soluzione meno efficiente.

CAPITOLO III

I NUOVI MODELLI: IL “PATRIMONIO DESTINATO” E IL “FINANZIAMENTO DESTINATO”

SOMMARIO: 3.1 Genesi dei due modelli e loro inquadramento generale. – 3.2 Il primo modello. Aspetti caratterizzanti e profili critici della disciplina del “patrimonio destinato”. – 3.2.1 Tutela dei creditori. Costi di transazione e asimmetrie informative. – 3.2.2 Competenza alla costituzione. – 3.2.3 Natura dell’affare e destinazione esclusiva. – 3.2.4 Limite del 10%. – 3.2.5 Vizi della delibera costitutiva e giudizio di congruità. – 3.2.6 Attività riservate. – 3.2.7 Bilancio, libri obbligatori e altre scritture contabili. – 3.2.8 Gli strumenti finanziari. – 3.2.9 Cessazione del vincolo. Fallimento. – 3.3 Il secondo modello. Elementi essenziali e dubbi interpretativi del “finanziamento destinato”. – 3.3.1 Nozione di provento. – 3.3.2 Coordinamento con le norme sulla cartolarizzazione. – 3.3.3 Cessazione del vincolo. – 3.4 Ulteriori spunti di riflessione. – 3.4.1 Ambito di applicazione dei nuovi istituti. – 3.4.2 La prospettiva dei soggetti finanziatori

CAPITOLO III

I NUOVI MODELLI: IL “PATRIMONIO DESTINATO” E IL “FINANZIAMENTO DESTINATO”

3.1. *Genesi dei due modelli e loro inquadramento generale*

La molteplicità di funzioni economiche e l'ampiezza dei contenuti della legge delega delineano dunque lo scenario in cui il legislatore delegato ha assolto al suo non agevole mandato. Ciò spiega il vivace confronto in seno alla Commissione incaricata della stesura dei decreti delegati (53) e trova riscontro *ex-post* proprio nell'esito del processo di riforma che introduce due modelli di patrimoni destinati, apparentemente rispettosi in punto di diritto delle norme di delega, ma tra loro molto diversi in termini di funzioni economiche e di disciplina (54).

Il primo modello rappresenta l'esito di una prospettiva che sembra incentrata più sugli strumenti giuridici, sui profili di disciplina, che sulla scelta di una specifica funzione, sulle finalità dell'istituto. Questo è il percorso che maggiormente poteva incorrere nel rischio di pervenire ad una sub-società; rischio in gran parte, ma non del tutto, evitato. L'istituto si pone – lettura autentica del legislatore – come diretta alternativa alla costituzione di una società *ad hoc* (55). La disciplina è complessa e sconta numerose incertezze interpretative; la struttura del modello è molto variabile.

Il secondo opta invece per il perseguimento di una funzione precisa: il finanziamento di specifici affari con una separazione patrimoniale limitata ai flussi di cassa dell'affare. Trattasi di soluzione più vicina all'ipotesi di mera destinazione, in quanto non crea una cesura nel patrimonio sociale, non comporta un traumatico momento ablativo per la società e per i creditori. La separazione patrimoniale emerge soltanto in esito alla gestione dell'affare e interessa esclusivamente i proventi della stessa. La questione della tutela dei creditori, nodo centrale del primo modello, si pone in modo meno problematico (56).

(53) Così ZOPPINI (2003), componente della Commissione: “il patrimonio separato è uno degli istituti che di più ha fatto discutere la Commissione per la riforma del diritto societario e – caso ritengo unico – la discussione interna alla Commissione, e i dissensi colà emersi, sono già approdati alle riviste giuridiche” (pag. 97). Il riferimento è in particolare agli articoli di P. FERRO-LUZZI (2002), “*La disciplina dei patrimoni separati*”, e di DI SABATO (2003), “*Brandelli di un'esperienza (non del tutto negativa) di un'aspirante legislatore*”.

(54) In questo senso si esprime proprio la Relazione al d.lgs. n. 6/2003: “La delega ha previsto un istituto del tutto nuovo nell'ambito della disciplina delle società per azioni; il testo della delega ne ha consentito una attuazione secondo due modelli che, pur uniti al vertice da un fenomeno di separazione nell'ambito di un patrimonio facente capo ad un unico soggetto, si differenziano notevolmente tra loro per quanto attiene al contenuto della disciplina e la funzionalità pratica” (pag. 39). La Relazione è disponibile su *Riv. Soc.*, gennaio-febbraio 2003, pag 112 e ss.

(55) “Nella sostanza l'ipotesi è operativamente equivalente alla costituzione di una nuova società, col vantaggio della eliminazione dei costi di costituzione, mantenimento ed estinzione della stessa” (Relazione al d.lgs. n.6/2003).

(56) La diversa prospettiva del primo e del secondo modello è sinteticamente resa dalla seguente formula: “Questa prima fattispecie è, più propriamente, quella di un patrimonio prima «separato» poi «destinato», mentre quella di cui alla lett. b) dell'art. 2447 bis è di patrimonio semplicemente «destinato»”. Circolare ABI (pag. 4, in nota n. 7). Sul punto cfr. anche F. FERRO-LUZZI (pag. 115).

Si ritiene che la designazione, ormai invalsa nei commenti, del primo modello come “industriale/operativo” e del secondo come “finanziario” (57) colga a grandi linee le marcate differenze dei due istituti, ma rischia di far scivolare il dibattito sul piano dello sterile confronto tra la “prevalenza” o maggiore “nobiltà” dei profili finanziari rispetto a quelli industriali nella gestione delle imprese nell’economia moderna, relegando invece in secondo piano la valutazione dei due modelli sotto il profilo dell’efficienza (58).

3.2. *Il primo modello. Aspetti caratterizzanti e profili critici della disciplina del “patrimonio destinato”*

La sequenza degli articoli e gli istituti giuridici utilizzati testimoniano il processo genetico della disciplina del primo modello. Si è ampiamente attinto ai momenti che caratterizzano la vita della società e si sono utilizzati gli strumenti con cui si compongono gli interessi endo-societari e tra la società e i terzi, proiettando il tutto *mutatis mutandis* sul patrimonio separato (59). Ne scaturisce una disciplina corposa (60).

In estrema sintesi: il processo di creazione dei patrimoni destinati inizia con una delibera che deve contenere una serie di informazioni prescritte dalla legge. A tale delibera va data adeguata pubblicità. È previsto il diritto di opposizione da parte dei creditori sociali. È richiesta la tenuta separata di libri e scritture contabili. Per ciascun patrimonio destinato va redatto un rendiconto. Se emessi strumenti finanziari, i possessori si organizzano in assemblee separate. È dettata una disciplina della cessazione del vincolo di destinazione.

La disciplina del patrimonio destinato ripropone l’intera parabola delle vicende di una società ed evidenti appaiono i raffronti con le omologhe norme che disciplinano una società; talvolta queste sono espressamente richiamate come per la liquidazione del patrimonio destinato.

Il rischio maggiore – l’atteggiarsi del patrimonio separato come “sub-società” – sembra essere stato almeno contenuto. Il legislatore ha ommesso, si ritiene opportunamente, una disciplina dell’amministrazione dell’affare distinta da quella della società: la formazione della volontà che dà impulso alla gestione del patrimonio separato coincide con quella della società; ad amministrare l’affare è lo stesso organo ammi-

(57) Ad esempio cfr. DI SABATO e LAMANDINI (2003, p. 495).

(58) Mentre appare insolubile la disputa sull’importanza relativa dei profili industriali o finanziari, o peggio, sui condizionamenti delle culture industriali o finanziari nelle scelte di politica legislativa, l’analisi teorica sviluppata nella prima parte del lavoro ha evidenziato i limiti in termini di efficienza di un modello che, per ammissione del legislatore stesso, è nella sostanza “operativamente equivalente alla costituzione di una nuova società”.

(59) ASSOCIAZIONI PREITE (pag. 5) “Il patrimonio destinato è oggetto di una specifica disciplina che, sulla falsariga di quella che dà origine a una società, stabilisce la competenza alla costituzione e le forme di pubblicità della stessa, i diritti dei creditori, i libri obbligatori, il bilancio, i poteri dei possessori degli strumenti finanziari eventualmente emessi, il rendiconto finale”.

(60) Sette articoli (dal 2447-ter al 2447-novies c.c.) sono dedicati al primo modello (più il secondo comma dell’art. 2447-bis); un solo articolo al secondo modello.

nistrativo della società (61). Non esiste nemmeno uno specifico organo di controllo sull'affare, né una disciplina dei rapporti tra la società e il patrimonio destinato; non un bilancio autonomo da "consolidare" con quello della società. Il legislatore in effetti non detta neppure una vera e propria disciplina dell'insolvenza del patrimonio destinato, nonostante l'indicazione della legge delega. Per quanto precede si può dunque sostenere che non c'è uno sdoppiamento di soggetti e che il patrimonio destinato non integra forme di alterità soggettiva (62).

Eppure quel rischio è latente se autorevole dottrina giunge ad affermare: "ci vorrà un po' di tempo e di attenta riflessione per l'approfondimento di questo nuovo istituto e della relativa disciplina, ma già in prima battuta viene da chiedersi se si tratti di una figura che ha contenuti esclusivamente oggettivi (attinenti ai «beni» che compongono il «patrimonio» di destinazione a uno specifico affare, ferma la titolarità della società per azioni che delibera la «separazione» di tale patrimonio dal resto dei rapporti che ad essa fanno capo), ovvero di una entità che rivesta pure profili di distinta soggettività (specie tenendo conto della possibilità di «apporti» di terzi, ai quali, pertanto, occorre riconoscere qualche forma di contitolarità)" (63). Incertezza che discende tanto dall'impostazione generale della disciplina

(61) Di diverso avviso LAMANDINI (2003) che avrebbe preferito "la nomina di gestori indipendenti, sul modello del resto di quanto avviene nel rapporto controllante-controllata (con estensione, beninteso, a questi gestori delle regole in materia di direzione e coordinamento per l'ipotesi di influenza pregiudizievole da parte degli amministratori della società.)", nonostante l'incremento di costi che si determina; l'Autore riconduce tale soluzione all'esperienza del *trust* (p. 504). *Contra* BOZZA per il quale "non è necessaria, né opportuna, la presenza di un soggetto terzo cui trasferire la proprietà o la sola gestione dei beni separati, posto che la separazione è fatta per la soddisfazione di un interesse della stessa società titolare, al quale è strumentale il vincolo di destinazione, che, a sua volta, non trova alcuna forma di soggettivizzazione" (pag. 116).

E. BECCHETTI tende a escludere un amministratore *ad hoc* in quanto altrimenti, "si renderebbero detti patrimoni di destinazione, né più né meno, che una sorta di patrimoni assimilati o assimilabili a quelli delle società collegate o controllate, la qual cosa [...] risulta essere proprio ciò che il Legislatore con la Legge Delega tende, negli intenti, ad evitare" (pag. 60).

In quest'ottica anche FIMMANO: "Ritengo quindi difficile che il legislatore italiano possa concepire l'istituto in modo da dare rilevanza esterna ed effettiva autonomia ai patrimoni e riprodurre nella singola società una o più sub-società con tanto di amministrazione, di segni distintivi in senso proprio e di regole dirette a regolare i conflitti di interesse ed i rapporti tra patrimonio generale e patrimoni particolari. Se si adottasse questa opzione si creerebbe una sorta di gruppo *endosocietario*, in cui invece di costituire singole persone giuridiche controllate, si istituono tanti patrimoni separati senza la sovrastruttura della *corporate governance*. Ciò significherebbe di fatto aderire ad un sistema praticamente omologo a quello del riconoscimento della personalità giuridica al gruppo. Progetto di per sé affascinante e suggestivo, ma talmente complesso e difficile, da esigere probabilmente una riforma nella riforma, quanto meno per risolvere l'enorme quantità di conflitti, anche normativi, in grado di generare" (pag. 962).

Anche COMPORITI ritiene che "non costituendo il patrimonio un'entità soggettivamente autonoma, l'amministrazione ricade per intero sotto la competenza della società (diversamente sarebbe stato proposto un modello di gruppo di società autonoma); inoltre, sul piano dell'efficacia, è necessario ridurre quanto più possibile i conflitti endosocietari e la nomina di amministratori *ad hoc* avrebbe senza dubbio accresciuto tali rischi".

(62) Per BOZZA "alla figura in esame non può essere attribuita alcuna soggettività, né limitata ai rapporti interni né estesa anche ai rapporti esterni. [...] In questa disciplina non si trova alcun elemento che faccia pensare alla costituzione di uno schema organizzativo dell'attività di produzione giuridica del patrimonio separato, staccato da quella della società, che faccia, cioè, pensare al patrimonio dedicato come ad un soggetto giuridico distinto dalla società che ha eseguito l'operazione" (pagg. 17-18).

(63) Così SCHLESINGER (2003). A prospettare in termini dubitativi l'eventuale "personalità" del patrimonio separato è anche SANTOSUOSSO per il quale "sarà interessante dal punto di vista dogmatico studiare la rilevanza «reale» del patrimonio e quindi la eventuale (assai) limitata soggettività giuridica del patrimonio (soprattutto in fase di liquidazione: v. art. 2447-*novies*, secondo comma)" (pag. 183).

dell'istituto – tratteggiato appunto sulla falsariga di un modello societario (64) – quanto dalla vaghezza del portato di alcune specifiche disposizioni (ad esempio, la natura degli “apporti di terzi” e degli strumenti finanziari di “partecipazione”; cfr. *infra*).

Nè può fungere da criterio guida nella ricostruzione della fattispecie la funzione economica dell'istituto: non sembra infatti che il legislatore abbia operato una precisa scelta sotto questo versante (almeno in via prevalente) (65). Salvo alcune limitazioni, il primo modello appare potenzialmente idoneo a svolgere tutte le funzioni in precedenza individuate (smobilizzo, conservativa, di finanziamento): non è necessario, ma può esservi, l'apporto di terzi; non è richiesta, ma può realizzarsi, l'emissione di strumenti finanziari; non vi sono restrizioni qualitative alla destinazione di parti del patrimonio della società alla gestione dell'affare né per quanto riguarda i cespiti attivi (crediti, immobili, attività immateriali), né quelli passivi.

L'accentuata polivalenza dell'istituto e la sua elevata variabilità non agevolano il lavoro dell'interprete nel risolvere i profili dubbi della disciplina; più volte ritorna nell'esegesi delle norme la difficoltà connessa, ad esempio, con la circostanza che il patrimonio separato è adatto alternativamente ad essere alimentato sia con risorse prevalentemente o esclusivamente della società, sia con quelle di terzi (66). Non mancano rilievi critici anche di portata generale circa l'efficienza del nuovo istituto, l'organicità e la chiarezza della sua disciplina (67).

(64) COMPORTE rileva che la procedura di costituzione del patrimonio destinato “pare modellata su quella della scissione, elemento questo che conferma quell'interpretazione che vede nella costituzione di patrimoni separati una sorta di scissione interna o endosocietaria” (pagg. 982-983).

(65) ASSOCIAZIONE PREITE: “Va notato, peraltro, che nei limiti in cui la nuova disciplina, nella definizione del primo modello di «patrimonio destinato», riproduce tutti gli elementi tipici della costituzione di una società – quali la responsabilità, le modalità di gestione, la contabilità del patrimonio separato – e prevede la partecipazione di terzi all'affare come un fatto solo eventuale appare difficile rintracciare correttamente la funzione dell'istituto” (pag. 60).

(66) A titolo meramente esemplificativo, IAMICELI, nel commentare la norma sulla responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito (art. 2447-*quinquies*, co. 3), si imbatte proprio nelle difficoltà dovute all'accentuata varietà di assetti economico-normativi del modello: “Ancora una volta, l'assimilazione delle due ipotesi (quella in cui la separazione sia primariamente abbinata all'impiego di risorse proprie e quella in cui la separazione sia per lo più legata all'acquisizione di nuove risorse prevalentemente apportate da terzi) rende difficilmente leggibile il dettato normativo e amplia gli spazi di abuso” (pagg. 269-270). Un ulteriore esempio è fornito dallo stesso Autore, a commento della disciplina del limite del 10%: “Anche questa disposizione non sembra aver presente la distinzione tra patrimoni costituiti (solo o prevalentemente) da risorse proprie e patrimoni costituiti (anche o prevalentemente) da risorse di terzi” (pag. 270).

(67) MONTALENTI (2002) ritiene che i vantaggi del nuovo istituto sono nettamente inferiori ai suoi costi e che i “medesimi risultati possono raggiungersi attraverso la costituzione di una società controllata, con risoluzione automatica, in base alle regole del diritto societario, dei seguenti problemi: i) l'autonomia patrimoniale; ii) le rappresentazioni contabili; iii) i diritti dei creditori; iv) la riferibilità degli atti all'affare e quindi al patrimonio; v) la determinazione degli utili riferibili all'affare; vi) il fallimento del «patrimonio separato». [...] Vi è il rischio, in definitiva, di introdurre un istituto che può essere utilizzato per i medesimi fini perseguibili attraverso una società controllata totalitariamente, ma in regime di minore trasparenza” (pagg. 1549 e 1550). L'autore peraltro non specifica a quale dei due modelli le sue critiche si rivolgano; è verosimile ritenere che la critica riguardi essenzialmente, o forse esclusivamente, il primo modello, atteso che il secondo non incide su alcuni dei problemi elencati.

BUONOCORE critica la disciplina dei patrimoni destinati ritenendo che essa “non brilla per organicità e chiarezza, che sarebbero state ben accette proprio per l'«originalità» e la «novità» dell'istituto in questione” (pag.17).

Per BARTALENA “le novità senza dubbio maggiori, ed anche i dubbi interpretativi più preoccupanti, si ravvisano nel modello c.d. *gestionale*” (pag. 88).

Giudizio critico sul primo modello è espresso da F. FERRO-LUZZI anche con riferimento ad un dubbio di costituzionalità per eccesso di delega (pag. 116).

3.2.1. Tutela dei creditori. Costi di transazione e asimmetrie informative

a) separazione perfetta vs. separazione imperfetta

Riguardo alla scelta tra separazione perfetta e imperfetta, il legislatore ha accordato il più ampio grado di libertà ammettendo entrambe le possibilità (art. 2447-*quinquies*, co. 3, c.c.): la regola della separazione perfetta – per la quale i creditori del patrimonio separato possono rivalersi solo su di esso (68) – si applica di *default*, mentre la delibera costitutiva può prevedere un diverso regime di responsabilità per le obbligazioni contratte in relazione alla gestione dell'affare.

Tale approccio può ritenersi senz'altro coerente con l'impostazione di fondo della riforma del diritto societario che favorisce, ove possibile, l'autonomia privata attraverso il ricorso a norme dispositive. Per quanto dall'analisi economica sembrasse emergere un'astratta superiorità dell'ipotesi della separazione perfetta, non si può escludere a priori che in alcune circostanze un diverso regime di responsabilità possa essere più efficiente, garantendo un migliore contemperamento degli interessi in gioco.

Pur tuttavia, prescindendo da contrapposizioni teoriche sulle prerogative dell'autonomia privata (69), restano dubbi sull'opportunità della soluzione recata dall'art. 2447-*quinquies* c.c..

In tal caso, infatti, l'autonomia privata produce effetti non limitati alle parti che più direttamente la negoziano (soggetti interni alla società: amministratori e azionisti), ma destinati a ripercuotersi su tutti i creditori, sia quelli che sono tali al momento della costituzione del patrimonio destinato, cui è riconosciuto il diritto di opposizione, sia quelli che lo diventano in successivo momento.

Inoltre, si prefigurano rischi di un'eccessiva eterogeneità e varietà di situazioni giuridiche relative ai regimi di responsabilità (70). L'art. 2447-*quinquies*, co. 3, c.c., nulla dispone, infatti, circa le modalità del regime di responsabilità alternativo a quello della separazione perfetta. Nel mercato potrebbero quindi coesistere s.p.a. che hanno preferito la regola di *default* ed altre che hanno invece optato per una responsabilità sussidiaria

(68) Si esclude che la formula – per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei *limiti* del patrimonio ad esso destinato – sollevi problemi interpretativi con riguardo alla misura e alla identificazione del patrimonio stesso; segnatamente che possano darsi le seguenti letture: i) che la società assume un'obbligazione di *valore* pari a quella del patrimonio separato e risponde quindi oltre che con il patrimonio separato, anche con il proprio, in misura pari al valore di quello separato; ii) che la società risponda solo con il proprio patrimonio, in misura pari al *valore* di quello separato. La prima lettura costituisce infatti una forma di separazione imperfetta a cui la società può accedere attraverso una previsione specifica nella delibera costitutiva, ma non troverebbe applicazione come disciplina di *default*; la seconda appare illogica in quanto il patrimonio separato non verrebbe posto a garanzia generica di nessuna obbligazione (né di quelle contratte per la gestione dell'affare né delle altre).

(69) I detrattori dell'autonomia statutaria e delle norme dispositive ritengono che esse accrescono i costi di transazione, i sostenitori, invece, che esse agevolano *ex-ante* l'adozione di schemi contrattuali efficienti riducendo così i costi *ex-post*.

(70) Per DI SABATO (2003) "l'art. 2740 c.c. chiaramente prescrive che «le limitazioni della responsabilità non sono ammesse se non nei casi stabiliti dalla legge», e in tutte le fattispecie esistenti di limitazioni «legali» di responsabilità la legge fissa anche la «misura» della limitazione. Pertanto è di dubbia illegittimità una norma, come quella qui in esame, che lascia all'autonomia privata (delibera costitutiva del patrimonio) la facoltà di decidere se e in qual misura si applica la limitazione di responsabilità" (pag. 191).

a carico del patrimonio sociale. Inoltre, la stessa società potrebbe costituire patrimoni separati scegliendo per ciascuno di essi un diverso regime di responsabilità (per alcuni la separazione perfetta, per altri quella imperfetta) (71). Il regime della separazione imperfetta potrebbe essere poi ulteriormente differenziato, sia con l'eventuale imposizione di un onere di preventiva escussione sui beni del patrimonio separato, sia sotto il profilo della limitazione, in varie forme e modalità, della misura dell'esposizione del patrimonio generale della società (ad esempio, fissata entro una predeterminata percentuale dei debiti contratti per la gestione dell'affare non coperti dal patrimonio separato) (72).

C'è il timore che in un siffatto scenario i costi di transazione possano accrescersi notevolmente; in particolare, sui terzi graverebbe l'onere di ricercare ogni volta l'informazione relativa al regime di responsabilità prescelto dalla società, ricavabile peraltro puntualmente soltanto dalla lettura della delibera costitutiva del patrimonio, depositata presso il registro delle imprese (73). Ciò, da un lato, accresce i costi informativi a carico dei creditori ed eleva il livello di asimmetria informativa tra la società e i terzi, dall'altro rende ancor più disagiata la posizione dei primi – oltre quanto già non faccia l'atto della separazione in sé – aumentando il rischio di utilizzi abusivi dell'istituto (74).

L'analisi teorica condotta nella prima parte di questo lavoro aveva anche evidenziato che le soluzioni che contemplano una responsabilità sussidiaria della società accentuano i costi di *monitoring* (i creditori della società devono monitorare anche l'andamento degli specifici affari) e non consentono un "miglioramento" dello *standing* creditizio della società.

Nel *trade-off* tra le istanze di standardizzazione e di flessibilità, il modello divisato dal legislatore sembra assecondare prevalentemente, o quasi esclusivamente, la seconda, nonostante la tipizzazione rappresenti un'esigenza ormai consolidata nel mercato finanziario.

(71) Cfr. LENZI (pag. 576)

(72) Anche in caso di separazione imperfetta, i creditori del patrimonio separato potranno aggredire i beni della società sempre con esclusione di quelli eventualmente costituenti altri patrimoni separati. Così COMPORI (pag. 986).

(73) Solo in parte tale bisogno è soddisfatto dalla previsione che qualora la deliberazione costitutiva "preveda una responsabilità illimitata della società per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare, l'impegno da ciò derivante deve risultare in calce allo stato patrimoniale e formare oggetto di valutazione secondo criteri da illustrare nella nota integrativa" (art. 2447-*septies*, co. 4, c.c.). Ci si domanda peraltro se ricada nell'ambito di applicazione di tale disposizione, anche l'ipotesi di un regime di responsabilità a carico del patrimonio sociale (separazione imperfetta) *limitata* in termini fissi o variabili rispetto alle obbligazioni assunte per la gestione dell'affare.

(74) Un'altra ragione, seppur transitoria, che avrebbe potuto giustificare una limitazione del margine di libertà dei privati in relazione alla scelta del regime di responsabilità è che, trattandosi di nuova fattispecie, una norma imperativa avrebbe favorito la "riconoscibilità" del nuovo istituto e reso meno incerto il suo possibile utilizzo soprattutto nella fase iniziale.

Anche sotto il versante più strettamente giuridico, la dottrina ha espresso forti dubbi sull'opportunità e sull'adeguatezza della disciplina in esame (75).

b) *la tutela dei creditori*

L'impianto normativo a tutela dei creditori, sostanzialmente incentrato sul riconoscimento del diritto di opposizione ex art. 2447-*quater*, è stato, da più voci della dottrina, ritenuto inadeguato; tale circostanza testimonia la problematicità di istituti che, squarciando l'unitarietà del patrimonio sociale, pongono eccezioni alle regole generali di responsabilità patrimoniale.

Innanzitutto è stato sostenuto che gli interessi dei creditori non possono "dirsi adeguatamente salvaguardati con l'attribuzione del diritto di fare opposizione: anche nella scissione, infatti, i creditori anteriori possono fare opposizione [...] e, ciò nonostante, possono contare anche sulla responsabilità sussidiaria (e sia pure parziale) di tutte le società partecipanti all'operazione di scissione, a dimostrazione della non equiparabilità delle due forme di tutela" (76). Dunque, nonostante le somiglianze tra l'istituto in esame e quello della scissione, ai creditori di società che costituiscano patrimoni separati sembra accordato un minor grado di tutela; si lamenta, in particolare, l'assenza di una disposizione analoga a quella relativa alla disciplina della scissione (art. 2506-*quater*, co. 3, c.c.; ex art. 2504 *decies*, co. 2, c.c. pre-riforma) che sancisca una responsabilità solidale tra patrimonio destinato (nei limiti di quanto effettivamente "trasferito") e patrimonio generale per i debiti sociali anteriori alla separazione (77).

(75) Per Di SABATO (2003) la scelta del legislatore di optare per "la permeabilità della responsabilità di un gruppo patrimoniale rispetto a un altro" rende la separazione dei patrimoni "nulla più che una finzione elusiva della disciplina della responsabilità dei creditori di ciascun gruppo. Assai poco comprensibile appare allora il profilarsi di una responsabilità sussidiaria della società, sia pure solo eventuale, ossia rimessa a una eventuale previsione della delibera costitutiva del patrimonio in tal senso. Tale scelta, non solo pregiudica i diritti dei creditori e dei soci non interessati, ma urta chiaramente con i principi di fondo dell'intero ordinamento societario, il quale costantemente sottrae all'autonomia privata il regime di responsabilità per le obbligazioni nascenti dallo svolgimento dell'attività economica" (pag. 190).

Piuttosto critico verso la scelta legislativa è anche BOZZA il quale, confrontando la condizione dei creditori particolari di un socio illimitatamente responsabile di una società di persone, con quella in cui versano i creditori generali della società successivi alla separazione, ritiene che "volendo privilegiare la autonomia statutaria, sarebbe stato opportuno, anzi indispensabile, introdurre una norma del tenore di quella di cui all'art. 2268 c.c. in modo da lasciare alla società la libertà di optare soltanto per una responsabilità sussidiaria [...]". Per come disciplinato invece, l'istituto "si presta a manovre fraudolente di depauperamento dei creditori sociali"; per tale ragione l'Autore ritiene opportuna una interpretazione restrittiva della norma nel senso che "la società possa mettere a disposizione dei creditori particolari i beni non compresi nel patrimonio dedicato solo nel caso in cui quelli destinati non siano capienti per la loro soddisfazione" (pagg. 107 e 108).

(76) Così BARTALENA (pag. 97). SPARANO e ADDUCCI, analizzando la riforma del diritto societario alla luce del Piano di azione sul diritto societario predisposto dalla Commissione Europea, indicano la disciplina dei patrimoni destinati come "ulteriore riprova della inadeguata tutela apprestata dal Legislatore a favore dei creditori sociali". Le lacune che gli Autori individuano – mancanza di rimedi all'ipotesi di confusione di patrimoni e a possibili conflitti di interesse tra la gestione della società e del patrimonio destinato; assenza di una disciplina dell'insolvenza dei patrimoni destinati – "fanno cadere i creditori in una situazione di totale incertezza e di disordine in cui sono messi a repentaglio i loro principali diritti ed interessi" (pag. 242). Sono invece valutate positivamente dagli Autori il riconoscimento del diritto di opposizione per i creditori e la fissazione del limite del 10% alla costituzione dei patrimoni.

(77) In questo senso LAMANDINI (2003, pag. 501), LENZI (pag. 564), P. BECCHETTI (pag. 199), P. FIMMANÒ (pag. 964), ARLT (pag. 340). Di diverso avviso BOZZA il quale, pur ammettendo che soluzioni nel complesso più garantiste per i creditori potevano essere considerate, condivide la scelta del legislatore di non richiamare l'art. 2506-*quater*, perché "questa avrebbe svuotato di contenuto l'istituto, la cui essenza sta proprio nella insensibilità della parte destinata al singolo affare alle pretese dei creditori sociali, sia anteriori che successivi alla costituzione" (pag. 79).

Il pregiudizio per i creditori ante-separazione solleverebbe anche dubbi di legittimità costituzionale, ritenuti superabili solo con una lettura “correttiva” degli artt. 2447-*quater* e 2447-*quinquies* c.c. (78).

Nella medesima prospettiva di ricerca di strumenti alternativi di tutela, la dottrina si interroga sull’ammissibilità di un’azione di impugnazione della delibera consiliare di costituzione del patrimonio direttamente da parte dei creditori, adducendo una lesione del diritto di credito (79).

La compressione dei diritti dei creditori appare testimoniata anche dal breve termine, sessanta giorni, entro il quale questi possono fare opposizione (80) e dai dubbi riguardo alla capacità dell’iscrizione della delibera costitutiva nel registro delle imprese a fungere da strumento effettivo di tutela per i terzi (81).

Sussiste poi incertezza riguardo al trattamento giuridico di quei rapporti di debito assunti dalla società prima della costituzione del patrimonio separato e poi ad esso destinati (il patrimonio separato può essere infatti costituito anche da “rapporti giuridici”, quindi da posizioni debitorie sorte prima della separazione). In ossequio al tenore letterale del terzo comma dell’art. 2447-*quinquies* c.c., la società risponde nei limiti del patrimonio destinato per le obbligazioni *contratte* in relazione allo specifico affare: può quindi sostenersi che tale limitazione di responsabilità non valga con riferimento a quelle obbligazioni *non contratte* in relazione all’affare, ancorché poi separate, per le quali la società continuerebbe a rispondere con il patrimonio generale. Tale esito appare tuttavia poco coerente con l’impianto complessivo dell’istituto e crea una situazione spuria di rapporti che risulterebbero al tempo stesso conferiti al patrimonio separato, ma i cui effetti giuridici resterebbero, almeno in parte, a gravare sul patrimonio generale della società.

(78) Per superare i paventati dubbi di legittimità costituzionale LAMANDINI (2003, pag. 501) ritiene che possano darsi solo due interpretazioni alternative: o si considera che l’art. 2447-*quinquies*, laddove disciplina gli effetti della separazione sui creditori sociali, si riferisca solo a quelli successivi alla costituzione del patrimonio separato, o che per esonerare il patrimonio separato dai debiti della società anteriori alla costituzione sia necessario il consenso (espresso o presunto) di costoro (cfr. art. 2500-*quinquies* e 2500-*novies* in tema di trasformazione). Anche per ARLT “l’obbligo di comunicazione sarebbe stato sicuramente la soluzione migliore dal punto di vista della tutela dei creditori” (pag. 340). BOZZA, pur riconoscendo l’inadeguatezza del dispositivo normativo, esclude tuttavia che “possano sorgere questioni di costituzionalità” (pag. 80).

(79) Considerato anche il rischio che in tal modo venga vanificata l’esigenza sottesa alla fissazione del termine breve per l’opposizione dei creditori (2 mesi), BARTALENA conclude che “l’incertezza su un punto qualificante, quale quello in esame, potrà tradursi in un disincentivo all’utilizzazione del neonato istituto” (pag. 98). Sul tema dell’impugnativa cfr. anche BOZZA (pag. 70).

(80) Due mesi è il termine di opposizione per le operazioni di fusione e scissione. Tuttavia, per altre fattispecie, per taluni aspetti accostabili a quella in esame, il termine è di tre mesi: cessione di rapporti giuridici a banche ex art. 58 del Testo Unico Bancario; riduzione del capitale ex art. 2445 c.c.

Nell’ottica particolare della tutela erariale, POLLIO e PAPALEO riferiscono che la Commissione Gallo, incaricata di valutare l’adeguamento del vigente sistema fiscale alle novità recate dalla riforma del diritto societario, ritiene che la separazione patrimoniale “lederebbe il fisco, non in grado di opporsi alla «destinazione» nel termine perentorio di sessanta giorni dalla pubblicazione della delibera di costituzione. Ciò, sempre secondo la Commissione, consiglierebbe, l’introduzione di una specifica norma [...] che preveda l’inopponibilità della separazione patrimoniale nei confronti, non solo dell’amministrazione finanziaria, ma anche delle regioni, degli enti locali e degli enti previdenziali, per quanto di rispettiva competenza, per tributi, contributi, sanzioni ed interessi” (pag. 1465).

(81) INZITARI (pag. 298), ARLT (pag. 339), BOZZA (pag. 77). Quest’ultimo Autore censura un ulteriore aspetto della disciplina: in particolare, dal combinato disposto degli artt. 2447-*quater* e 2447-*quinquies*, co. 1, c.c., scaturisce una “situazione del tutto contraria a quella che la logica suggerisce perché nei due mesi che decorrono dalla data di iscrizione della deliberazione di costituzione del patrimonio separato nel registro delle imprese, i creditori societari anteriori sono liberi di aggredire i beni facenti parte del patrimonio separato, nel mentre i creditori particolari per le obbligazioni sorte nel frattempo possono rifarsi soltanto su questi beni; che è esattamente la situazione che bisognerebbe cautelativamente evitare [...]” (pag. 94).

C'è anche un'altra alea di incertezza sul modello in esame. Per quanto infatti il diritto di opposizione esaurisca le forme espressamente previste di tutela dei creditori, resta il dubbio dell'ammissibilità, ricorrendone i presupposti, di un'azione revocatoria ordinaria ex art. 2901 c.c. (o ex artt. 64 ss. legge fallimentare) avverso l'atto di destinazione dei beni. L'esperibilità di tale azione, se confermata, da un lato rafforzerebbe le forme di tutela dei creditori (anche a vantaggio dei creditori successivi alla separazione), dall'altra potrebbe rendere più instabili gli interessi economici in gioco, atteso anche il lungo periodo di tempo di prescrizione del diritto all'azione (82).

Potrebbe essere, infine, fonte di pregiudizio per i creditori generali anche la disciplina degli effetti degli atti compiuti in relazione allo specifico affare che, *contra legem*, non rechina menzione del vincolo di destinazione; per essi, infatti, "risponde la società con il suo patrimonio residuo" (art. 2447-*quinquies*, u.c.). Il richiamo soltanto ad un mero criterio di imputazione formale, senza far nemmeno salva l'ipotesi che le parti fossero a conoscenza delle ragioni dell'obbligazione – la norma peraltro richiede solo che il vincolo sia esplicitato, ma non indica modi e forme a tal fine idonei – ha sollevato alcuni rilievi in dottrina. È stato sostenuto che si "tratta di un risultato per nulla apprezzabile perché, in tal modo, si attribuisce alla società la libertà di destinare come crede le conseguenze della propria attività facendo gravare, con la semplice omissione di cui sopra (complice o meno l'altra parte contraente), la responsabilità dell'atto compiuto sul restante patrimonio sociale, anziché, come dovuto, sul patrimonio separato" (83).

La norma, inoltre, sembrerebbe, da una parte, tener ferma la separazione patrimoniale, dall'altra far ricadere gli effetti di tali atti non sul patrimonio separato, ma "*esclusivamente (non anche)*" su quello c.d. di provenienza (84), con l'esito di una "incongruente relazione tra l'atto, «compiuto in relazione allo specifico affare» e l'imputazione, al residuo patrimonio sociale" (85). Taluna dottrina giunge al riguardo a prefigurare esiti, dalla stessa definiti, "aberranti" per il grave pregiudizio che recherebbero ai creditori generali della società (86).

(82) Sui profili della revocabilità si è soffermato in particolare FALCONE. Secondo l'Autore, dalle considerazioni svolte sul diritto di opposizione, da un lato, e di azione revocatoria, dall'altro, "pare emergere, dunque, un profilo di piena autonomia dei due rimedi, e di non pregiudizialità dell'uno rispetto all'altro" (pag. 178). Sembrano propendere a favore dell'ammissibilità della revocatoria anche R. di TORREPADULA (pag. 8), LENZI (pag. 564), P. BECCHETTI (pag. 199). Prospetta la questione solo in termini dubitativi COMPORTI (pag. 983). IAMICELI ritiene, invece, problematica l'ammissibilità dell'azione in parola soprattutto per i creditori anteriori alla separazione, come tali già legittimati all'opposizione. "La revocatoria ordinaria sarebbe altresì inadeguata sotto il profilo dell'impatto prodotto in termini di tutela: la struttura individuale e l'efficacia relativa ne farebbero un rimedio volto a convivere con la permanenza del vincolo di destinazione a carico di quanti non lo abbiano attivato" (pag. 272); pur tuttavia, "almeno nelle situazioni più gravi, dunque, e quanto meno nella forma della revocatoria fallimentare, una simile tutela non dovrebbe essere esclusa" (pag. 273). Tende a escludere che vi siano spazi per sostenere l'ammissibilità di un'azione revocatoria ordinaria o fallimentare ARLT (pag. 341 e 351).

(83) Così BOZZA (pag. 112).

(84) BARTALENA (pag. 99). In senso parzialmente difforme sembra orientato il commento di GALGANO secondo il quale "condizione necessaria della limitazione della responsabilità è che gli atti compiuti in relazione allo specifico affare rechino espressa menzione del vincolo di destinazione, pena altrimenti la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti" (pag. 19).

(85) LENZI (pag. 567).

(86) F. FERRO-LUZZI prospetta l'ipotesi di un'operazione di finanziamento per la quale la società "dimentichi" di fare menzione del vincolo di destinazione, con la conseguenza che "per un verso il patrimonio destinato si arricchirebbe del finanziamento in parola ma non ne sopporterebbe la relativa obbligazione, che si «scaricherebbe» sul patrimonio residuo, per altro verso (e sotto il profilo che ora interessa), il «povero» creditore che non si oppone alla separazione del patrimonio, troverà a concorrere sul patrimonio a lui attribuito la banca di cui al finanziamento che ha arricchito il patrimonio separato e destinato allo specifico affare" (pag. 118).

Per ovviare a ciò, altra dottrina, pur prendendo atto delle difficoltà esegetiche causate dalla “avara regolamentazione”, ritiene che “non è dubbio tuttavia che una soluzione rigorosamente formale, che adotta, come unici criteri di imputazione la menzione e la contabilizzazione, non è soddisfacente, non fosse altro per il fatto che fa dipendere l’imputazione dei beni e della responsabilità e quindi sostanzialmente la sorte dei creditori, da un’attività esclusivamente affidata al debitore sulla quale i creditori non sono in grado di intervenire” (87).

Si dà conto, infine, di un’altra critica formulata in dottrina alla disciplina dei patrimoni destinati: la mancata predisposizione di quelle fondamentali forme di tutela dei creditori rappresentate dalle norme sul capitale sociale. Nella prima parte del lavoro ci si è ampiamente soffermati sull’analogia tra patrimoni separati e costituzione di una società *ad hoc*, come tecniche alternative per beneficiare della responsabilità limitata. Proprio partendo dalla sussistenza di un nesso indissolubile tra responsabilità limitata e regole del capitale, e dal riconoscimento a quel nesso di “norma giuridica sovraordinata rispetto alla legge interna, in quanto recepita dal diritto europeo, con forza cogente rispetto ai diritti dei singoli Paesi” (il riferimento è alla II e alla XII direttiva in materia societaria), tale dottrina censura la mancata estensione alla disciplina dei patrimoni destinati dell’applicazione delle norme sul capitale sociale; sostiene inoltre che “la fungibilità funzionale che sussiste tra costituzione di un patrimonio separato e strumenti tecnici affini, quali la costituzione di una nuova società, attraverso conferimento o scissione, specificamente destinata all’esercizio di quel ramo di attività, impone, secondo il legislatore comunitario, l’assoggettamento alle stesse regole di garanzia dei terzi. Che ciò non sia avvenuto nel nostro caso espone il regime dei patrimoni separati dettato dalla riforma alle ben note e gravi conseguenze derivanti dal contrasto della norma nazionale con quella comunitaria” (88). In conclusione, anche questa critica conferma, ad avviso di chi scrive, le problematiche intrinseche di un istituto configurato come strumento alternativo alla costituzione di una società *ad hoc* e testimonia le difficoltà di pervenire ad una coerente disciplina.

c) *tutela dei creditori extra-contrattuali*

Per quanto attiene alla tutela dei creditori extra-contrattuali, la soluzione normativa recepisce le risultanze dell’analisi economica. È infatti espressamente previsto che “resta salva la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito” (art. 2447-*quinquies*, co. 3). Dunque il legislatore, introducendo una norma *ad hoc* di tenore imperativo, ha opportunamente eliminato la potenziale distorsione di incentivi in capo alla società (*moral hazard*) che si sarebbe determinata nell’eventualità di una separazione patrimoniale opponibile ai creditori extra-contrattuali.

Per rispondere appieno a criteri di efficienza, la disposizione deve essere intesa come principio generale di inopponibilità della separazione: il creditore extra-contrattuale

(87) In tal senso LENZI si sofferma diffusamente sulla disamina di altri possibili criteri di imputazione, oltre quello della “menzione”, concludendo tuttavia che resta “aperto il problema della sorte dei beni acquistati durante l’esecuzione dell’affare, nel concorso tra menzione, destinazione oggettiva, surrogazione reale, contabilizzazione dell’acquisto e, per i beni immobili e mobili registrati, pubblicità nei Registri speciali” (pag. 572). L’autore non esclude che la materia *de qua* possa essere oggetto di specificazione e qualificazione nella delibera costitutiva del patrimonio separato.

(88) D’ALESSANDRO (2004). Cfr. anche *supra* nota 19.

deve poter agire su tutti i beni della società (patrimonio generale e destinato) quale che sia l'attività (specifico affare o generale della società) dal cui svolgimento abbia avuto origine il fatto illecito (89).

È motivo di riflessione più strettamente giuridica l'analisi delle ricadute – come già detto in precedenza, se e in che misura vi siano – della nuova disposizione sull'ordine sistematico: da una parte, essa appare una novità per il suo fondarsi sulla distinzione della natura della fonte (90), dall'altra il rilievo si ridimensiona se l'inopponibilità della separazione ai suddetti creditori si fosse potuta già desumere dai principi generali dell'ordinamento, anche in assenza della disposizione in parola. Di certo non è influente: può rappresentare uno strumento interpretativo per risolvere definitivamente analoghi problemi con riguardo ad altre fattispecie (ad es., l'aggredibilità del fondo patrimoniale della famiglia da parte dei creditori extra contrattuali; art. 170 c.c.) (91).

Affermata l'inopponibilità della separazione ai creditori extra-contrattuali resta qualche incertezza nell'applicazione della norma: ad esempio, non è chiaro se a fronte di un creditore che agisce per il risarcimento di un danno riconducibile alla gestione dell'affare, la "società debba dapprima utilizzare le «risorse» del patrimonio destinato oppure possa procedere, in concorrenza, facendo ricorso al patrimonio dell'ente" (92). Con riguardo a tale ipotesi, così come a quella ad essa speculare, sembra vada distinto il profilo dell'inopponibilità nei confronti dei terzi da quello dei rapporti endo-societari tra le due o più masse patrimoniali. Premesso che nessuna eccezione di "preventiva escussione" può essere opposta dalla società ai creditori extra-contrattuali, si ritiene che la società, a fronte del pagamento di quanto dovuto, debba poi provvedere a una ripartizione interna

(89) Il testo normativo non dovrebbe consentire surrettizie limitazioni di responsabilità. In particolare si esclude che la regola anzidetta consenta al solo creditore danneggiato da fatto illecito compiuto dalla società nella gestione dell'affare di aggredire anche i beni rientranti nel patrimonio generale, e non valga anche ad ammettere l'azione sul patrimonio separato da parte del creditore danneggiato da fatti illeciti non riconducibili alla gestione dell'affare. La prima lettura è certamente la più immediata e talvolta l'unica espressamente riportata nei commenti: cfr., ad esempio, FAUCEGLIA (pag. 812) e INZITARI (pag. 299). Essa potrebbe trovare sostegno nella circostanza che la disciplina generale del modello già contempla il regime della separazione imperfetta, sia pure come opzionale, mentre esclude che i creditori contrattuali generali della società possano aggredire il patrimonio separato ("impermeabilità unidirezionale"). Tuttavia, la disposizione in parola, da un lato menzionando le obbligazioni da fatto illecito – e l'illecito non può che essere riconducibile alla società, unico soggetto in grado di commetterlo –, dall'altro affermando un principio generale di "responsabilità illimitata", dovrebbe agevolmente tradursi nella regola della generale inopponibilità della separazione patrimoniale rispetto ai creditori extra-contrattuali. In tal senso sembra orientata, pur con sfumature diverse, la maggior parte della dottrina. BARTALENA propende per la "aggredibilità, da parte dei cc.dd. creditori involontari, di tutti i beni comunque appartenenti alla società, quale che sia l'attività (quella *generale* o lo «*specifico affare*») nell'espletamento della quale si è verificato l'evento dannoso" (pag. 90). BOZZA giunge invece in via interpretativa a escludere ogni distinzione, pur rilevando che la formulazione testuale della norma in realtà non abbraccia entrambi i casi (pag. 110). Per IAMICELI "Resta [...] ferma la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito, al di fuori (così almeno si intende) di qualsiasi riferimento all'inerenza del fatto alla gestione dell'uno o dell'altro patrimonio" (pag. 255); pur tuttavia lo stesso Autore afferma: "Per un verso, infatti, non sembra corretto distinguere le sorti del credito di un danneggiato per il solo (e casuale) fatto che l'illecito sia stato consumato entro l'area dell'affare o al di fuori di essa. Per altro, non si può ignorare che una estensione della responsabilità a carico del patrimonio separato riduca il vincolo di destinazione e ciò a discapito non solo della realizzazione del progetto, inteso come progetto promosso dalla stessa società, ma anche dell'investimento effettuato da terzi, come tali del tutto estranei alle vicende del patrimonio generale della società" (pag. 269).

(90) In tal senso INZITARI (pag. 299). Evidenzia "accenti di forte modernità" della disciplina, con riferimento alla distinzione operata tra creditori volontari e involontari, IAMICELI (pag. 255).

(91) Cfr. LENZI (pag. 566).

(92) FAUCEGLIA (pag. 812). Sul punto anche INZITARI (pag. 299).

dell'onere tra le masse patrimoniali, aggiustando contabilmente la partita come previsto dall'art. 2447-*septies*, ultimo comma (imputazione degli elementi comuni di costo e di ricavo) (93) (94); non pare infatti ammissibile che la società possa discrezionalmente decidere su quale massa patrimoniale far ricadere l'onere del pagamento, con pregiudizio per una data categoria di creditori. Ciò non esclude, anzi, suggerisce l'opportunità che la delibera costitutiva chiarisca questo importante aspetto con la previsione di espresse indicazioni al riguardo. Alla stessa stregua, la delibera costitutiva potrebbe risolvere altre ipotesi che se non contemplate *ex-ante* potrebbero creare significativi contrasti *ex-post*: si pensi alla sopravvenuta indisponibilità di un bene strumentale alla gestione dell'affare a seguito di un'azione esecutiva promossa da un creditore extra-contrattuale, da cui consegue l'impossibilità di continuare l'attività stessa.

Ulteriore rilevanza assume la materia *de qua* in una più ampia prospettiva di analisi volta a valutare la coerenza sistematica del disegno normativo. L'introduzione della disposizione che sancisce l'inopponibilità della separazione ai creditori extra-contrattuali, va a tal fine confrontata sia con la disciplina del secondo modello (finanziamento destinato), che non contempla alcuna norma specifica in tema di creditori extra-contrattuali, sia con il caso della società unipersonale (data l'equivalenza funzionale) per la quale l'illecito in quanto tale non implica il superamento della distinzione dei patrimoni (95).

d) *separazione unilaterale vs. bilaterale*

Elemento caratterizzante la disciplina e la struttura del modello in esame è la "impermeabilità unidirezionale" del patrimonio separato: mentre, infatti, è rimessa alla società la scelta del regime di responsabilità per le obbligazioni assunte in relazione all'affare (separazione perfetta *vs.* imperfetta), l'art. 2447-*quinquies*, co. 1, dispone imperativamente che "i creditori della società non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato allo specifico affare né, salvo che per la parte spettante alla società, sui frutti o proventi da esso derivanti". Opportunamente, si ritiene, la materia viene sottratta alla disponibilità negoziale ed è escluso che i "creditori della società" possano squarciare il velo della separazione patrimoniale e aggredire i beni in esso contenuti. Naturalmente ciò che residua dalla gestione dell'affare, dopo che siano stati soddisfatti tutti i creditori particolari del patrimonio separato, spetta alla società e quindi costituisce garanzia generica dei suoi creditori.

Pur nella sua apparente chiarezza, il dettato normativo solleva qualche dubbio.

(93) Che tale ripartizione possa, e talvolta debba, aver luogo, lo si può evincere anche con riferimento all'ipotesi di un soggetto che sia verso la società, al tempo stesso, creditore in relazione alla gestione dello specifico affare e debitore in relazione all'attività generale (o viceversa). Ricorrendone i presupposti (ex artt. 1241 c.c. ss), i rapporti credito-debito dovrebbero potersi compensare. Poiché una delle due masse patrimoniali subirà una diminuzione dovuta alla copertura del debito che grava sull'altra (con vantaggio per i creditori di quest'ultimo nucleo), al fine di evitare pregiudizi ingiustificati, la società dovrebbe provvedere a ripristinare internamente lo *status quo ante* compensazione, accendendo un rapporto di debito/credito interno tra le due masse patrimoniali.

(94) Prospetta in termini dubitativi la questione dell'esistenza di un "«credito di regresso»" tra le masse patrimoniali, dandone poi soluzione tendenzialmente positiva, BOZZA (pag. 37).

(95) È questa la prospettiva adottata da ANGELICI (pag. 32). Per l'Autore vi è coerenza tra il principio dell'inopponibilità della separazione ai creditori extra-contrattuali prevista nel caso del primo modello di patrimonio separato e l'imputazione dell'illecito alla sola società unipersonale partecipata. Per quanto riguarda il secondo modello di patrimoni destinati, l'Autore sembra propendere per l'opponibilità del vincolo di separazione ai creditori extra-contrattuali.

Innanzitutto non è puntuale la locuzione “creditori della società” utilizzata dal legislatore: fa evidentemente riferimento non a *tutti* i creditori sociali, bensì solo a quelli (contrattuali) per obbligazioni *non* assunte nella gestione dello specifico affare; i creditori particolari del patrimonio separato, comunque “creditori della società”, devono infatti poter agire su di esso (96).

Per altro verso, resta dubbio se i creditori che possono vantare diritti sui frutti o proventi derivanti dall'affare o dal patrimonio (non è chiaro, infatti, il riferimento del pronome “esso”), siano solo quelli che erano creditori al momento della costituzione del patrimonio separato (cioè gli stessi che potevano fare opposizione) o tutti i creditori della società, precedenti e successivi alla costituzione del patrimonio.

Dato, inoltre, il rinvio operato dall'art. 2447-*novies*, co. 3, all'art. 2447-*quinquies*, problemi interpretativi si pongono anche con riferimento alla disciplina degli effetti della cessazione del vincolo di destinazione (per questi si rinvia al paragrafo 3.2.9.).

V'è poi chi, argomentando intorno alla natura degli strumenti finanziari di partecipazione all'affare, prospetta anche l'eventualità che la regola della impermeabilità unidirezionale possa essere derogata in sede di delibera costitutiva del patrimonio separato. Tale dottrina, muovendo dall'ammissibilità della natura azionaria di strumenti finanziari rappresentativi di una partecipazione all'affare e non all'intera impresa sociale, ritiene che “ciò potrà farsi, per la necessaria osservanza che deve prestarsi alle prescrizioni vincolanti della Seconda direttiva, solo a condizione di prevedere, nella delibera di costituzione del patrimonio e di emissione degli strumenti finanziari, che in ipotesi di perdite sociali (estranee al patrimonio destinato) che intaccano il capitale della società oltre la quota rappresentata da azioni di altra categoria, anche essi ne subiranno gli effetti” (97). Ciò, prosegue il commento, imporrebbe una lettura “correttiva” (sarebbe forse meglio dire “ortopedica”), della “ambigua lettera del comma 1 dell'art. 2447-*quinquies*, dovendosi cioè ritenere che la separatezza del patrimonio destinato rispetto ai debiti della società è, pur in assenza di una previsione espressa in tal senso nel menzionato comma 1, derogabile in via di autonomia in sede di delibera di costituzione”. L'ipotesi, come detto, poggia sulla controversa ammissibilità della natura azionaria degli strumenti finanziari emessi (cfr. *infra* par. 3.2.8).

e) *monitoring*

Nella prima parte del lavoro si è sostenuto che per cogliere appieno i vantaggi in termini di *monitoring*, l'istituto dovrebbe trovare applicazione elettiva nei casi in cui vi sia un terzo che abbia un interesse specifico, rilevante, nell'affare, con un forte incentivo quindi a monitorarne l'andamento. La disciplina non sembra del tutto idonea ad assicurare il rispetto di tale condizione.

(96) Un'ulteriore qualificazione è formulata da BARTALENA: “Nonostante la genericità della locuzione usata («*creditori della società*»), il vincolo di destinazione impresso sul patrimonio sarà opponibile soltanto ai creditori *chirografari*: quelli che vantano una causa legittima di prelazione (si pensi all'ipoteca, al pegno, al privilegio speciale su beni mobili non iscritti, riconosciuto alle banche ex art. 46 d.lgs. 1 settembre 1993, n.385) potranno comunque far valere il loro diritto sul bene oggetto della garanzia, pur dopo l'adempimento della prescritta pubblicità. Tale conclusione, oltre che essere conforme ai principi generali, trova conferma nella disposizione dell'art. 2447-*quinquies*, comma 2, c.c., che, come già precisato, per l'ipotesi che la massa comprenda beni immobili o beni mobili registrati, condiziona l'effetto della separazione patrimoniale anche alla trascrizione nei relativi registri” (pag. 90).

(97) LAMANDINI (2003, pag. 497).

In primo luogo, la presenza di finanziatori/investitori dell'affare è meramente eventuale: gli apporti di terzi sono facoltativi, l'emissione di strumenti finanziari è solo una possibilità. Inoltre, la società può contrarre obbligazioni in relazione allo specifico affare nei confronti della generalità dei suoi possibili creditori: banche, fornitori commerciali e di servizi di pubblica utilità, pubblica amministrazione, dipendenti (98) etc. Anche per operazioni di scarso rilievo economico, di *routine*, non idiosincratice, la società potrà con la semplice menzione del vincolo di destinazione (99) opporre ai creditori gli effetti della separazione patrimoniale. Non essendo richiesti per tali atti altri particolari requisiti (né di contenuto minimo, né di forma), la disciplina non garantisce un'efficiente "discriminazione" (*rectius* selezione *ex-ante*) dei potenziali creditori; ne discende il rischio di un utilizzo dell'istituto con controparti non adeguatamente informate circa la limitazione delle pretese creditorie o senza interesse a monitorare l'affare o a dividerne la *performance* economica.

Si può anticipare che il secondo modello (finanziamento destinato), almeno nella sua configurazione essenziale, non comporta questo rischio: entra in relazione con lo specifico affare solo e soltanto il soggetto che deliberatamente decide di finanziarlo; il contenuto del contratto e la pubblicità cui è sottoposto sono tali da discriminare opportunamente i creditori in ragione del loro concreto interesse; la partecipazione del finanziatore alle sorti dell'affare è insita nel modello stesso. Si evita quindi l'utilizzo generalizzato della fattispecie e in larga misura si comprimono gli spazi per possibili comportamenti opportunistici da parte della società.

3.2.2. Competenza alla costituzione

L'art. 2447-ter, u.c., stabilisce che, salvo diversa disposizione dello statuto, la deliberazione costitutiva del patrimonio destinato è adottata dal consiglio di amministrazione o di gestione a maggioranza assoluta dei suoi componenti (100).

La rimessione della competenza, almeno in via di *default*, all'organo amministrativo, non ha raccolto molti consensi in dottrina.

(98) Un riferimento ai riflessi della disciplina sui lavoratori lo si ritrova in BOZZA per il quale "i dipendenti che vengono destinati allo svolgimento dello specifico affare mantengono il rapporto di lavoro con la società a tutti gli effetti, però, i crediti nati nel corso dello svolgimento dell'operazione non possono essere soddisfatti sul residuo patrimonio societario, salva diversa disposizione" (pag. 56, in nota n. 4).

(99) COMPARTI (pag. 988) rileva che non è chiaro peraltro se la società possa utilizzare un nome specifico o ditta da attribuire al patrimonio o (meglio) all'affare. In caso di risposta positiva, come ritiene preferibile, sarebbe opportuno che detto nome si utilizzasse congiuntamente a quello della società. Seppur a commento della legge delega, così FIMMANÒ: "mancando di autonoma rilevanza esterna, non ritengo che il patrimonio debba avere segni distintivi in senso proprio, anche se occorrerà la identificazione nominale, specie quando vengono istituiti più patrimoni dedicati" (pag. 963).

(100) L'ambito dell'autonomia statutaria sembra comprendere sia il *quorum* deliberativo, sia l'individuazione dell'organo competente (organo amministrativo vs. assemblea): in tal modo resta almeno aperta la possibilità che gli statuti rimettano all'assemblea dei soci la competenza a costituire patrimoni separati, scelta che appare ampiamente giustificabile attesa la rilevanza della decisione.

Altra questione è la ammissibilità, nel silenzio dello statuto, di delega all'amministratore delegato o al comitato esecutivo del potere di costituire patrimoni separati. Considerato che il legislatore si premura di introdurre i presidi rappresentati dalla collegialità della decisione (naturalmente, se costituito l'organo gestorio) e dal più elevato *quorum* deliberativo, se si accede all'ipotesi della delegabilità, tali presidi verrebbero in qualche misura a mancare; si potrebbe ritenere, quindi, che in mancanza di diversa previsione statutaria la competenza *de qua* non sia delegabile. Dall'altra, rilevando che la materia non rientra nell'ambito di quelle non delegabili, espressamente elencate all'art. 2381 co. 4, c.c., si può pretendere per la tesi della delegabilità. In tal senso LENZI (pag. 557).

Da una parte essa appare condivisibile nella misura in cui la deliberazione possa considerarsi un atto di gestione dell'impresa senza ricadute sul piano dell'organizzazione corporativa, ovvero del funzionamento interno della società e delle posizioni dei soci (101); induce in tal senso l'assimilazione della costituzione di un patrimonio separato all'acquisto di una partecipazione in una società controllata (per cui è coerente la rimessione della competenza allo stesso organo, quello amministrativo) (102). Di contro, se si constata che i soci di una società che abbia costituito un patrimonio separato possono correre rischi aggiuntivi (rispetto al caso della società partecipata) e che sussistono anche somiglianze, per sostanza e disciplina, con l'istituto della scissione, l'alternativa della competenza assembleare sarebbe stata preferibile (103).

Diversamente, si sarebbe potuto subordinare la possibilità di costituire patrimoni separati ad un'espressa previsione statutaria: ciò a maggior tutela dei soci e dei creditori che avrebbero potuto selezionare, anche sulla base di questo profilo, le società cui relazionarsi (104).

(101) Ciò in coerenza con la rinnovata impostazione del riparto delle competenze tra assemblea e organo amministrativo che discende dal combinato disposto degli artt. 2364 e 2380-*bis*, co. 1, c.c. Per BOZZA "la costituzione del patrimonio separato incide solo sui diritti dei creditori sociali che si vedono sottrarre una fetta di patrimonio del loro debitore per destinarla alla garanzia specifica dei crediti collegati ad uno specifico affare, mentre nessuna incidenza ha sui soci questa scelta" (pag. 53).

(102) Per BARTALENA la scelta della rimessione all'organo amministrativo è coerente con quella analoga fatta in materia di obbligazioni "in quanto in entrambi i casi, nonostante gli innegabili riflessi sulla struttura organizzativa della società, viene enfatizzato il profilo gestionale" (pag. 88).

(103) LAMANDINI (2003) giudica poco felice la scelta di rimettere la competenza deliberativa all'organo amministrativo "attesa la vicinanza tipologica con la scissione (di cui si ripete per il resto il modello costitutivo e la quale richiede, come è noto, la pronuncia dei soci) e atteso che qui i soci corrono un rischio aggiuntivo diretto, a differenza che nel caso di controllante e controllata, dato che i) «resta salva la responsabilità della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito» (anche se imputabili al patrimonio destinato) e ii) la delibera di costituzione può derogare al principio secondo cui per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limi del patrimonio ad esso destinato" (pag. 500).

A ulteriore sostegno di questa tesi potrebbe essere anche richiamata la norma (art. 2361, co. 2, c.c.) che rimette alla competenza assembleare l'assunzione di partecipazioni in altre imprese comportanti una responsabilità illimitata per le obbligazioni delle medesime (è questa anche l'ipotesi di una s.p.a. che detenga una partecipazione totalitaria in un'altra s.p.a. quando ne discenda una responsabilità illimitata ex art. 2325, co. 2, c.c.).

Anche COMPORI ritiene che la decisione di costituire patrimoni separati abbia ripercussioni sulle sorti non solo dei creditori, ma anche dei soci (pag. 989), e avrebbe preferito che fosse rimessa alla competenza assembleare (pag. 979). Dello stesso avviso TOSCHI VESPASIANI (pag. 592).

Per OPPO "La scelta appare opinabile. È vero che si tratta di decisioni gestorie ma è vero anche che esse possono, come si è visto, comprimere il diritto patrimoniale del socio, senza ingresso di nuovi soci, senza aumento di capitale, senza le garanzie relative e in più possono ammettere soggetti terzi quanto meno al controllo della gestione. Nella relazione al decreto i patrimoni destinati sono addirittura equiparati alla «costituzione di una nuova società»" (pag. 482).

Anche le Commissioni della Camera dei Deputati avevano formulato un'osservazione sul punto, mostrando di preferire la soluzione di rimettere, salvo diversa disposizione statutaria, all'assemblea dei soci e non all'organo amministrativo la competenza in materia. Cfr. Parere approvato dalle Commissioni riunite II (Giustizia) e VI (Finanze) della Camera dei Deputati del 12 dicembre 2002, disponibile su *Riv. Soc.*, nov-dic. 2002, pag. 1655.

(104) BARTALENA: "È opportuno sottolineare che la facoltà di costituire patrimoni destinati non è subordinata alla presenza di una clausola autorizzativa nello statuto, cosicché i terzi non hanno la possibilità di selezionare preventivamente i soggetti a cui fanno credito, valutando il rischio in funzione dell'eventualità che la garanzia *generica* offerta dal debitore possa essere *unilateralmente* modificata" (pag. 98).

FIMMANÒ, a commento della legge delega, si era espresso a favore di un'indicazione nello statuto della possibilità di costituire patrimoni dedicati e nella adozione della relativa decisione da parte dell'assemblea straordinaria (pag. 963). A commento del d.lgs., nonostante la chiara formulazione testuale, l'Autore sembra ribadire l'idea che la possibilità di istituire patrimoni destinati debba comunque essere prevista dallo statuto della società, anche se la relativa decisione è contemplata dalla norma come atto gestionale, salvo diversa pattuizione (così in LENZI, pag. 557, in nota n. 35). Per LENZI "non sembra tuttavia che sussistano argomenti testuali per giustificare una tale soluzione" (pag. 557).

Resta peraltro dubbio se l'organo amministrativo sia competente anche a deliberare l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione all'affare (ex art. 2447-ter, co. 1, lett. e) qualora questi conferiscano diritti amministrativi in grado di incidere sulla *governance* della società, o viceversa se, verificata la natura dei suddetti strumenti, si ricada nella disposizione dell'art. 2346, co. 6., c.c., in forza della quale le modalità e le condizioni di emissione, i diritti ed altre informazioni concernenti i suddetti strumenti devono essere disciplinati direttamente dallo statuto (105).

La dottrina si interroga anche sulla necessità di verbalizzazione della delibera da parte di un notaio, in ragione del rinvio operato dall'art. 2447-*quater* all'art. 2436 c.c. (106), e sul regime delle (eventuali) modifiche o successive integrazioni della delibera costitutiva (107).

3.2.3. *Natura dell'affare e destinazione esclusiva*

Il concetto di affare non è ben determinato. Secondo un'interpretazione restrittiva, è sinonimo di singola operazione economica (un indice normativo in tal senso si rinviene nell'art. 2447-*bis*, co. 2, che parla di "affari attinenti ad attività..."), con ciò distinguendo i due concetti); un'interpretazione estensiva, meno letterale e più orientata al contesto, porta invece a considerare l'affare come "attività d'impresa".

Al riguardo si rileva che la complessità dell'istituto appare piuttosto esorbitante se preordinata allo svolgimento di una singola operazione e la ricostruzione stessa della genesi del primo modello, come alternativa alla società, tende a confermarlo. La tesi dell'interpretazione estensiva trova pertanto consensi in dottrina (108).

(105) Sul punto v. LENZI (pag. 560, in nota n. 43).

(106) Per LENZI (pag. 557), mentre in punto di diritto non sembra desumibile la necessità di una verbalizzazione notarile, atteso che il rinvio riguarderebbe solo la disciplina della pubblicità, la stessa risulterebbe opportuna al fine di garantire un controllo esterno di legittimità dell'atto costitutivo del patrimonio separato. Ritengono necessaria la verbalizzazione da parte del notaio, CAMPOBASSO (2003, pag. 38) e PISANI MASSA-MORMILE (pag. 1285). Di diverso avviso BOZZA (pag. 75) e TOSCHI VESPASIANI (pag. 596). Si segnala peraltro che il dubbio era stato rilevato dalla II Commissione Permanente (Giustizia) del Senato, la quale, facendo proprie le osservazioni della I Commissione, suggeriva una migliore precisazione dei compiti e delle formalità richieste per la costituzione del patrimonio destinato, "prevedendo all'uopo che [...] sia il notaio a verbalizzare la deliberazione [...]"; il parere è disponibile su *Riv. Soc.* nov-dic. 2002, pag. 1664.

(107) Con riguardo al regime di responsabilità cfr. COMPORI (pag. 989). Per INZITARI gli elementi della delibera costitutiva relativi alle lettere *d*), *e*), *f*) "nella misura in cui non incidono nel determinare sin dall'inizio della prima destinazione la funzionalità e la congruità del patrimonio destinato, potranno sopraggiungere successivamente con delibere naturalmente fornite della pubblicità tipicamente prevista" (pag. 298).

(108) Cfr. COMPORI (pag. 961 e ss.). Per BARTALENA: "Nella sua destinazione allo svolgimento di un'attività di impresa il patrimonio destinato è oggettivamente configurabile come un'azienda o ramo d'azienda; mentre l'attività esercitata mediante il suo utilizzo sarà, a seconda dei casi (e cioè, in ragione dell'omogeneità o meno rispetto all'attività principale), un ramo d'impresa ovvero un'impresa autonoma, comunque imputabile alla stessa s.p.a." (pag. 84). Di diverso avviso appare GIANNELLI il quale esclude che "il patrimonio possa avere per oggetto la gestione continuativa di un ramo d'azienda" atteso che l'affare deve essere specifico e deve avere un compimento, ovvero essere suscettibile di realizzazione (pag. 92). Tale osservazione tende a ridimensionare il possibile atteggiarsi dei patrimoni separati come concreta alternativa all'impresa multidivisionale, in cui ogni divisione va a costituire un patrimonio separato. Tale limitazione trova fondamento anche dal punto di vista della *ratio* economica, considerata l'alternativa, pur sempre possibile, di costituire società *ad hoc*.

I requisiti che tale affare deve possedere sono il carattere “specifico” e la “realizzabilità” (art. 2447-*novies*: “quando si *realizza* ovvero è divenuto impossibile l’affare”). L’affare, dunque, da un lato, deve rientrare nell’oggetto sociale della società, dall’altro, atteso che il legislatore non ha introdotto un istituto genericamente destinato al perseguimento dell’oggetto sociale ma ne ha riservato l’utilizzo ad un affare specifico, dovrà differenziarsi dagli altri per contenuti, obiettivi, prevedibile evoluzione o ogni altro idoneo elemento (109), oltre a dover essere, come detto, suscettibile di realizzazione (110).

Non sembra inoltre potersi ammettere che lo specifico affare sia l’unica attività svolta dalla società (111), né che esso possa esaurirsi nell’attività di mera emissione di strumenti finanziari (112). È dubbio se, e in che termini, l’affare debba essere necessariamente “nuovo” (113).

Non potrà comunque che risolversi in una valutazione caso per caso la verifica della sussistenza dei requisiti dell’affare, potendosi ammettere che lo stesso affare possa essere specifico e realizzabile per talune imprese, in determinate circostanze, non anche per altre imprese, in altre circostanze.

Anche la “destinazione” deve avere un particolare attributo: deve essere “esclusiva” (art. 2447-*bis*, co. 1, lett. *a*). Se ne deduce che un bene non può rientrare simultaneamente nel patrimonio generale della società e nel patrimonio separato, e nemmeno in due patrimoni separati; regola evidentemente volta a prevenire il rischio di “confusione” nell’individuazione dei nuclei patrimoniali. Peraltro qualche incertezza discende dalla previsione che impone agli amministratori di indicare nella nota integrativa “i criteri adottati per la imputazione degli elementi comuni di costo e di ricavo” (art. 2447-*septies*, co. 3): se ne potrebbe dedurre infatti che vi siano alcuni beni “comuni” che generano costi e ricavi da ripartire secondo principi di inerenza e competenza. L’interpretazione più garantista, soprattutto per i creditori, resta peraltro quella della integrale esclusività della destinazione. Anzi, proprio per la rilevanza e la centralità di tale disposizione nel contesto dell’istituto in esame, desta perplessità l’assenza di previsioni normative sulle conseguenze della eventuale violazione della regola in esame.

(109) Per INZITARI la “indicazione delle attività per tipologia, genere [...], così come solitamente avviene nella indicazione del contenuto dell’oggetto sociale degli statuti delle società, sarà del tutto insufficiente, in quanto nella costituzione del patrimonio separato dovrà essere indicata, piuttosto che l’attività per linee generali tipologiche, la specifica iniziativa attraverso la quale realizzare tale attività, identificando con gli appropriati contorni le caratteristiche dell’affare [...]” (pag. 296). Lo stesso Autore ritiene, per specifica indicazione dell’affare, la “descrizione di quella determinata iniziativa economica non solo nei suoi elementi tipologici e merceologici, ma con piena individuazione della localizzazione, portata e prevedibile dinamica dello sviluppo dei diversi fattori della produzione” (pag. 297).

(110) COMPORTI esprime tuttavia dubbi sulla *ratio* del requisito della “realizzabilità”, poiché escluderebbe la possibilità di gestione di attività “durature” ancorché ben individuate (pag. 963).

(111) Cfr. SANTOSUOSSO (pag. 182); BELLEZZA (pag. 34).

(112) Per P. BECCHETTI, il rilievo della natura imprenditoriale dell’affare esclude “che possano essere costituiti patrimoni separati o di mera gestione della proprietà separata, che avrebbero il solo scopo di sottrarre quei beni ai creditori generali della società” (pag. 197).

(113) F. FERRO-LUZZI ritiene che l’affare “non debba certamente essere «nuovo» nel senso di mai affrontato dalla società ma certamente «nuovo» nel senso di «non cominciato»” (pag. 112).

3.2.4. Limite del 10%

Che il primo modello fosse foriero di rischi connessi con la tutela dei creditori, non definitivamente risolti né dal diritto di opposizione, da un lato, né dal regime di pubblicità, dall'altro, trapela anche dal limite quantitativo previsto per la costituzione dei patrimoni destinati. Ai sensi infatti, del secondo comma dell'art. 2447-*bis*, i patrimoni destinati non possono essere costituiti per un valore complessivamente superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società.

La presenza del limite – di cui non v'è traccia nella relazione di accompagnamento al d.lgs. 6/2003, né in altri lavori preparatori (114) – sembra tradire una tardiva preoccupazione del legislatore circa le conseguenze dell'atto ablativo e la volontà di porvi rimedio con un vincolo di ordine quantitativo (115).

A parte l'arbitrarietà del rapporto prescelto, sulla quale non v'è ragione di intrattenersi, la prima evidenza è che il limite sembra valere solo in fase iniziale, ovvero di costituzione del (o dei) patrimonio(i) separato(i). Poiché il limite non garantisce quindi il rispetto di un determinato rapporto nel tempo (come invece il limite all'emissione di obbligazioni), la *ratio* della norma non può rinvenirsi nell'obiettivo di evitare una sproporzione tra il valore dei patrimoni destinati e quello del patrimonio di provenienza, ovvero di impedire che a fronte di una solida ramificazione di patrimoni destinati, il ceppo da cui quelli originano e su cui si innestano, fosse fragile. Obiettivo che sarebbe stato ragionevole anche nella prospettiva di tutela dei creditori dei patrimoni destinati, i cui interessi non sono insensibili rispetto alle vicende del patrimonio generale: si anticipa infatti che la crisi di quest'ultimo può portare alla liquidazione dei patrimoni separati e quindi alla prematura conclusione dello (gli) specifico(i) affare(i).

Ma anche guardando alla sola fase genetica non è ben chiara la portata della norma. Per quanto la *ratio* del limite sia genericamente riconducibile alla tutela dei creditori "generali" della società, stante il potenziale pregiudizio della separazione sulle loro ragioni, qualche perplessità resta sull'effettiva idoneità della norma a conseguire tale obiettivo (116). È agevolmente dimostrabile, infatti, che il limite non pare "assicurare

(114) Per DI SABATO (2004) l'inserimento del limite fu "un colpo di mano [...] realizzato al di fuori dei lavori della Commissione ministeriale e dopo che i lavori di questa erano terminati" (pag. 15).

(115) Meno indulgente la lettura di MANFEROCE per il quale la presenza del limite con riferimento al primo modello di patrimonio separato e non al secondo, rappresenterebbe "un inequivoco segno che nella mente del legislatore delegato, che ha poi tradotto in norme l'idea, si è inteso privilegiare fortemente la tipologia di patrimonio separato prevista dalla lett. b) dell'art. 2447 *bis*" (pag. 1243). *Favor* che, lo stesso Autore lascia intendere, potrebbe riflettere un interesse del mondo della finanza. Una possibile replica, sul piano tecnico, la si rinviene in COMPORI il quale rileva, a commento del secondo modello previsto dal legislatore, che "i finanziatori sono presumibilmente da intendere quali soggetti non necessariamente qualificati come imprese finanziarie" (pag. 1018).

Per NAPOLETANO il limite "che sembra denotare una residua sospettosità di un legislatore peraltro in generale molto attento alle esigenze di efficienza delle imprese", risponde forse all'intento legislativo di "porre una tutela preventiva per i creditori sociali, per così dire, «generici» [...]". Viene al tempo stesso notato come l'imposizione di detto limite possa incentivare il ricorso alla prestazione di garanzie a carico del patrimonio generale della società, di fatto "attenuando in tal modo l'utilità e l'innovatività dell'istituto" (pag. 906).

(116) Della funzione è, invece, certo COLOMBO: "Il limite quantitativo, lungi dall'essere di non chiara giustificazione, si fonda sull'esigenza di impedire che la società sottragga una parte rilevante del proprio patrimonio alla garanzia dei suoi creditori «generali» [...]" (pag. 32).

un certo equilibrio tra attività e passività destinate, né limitare l'ammontare delle risorse destinate al patrimonio separato" (117); in altri termini non consentirebbe né di contenere il grado di leva finanziaria del patrimonio destinato, né di limitare le attività destinate rispetto a quelle complessive della società (118).

Ancor più incerto e problematico è il calcolo del "valore" del patrimonio destinato. Si ammetta pure che la nozione corretta sia quella del "patrimonio netto del patrimonio destinato" e si tralasci anche la questione, per nulla secondaria, dei criteri di valutazione delle poste. Resta il dubbio se vadano computate in quella nozione anche tutte le risorse a qualsiasi titolo (apporti, emissione di strumenti finanziari) provenienti da terzi e destinate direttamente alla gestione dell'affare (119). È evidente che i dubbi circa l'inclusione o meno di tali poste nel calcolo del valore del patrimonio destinato si ricollegano alle incertezze sulla *ratio* stessa della norma: se il fine è quello di limitare il pregiudizio per i creditori della società al momento della separazione, le risorse aggiuntive, acquisite direttamente dal patrimonio destinato e "non prelevate" da quello generale, potrebbero essere escluse dal computo. Peraltro in caso di separazione perfetta, il patrimonio generale della società non risponde delle obbligazioni assunte per l'affare e quindi nemmeno del rimborso di quelle risorse. Di contro, se viene in considerazione un profilo di adeguata proporzione tra la consistenza dei patrimoni destinati e quella del patrimonio generale della società allora avrebbe più senso includere anche le risorse provenienti da terzi nel computo del limite.

Anche con riferimento all'altro parametro, il patrimonio netto della società, dovranno chiarirsi alcuni aspetti; si può peraltro ipotizzare che vada considerato il patrimonio netto quale risultante dall'ultimo bilancio approvato, quanto meno per soddisfare l'esigenza di utilizzare dati oggettivi, agevolmente verificabili.

(117) Osservazioni di Borsa Italiana s.p.a. allo schema di decreto legislativo di riforma del diritto societario pubblicato in *Riv. Soc.*, nov. dic. 2002, pag. 1588.

(118) Al riguardo si riporta l'esempio numerico fornito da Borsa Italiana s.p.a. Si consideri una società che abbia un attivo pari a 100, un passivo di 90 e un patrimonio netto di 10. Tale società può costituire sia un patrimonio separato con un attivo pari a 2 e un passivo pari a 1, sia un attivo pari a 90 e un passivo pari a 89: nel primo caso il *leverage* del patrimonio separato è del 50% nel secondo del 99%; le attività "distratte" alla società sono il 2% nel primo caso, il 90% nel secondo.

Spingendo all'estremo il ragionamento, si potrebbe persino ipotizzare la destinazione di un patrimonio con valore netto negativo, ovvero con passività maggiori delle attività. In concreto, tale possibilità è preclusa soprattutto dal requisito della "congruità" del patrimonio rispetto all'affare, difficile da provare in tale circostanza. LENZI tende a escludere in ogni caso che la destinazione di rapporti attivi e passivi possa avere valore negativo (pag. 555).

(119) Oltre alle considerazioni svolte da Borsa Italiana Spa, sul punto cfr. anche COMPORI (pag. 966). In particolare l'Autore esamina i profili controversi relativi alla definizione del "patrimonio netto" della società (in particolare se debba includere o meno anche il valore dei patrimoni separati), alla nozione di "valore complessivo" dei patrimoni separati, nonché alla rilevanza, sempre ai fini del limite, degli eventuali apporti successivi da parte della società al patrimonio separato. Per quanto concerne l'emissione di strumenti finanziari, l'Autore ritiene che le risorse per tal via acquisite valgano ai fini del *plafond* (pag. 967).

Al riguardo si osserva, come sostenuto anche nel testo, che se la *ratio* del limite fosse soltanto quella di contenere l'entità dello "scorporo" al fine di salvaguardare gli interessi dei creditori generali, si potrebbe anche concludere che il valore degli strumenti finanziari non vada computato ai fini della verifica del limite (lo stesso dicasi per il valore degli apporti di terzi ex art. 2447-ter, co. 1, lett. d; per questi, si rileva in via incidentale un significativo problema di valutazione, non essendo fornita alcuna indicazione normativa in merito). Non si condivide, invece, per le stesse ragioni, l'esclusione dal computo dei "rapporti giuridici" (cfr. MANZO e SCIONTI, pag. 1333, in nota 17): un credito vantato dalla società verso un terzo e conferito nel patrimonio separato determina a tutti gli effetti una diminuzione del patrimonio sociale e quindi anche del valore della generica garanzia dei creditori della società; al più si può argomentare che se la società destina al patrimonio separato sia rapporti attivi sia passivi, solo la loro differenza è rilevante per il calcolo del valore del patrimonio separato.

Poiché una società può costituire anche più patrimoni destinati, la norma opportunamente dispone che il limite valga *complessivamente*, quindi con riferimento alla somma dei valori dei patrimoni destinati. Anche in questo caso, l'intenzione del legislatore è intuibile e condivisibile ma le implicazioni operative sono complesse.

Si consideri il caso di una società che costituisca due (o più) patrimoni destinati in tempi diversi. Come si applica il limite complessivo? Qual è la percentuale già assorbita dal primo patrimonio separato: quella calcolata al momento della sua costituzione o quella relativa al valore assunto al momento della costituzione del secondo? È evidente che il valore del primo patrimonio destinato (così come il patrimonio netto della società) potrebbe essere tra i due momenti anche molto diverso. Da un lato, non persuade la possibilità di far riferimento al valore che il primo patrimonio aveva al momento della sua costituzione: significherebbe non tener in alcun modo conto di un'evoluzione, positiva o negativa, che comunque nel tempo si è manifestata. Dall'altro, se si dovesse calcolare il limite alla data di costituzione del secondo si finirebbe per attribuire al limite del 10% una valenza anche nella fase evolutiva e non soltanto in quella genetica (dall'evoluzione del valore del primo patrimonio separato dipendono i margini per la costituzione di altri patrimoni separati). Ma se una società non può, attraverso la costituzione di un secondo patrimonio, oltrepassare il limite del 10% così calcolato, perché lo stesso esito viene ammesso come autonoma dinamica del primo patrimonio separato? Quale la ragione per trattare differentemente le due ipotesi? Si torna in tal modo a mettere in discussione in via più generale la valenza del limite: solo in fase iniziale, come lascia intendere il tenore letterale della norma, o anche nel continuo.

Al di là dei margini di interpretazione giuridica disponibili per accedere a quest'ultima interpretazione, la norma, almeno da un punto di vista economico, lascia irrisolti alcuni dubbi.

Del resto, la principale obiezione al limite permanente è che esso penalizzerebbe i creditori particolari nel caso in cui l'affare specifico evolve positivamente, mentre l'attività generale si contrae. A parte l'effettività di tale ipotesi, si ritiene comunque che anche i creditori particolari abbiano un interesse indiretto al valore del patrimonio generale, atteso che, come in precedenza richiamato, il fallimento della società comunque determina la prematura conclusione dell'affare.

Indubbiamente, se si dovesse propendere per la vigenza del limite anche in costanza di svolgimento dell'affare, la soglia del 10% appare troppo stringente; ma sulla arbitrarietà di tale percentuale si è già detto.

In conclusione, un'ultima osservazione. Mentre l'effettiva stringenza del limite dipenderà anche dalle sue modalità di calcolo, la restrizione che si fonda esclusivamente su limiti dimensionali (patrimonio netto della società), oltre a penalizzare le società di più piccole dimensioni, esprime un approccio di politica del diritto che quanto meno non considera di pari importanza, come criterio per ancorare l'operatività dell'istituto, la qualità delle regole di *governance* delle società (controlli interni, controlli esterni etc.); su questo punto si tornerà al par. 3.4.1

3.2.5. *Vizi della delibera costitutiva e giudizio di congruità*

La delibera costitutiva del patrimonio destinato deve contenere una considerevole quantità di informazioni volte a individuare in modo circostanziato e dettagliato lo spe-

cifico affare e il patrimonio destinato, e fornire altre utili indicazioni, come la possibilità di emettere strumenti finanziari e i diritti che essi attribuiscono.

Ma a destare attenzione è piuttosto il silenzio del legislatore circa le conseguenze dei vizi della deliberazione stessa.

In astratto si può far riferimento sia a ipotesi di invalidità della delibera, sia di inefficacia con conseguente estensione della responsabilità.

Non si può escludere, infatti, che, ricorrendone i presupposti, la delibera costitutiva possa essere annullata (120). Tale potrebbe essere la conseguenza dell'omessa indicazione di una delle prescrizioni obbligatorie previste dall'art. 2447-ter o della totale inadeguatezza delle informazioni fornite a identificare il patrimonio destinato e le caratteristiche dello specifico affare (121). L'instabilità della delibera costitutiva è ovviamente ipotesi gravida di conseguenze per la certezza dei rapporti tra la società e i terzi e potrebbe costituire un forte disincentivo all'utilizzo dell'istituto in esame.

Un effetto meno dirimente, quale l'inopponibilità del vincolo al creditore e conseguente "estensione" della responsabilità a carico della società, potrebbe invece determinarsi per vizi di minore gravità (122).

Un esempio potrebbe essere rappresentato dai vizi sul requisito di congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare (art. 2447-ter, co. 1, lett. c) (123). La valutazione di congruità è connotata da una intrinseca discrezionalità e dipende dalle ipotesi sottostanti il piano economico-finanziario e quindi dalle previsioni del soggetto chiamato a gestire l'affare. Si può quindi ritenere che "la mancata congruità non incide sulla validità della costituzione e sugli effetti della separazione patrimoniale, ma può solamente dar luogo a responsabilità della società e degli organi deliberanti per aver ingenerato affidamento

(120) LENZI "secondo le regole generali in materia contrattuale la mancata indicazione dell'affare o dei beni non potrebbe che condurre alla nullità della delibera per indeterminatezza dell'oggetto, pur in mancanza di un'espressa specifica previsione in tal senso" (pag. 560).

Per CESARO "Ove manchi l'indicazione dell'affare al quale è destinato il patrimonio o la identificazione dei beni e dei rapporti giuridici compresi in esso, l'atto di destinazione è giuridicamente inesistente [...] per mancanza di contenuto essenziale, che ne consenta la identificazione" (pag. 201).

INZITARI propende per l'inefficacia della deliberazione con conseguente inopponibilità del vincolo di destinazione: con l'esito che "la società risponderà delle obbligazioni con tutti i beni di cui sarà titolare, siano essi indicati nel *patrimonio destinato* o no" (pag. 300).

(121) Al riguardo sussistono anche dubbi circa la disciplina cui fare riferimento. "Il problema dell'applicabilità della speciale disciplina societaria, caratterizzata dalle limitazioni delle cause di invalidità e dalla salvezza dei diritti dei terzi in buona fede, ovvero della generale disciplina contrattuale è di serissimo impatto per le conseguenze che potrebbero derivarne sul piano della certezza e prevedibilità del regime applicabile ai patrimoni destinati, e desta perplessità lo spazio di incertezza interpretativa lasciato dal legislatore della novella, pur così attento in generale a limitare le esuberanze giurisprudenziali in ordine ad un concetto di nullità endosocietario (artt. 2332, 2379, 2388 c.c.)"; LENZI (pag. 561).

(122) Si dovrebbe al riguardo valutare se poi la società risponde con tutto il suo patrimonio (generale e destinato) oppure, se rifacendosi alla soluzione testualmente ricavabile dall'art. 2447-quinquies u.c., la società risponde con il suo "patrimonio residuo", ovvero con il solo patrimonio generale.

(123) Secondo BOZZA la norma, letteralmente intesa, richiederebbe di verificare la congruità rispetto all'affare della sola parte di patrimonio della società ad esso destinato e non anche agli eventuali apporti di terzi. Per giungere ad una conclusione più razionale dal punto di vista economico – congruità valutata con riferimento a tutte le risorse poste a servizio dell'affare, vuoi che provengano dal patrimonio generale della società, vuoi che siano state apportate da terzi – bisognerebbe quindi forzare la lettera della norma (pag. 58).

nei terzi e nei creditori circa la adeguatezza del patrimonio destinato a garantire gli impegni che possono sorgere dalla realizzazione dell'affare" e che una responsabilità potrebbe discendere solo da una valutazione relativa al momento genetico del patrimonio destinato in caso di violazione di "criteri di ragionevolezza, prudenza e diligenza" (124). Un'eventuale valutazione *ex-post* compiuta dal giudice non dovrebbe quindi comportare un'indebita intromissione nella sfera propria della discrezionalità imprenditoriale (*business judgment rule*); non può non vedersi, tuttavia, il rischio di un condizionamento nel giudizio formulato a fronte di un affare il cui esito finale è proprio l'incapienza del patrimonio destinato rispetto alle pretese dei creditori.

Altra dottrina tende peraltro a estendere i termini della valutazione della "congruità" non solo alla fase genetica ma anche a quella evolutiva richiedendo che il patrimonio sia congruo "rispetto all'originario o sopravvenuto fabbisogno" (125); ciò da un lato amplia gli spazi di tutela per i creditori, dall'altra espone l'intera vita del patrimonio destinato a fenomeni di riallocazione dei rischi che possono insidiare la certezza giuridica del modello (126).

Si segnala, infine, che il requisito dell'adeguatezza del patrimonio rispetto all'affare, ha una duplice valenza precettiva: non solo il patrimonio destinato non deve essere insufficiente rispetto all'affare da intraprendere – ciò a garanzia dei creditori del patrimonio separato –, ma non deve nemmeno essere "esuberante" rispetto ad esso, atteso, in questo caso, il possibile pregiudizio per i creditori generali della società.

3.2.6. Attività riservate

Altro profilo dubbio della disciplina del primo modello attiene al divieto di costituire patrimoni separati "per l'esercizio di affari attinenti ad attività riservate in base alle leggi speciali" (art. 2447-*bis*, co. 2).

Preliminarmente va osservato che la disciplina codicistica della s.p.a., anche nella rinnovata versione recata dalla riforma, costituisce la normativa comune che regola tutti i soggetti che abbiano tale veste giuridica, anche quando svolgano attività riservate come, ad esempio, quella bancaria. L'ampio processo di privatizzazione che ha interessato gli assetti proprietari del sistema bancario italiano negli ultimi decenni e l'adozione da parte delle banche della forma giuridica della s.p.a. non hanno peraltro fatto venir meno quelle caratteristiche di specialità dell'attività bancaria e quei profili pubblicistici, testimoniati e presidiati dalla regolamentazione specifica cui è sottoposto il settore. Pertanto, da un lato, le nuove regole societarie – comprese le novità più significative: dai modelli di amministrazione e controllo, alla disciplina dei gruppi, a

(124) LENZI (pag. 562)

(125) INZITARI (pag. 300). Di diverso avviso BOZZA per il quale "questo pregevole sforzo di attuare una garanzia permanente per i terzi non trova alcun riscontro nella norma in esame, che è l'unica che parla di congruità ed è interamente riferita agli elementi integranti la delibera costitutiva, senza alcuna proiezione futura" (pag. 59). Si condivide anche la critica formulata dallo stesso Autore circa l'assenza di un intervento, attraverso la stesura di un parere o di una relazione, da parte degli organi di controllo della società (collegio sindacale o organo equivalente nei modelli dualistico e monistico, ovvero revisore esterno).

(126) Cfr. IAMICELI (pag. 264).

quella appunto dei patrimoni separati –, sono destinate in linea di principio a trovare applicazione anche per le banche e gli altri intermediari finanziari costituiti in forma di s.p.a., dall'altro, tale applicazione potrebbe, in relazione a specifici contenuti o profili, connotarsi in maniera peculiare o subire limitazioni per il perseguimento degli altri concomitanti obiettivi tutelati dall'ordinamento (sana e prudente gestione degli intermediari, tutela del risparmio etc.).

Ciò premesso, la disposizione sopra richiamata sembra preordinata a risolvere espressamente la questione dell'ambito applicativo, soggettivo e oggettivo, dell'istituto. Il contenuto di tale prescrizione, tuttavia, non è univoco.

Per la prima, più immediata lettura, la norma sancisce il divieto, per un soggetto non autorizzato, a svolgere attività riservata per il tramite di un patrimonio separato. Il limite di questa tesi è che la norma sarebbe in realtà superflua atteso che il divieto si ricava agevolmente dai principi generali dell'ordinamento: posto che il patrimonio separato non costituisce un soggetto giuridico autonomo e che l'attività svolta tramite patrimoni destinati deve pur sempre rientrare nell'oggetto sociale della società, il divieto a svolgere attività riservate sulla base di leggi speciali non verrebbe certo meno qualora un soggetto non autorizzato svolgesse attività riservata tramite patrimoni destinati (127).

Superata l'idea che la disposizione non innovi in alcun modo la materia *de qua*, si accredita l'ipotesi che la norma sia preordinata ad “evitare, che attraverso lo strumento dei patrimoni destinati, le società possano porre in essere comportamenti diretti ad aggirare la normativa a presidio delle riserve di attività. Nel caso delle banche, ad esempio, la costituzione di patrimoni separati non può consentire la violazione del divieto di offrire gestioni patrimoniali in monte” (128).

Resta tuttavia il dubbio che il precetto possa avere più ampia portata, risolvendosi in un divieto, posto proprio a carico dei soggetti autorizzati, a svolgere “affari attinenti ad attività riservate” attraverso un patrimonio separato: in questo senso la banca non potrebbe svolgere attività bancaria con un patrimonio separato (129). Interpretazione che potrebbe sostenersi in ragione delle particolari esigenze di tutela dei creditori bancari: il legislatore avrebbe inteso evitare conseguenze su depositanti e risparmiatori, preferendo non interferire sugli equilibri e sulle norme specifiche che regolano il settore in parola, proprio per gli interessi pubblici coinvolti. Taluna dottrina giunge quindi alla conclusio-

(127) Va peraltro sottolineato che la norma sembra distinguere tra affare e attività (essa infatti dispone il divieto per l'esercizio di *affari attinenti ad attività riservate*) ponendo così anche un problema di interpretazione della nozione di “affare” e della sua distinzione rispetto a quella di “attività”. Al riguardo è stato notato che, poiché la riserva di cui alle leggi speciali opera con riferimento alle “attività”, la norma in esame “pare vietare la costituzione di patrimoni destinati per lo svolgimento di singoli affari inerenti alle attività, e cioè anche quando la suddetta riserva di attività, prevista dalle leggi speciali, non operi” (COMPORI, pag. 968).

(128) Così FRASCA (pag. 279)

(129) Dubbio sollevato ancora da FRASCA. Secondo NAPOLETANO: “anche laddove sussistano gli atti abilitativi richiesti per l'esercizio di attività riservate, non sarà possibile creare patrimoni destinati. Laddove si tenga presente che, talvolta, alla riserva di attività si affianca l'esclusività dell'oggetto sociale, ci si avvede che, nell'ambito delle attività riservate lo spazio per creare patrimoni destinati è angusto (probabilmente limitato alle attività connesse e strumentali), a meno che le leggi speciali dispongano diversamente.” (pag. 907).

ne di considerare non applicabile in ambito bancario e finanziario le disposizioni della nuova legislazione societaria concernente i patrimoni destinati (130).

Sciogliere il nodo della portata del divieto è determinante per prefigurare il campo di applicazione dell'istituto per gli intermediari finanziari: potenzialmente ampio se prevale la prima interpretazione, più limitato, se si accede a interpretazioni più restrittive (la norma non potrebbe in ogni caso impedire alle banche di avvalersi dell'istituto per lo svolgimento di attività strumentali, quali la gestione immobiliare o l'attività in campo informatico). Si segnala anche che lo stesso limite del 10%, considerato l'elevato grado di *leverage* delle banche rispetto alle società operanti in altri settori, costituisce un vincolo pratico molto stringente all'utilizzo dell'istituto in campo bancario (131). Sotto altro profilo, resta anche l'interesse ad appurare se e in quale misura i patrimoni destinati potranno costituire una nuova opzione organizzativa a disposizione dei gruppi bancari, in parte alternativa alla cosiddetta "societarizzazione" (132).

3.2.7. Bilancio, libri obbligatori e altre scritture contabili

L'esigenza di individuare e rappresentare correttamente la consistenza e la composizione dei patrimoni destinati nonché di seguire l'evoluzione economica dell'affare viene opportunamente soddisfatta dai numerosi obblighi di carattere contabile e informativo posti a carico della società.

Ai sensi dell'art. 2447-*septies*, i beni e rapporti compresi nei patrimoni destinati devono essere distintamente indicati nello stato patrimoniale; la nota integrativa deve fornire altre informazioni rilevanti, di ordine sia quantitativo, sia qualitativo; per ciascun patrimonio destinato deve essere redatto un separato rendiconto; se la società assume una responsabilità il-

(130) Il problema dell'applicabilità della riforma agli intermediari bancari e finanziari è stato approfondito da PELLEGRINI; secondo l'Autore: "appare chiaro che la rilevanza degli interessi generali che sottostanno alla realtà del mercato finanziario, le particolarità della struttura organizzativa della s.p.a. bancaria o finanziaria, la sottoposizione del settore a vigilanza pubblica e ad un regime disciplinare speciale fanno ritenere non svincolabile l'«affare particolare», cui si fa riferimento nel nuovo diritto societario, dal contesto generale in cui si colloca l'attività riservata; da qui la conclusione che sembra debbano ritenersi non applicabili in ambito bancario e finanziario le disposizioni della nuova legislazione in materia societaria concernenti i «patrimoni destinati»" (pag. 174). Anche per la FONDAZIONE L. PACIOLI "la costituzione di patrimoni destinati ad attività rientranti in settori riservati è preclusa anche alle società abilitate". Dello stesso tenore BOZZA: "È da ritenere [...] che la disposizione in esame intenda riferirsi proprio ai soggetti autorizzati, prevedendo che neanche costoro possano costituire patrimoni separati per lo svolgimento di un affare rientrante nella loro attività" (pag. 28).

Di diverso avviso COMPARTI per il quale "in via di prima lettura ed interpretazione della norma, nonostante la perentorietà della norma stessa, sembra che essa non possa precludere a soggetti autorizzati di avvalersi di tale possibilità, tanto più che il medesimo soggetto resta un soggetto vigilato" (pag. 969).

(131) Così COSTI, nel prefigurare i riflessi della riforma societaria sull'ordinamento bancario: "L'ordinamento di diritto comune potrebbe risultare troppo «stretto» per le banche. Più esattamente potrebbe impedirne un'adeguata valorizzazione da parte di queste ultime il limite del 10% del patrimonio netto della società: limite che pertanto potrebbe essere rimosso da una norma dell'ordinamento bancario, tenendo conto dei controlli prudenziali che insistono sulle banche. L'ordinamento speciale potrebbe poi rimuovere per i finanziamenti concessi alle banche, e destinati ad uno specifico affare, il divieto alla emissione di titoli destinati alla circolazione, fissato dall'ultimo comma dell'art. 2447 *decies*" (pag. 307). Tali indicazioni non sono state accolte dal legislatore: il decreto legislativo di adattamento delle norme del Testo Unico della Finanza e del Testo Unico Bancario alla riforma del diritto societario non contempla infatti alcuna disposizione che deroghi, né in senso restrittivo, né in senso espansivo, alla disciplina comune in tema di patrimoni destinati.

(132) Cfr. BOSCO, CESARINI, TARANTOLA RONCHI (pag. 93 e ss.).

limitata, tale impegno deve risultare in calce allo stato patrimoniale (nei cosiddetti conti d'ordine) e formare oggetto di valutazione secondo criteri da illustrare nella nota integrativa.

Tale dispositivo, unitamente alla tenuta dei libri obbligatori e di scritture contabili separate (art. 2447-*sexies*), dovrebbe assicurare la separatezza e un sufficiente grado di *disclosure* del fenomeno in esame. In particolare, mentre dallo stato patrimoniale della società si ha una prima evidenza del fenomeno, dal rendiconto allegato si ricava un quadro più completo relativo anche ai dati di conto economico sull'andamento dell'affare (133). Il rendiconto recepisce le risultanze delle scritture contabili relative a ciascun patrimonio destinato; in tal modo la cosiddetta contabilità analitica o industriale, generalmente strumento di gestione e controllo interno all'impresa, assume rilevanza anche verso i terzi.

Per quanto concerne la rappresentazione del fenomeno nello stato patrimoniale, qualche dubbio sorge sulle modalità di "distinzione" dei beni. La soluzione fatta propria dal legislatore sembrerebbe quella di una specificazione, per ciascun posta di bilancio interessata, dell'appartenenza al patrimonio separato (134). Una modalità alternativa di rappresentazione contabile poteva consistere nell'escludere dallo stato patrimoniale i beni e rapporti giuridici compresi nel patrimonio destinato, iscrivendo, in sostituzione, un'unica posta riepilogativa espressione del valore del patrimonio separato. Tale modalità, formalmente analoga alla rappresentazione di una partecipazione, avrebbe avuto due vantaggi: i) atteso che i creditori della società non possono aggredire i beni costituiti nel patrimonio separato, avrebbe ridotto ulteriormente il rischio di un loro erroneo affidamento su beni non più a garanzia generica dei loro diritti; ii) avrebbe evitato di far ricadere le eventuali deficienze patrimoniali del patrimonio destinato direttamente sul patrimonio generale della società, anche quando quest'ultimo non è chiamato a rispondere in via sussidiaria dei debiti dell'affare, poiché il valore di una partecipazione non può che azzerarsi (135). È anche vero che optando per questa soluzione sarebbe stata poi necessaria, con onere a carico della società o dei terzi, una sorta di "consolidamento" dei separati rendiconti nel bilancio della società, al fine di disporre di un quadro più completo dei beni e dei rapporti comunque giuridicamente imputati alla società. Nel complesso, tenuto

(133) Nel silenzio della norma, si ritiene che il rendiconto in parola debba essere una sorta di bilancio redatto secondo gli schemi e i principi contabili civilistici (artt. 2423 e ss. c.c.). In questo senso COLOMBO per il quale: "È quindi necessario che il «separato rendiconto» consista in un vero e proprio bilancio [...]. Naturalmente occorrerà che la struttura del bilancio del patrimonio destinato subisca qualche adattamento alla particolare situazione" (pag. 49). In termini diversi BOZZA, il quale tuttavia non specifica in che senso il rendiconto debba essere diverso dal bilancio (pagg. 124 e 125). Qualche dubbio circa i principi da applicare potrebbe derivare dalla circostanza che la delibera costitutiva del patrimonio destinato prevede come obbligatoria l'indicazione delle "regole di rendicontazione dello specifico affare". Si ritiene tuttavia che tale norma non intenda offrire accesso a principi di redazione del rendiconto diversi da quelli civilistici, quanto piuttosto sollecitare l'attenzione su questo delicato aspetto al fine di esplicitare e risolvere specifici profili attinenti ad esempio alla ripartizione di componenti di costo o ricavo comuni e/o definire le modalità attraverso cui l'informazione contabile va resa agli interessati. Per INZITARI si tratta di una "regola di pubblicità e di trasparenza, una regola di metodologia dell'informazione contabile" (pag. 298).

Si condivide l'osservazione di COLOMBO secondo cui significherebbe frustrare le finalità della disciplina accedere all'ipotesi, prospettata da altro commentatore, che il separato rendiconto non debba essere depositato presso il registro delle imprese (pag. 50).

(134) Più che una indicazione di tipo meramente qualitativo (un richiamo per il lettore a consultare la nota integrativa e il separato rendiconto), si dovrebbe trattare di una specificazione quantitativa del valore del bene facente parte del patrimonio separato: ad esempio, un "di cui" per ciascuna voce del bilancio interessata ovvero l'aggiunta di nuove sottovoci. Di questo avviso anche BOZZA (pag. 57).

(135) FONDAZIONE L. PACIOLI (pag. 16).

anche conto che la variabilità della configurazione giuridica dell'istituto accresce la difficoltà di trovare una rappresentazione contabile perfettamente ritagliata su tutte le possibili ipotesi (separazione perfetta vs. imperfetta), si può considerare un buon compromesso la soluzione predisposta dal legislatore (136).

3.2.8. *Gli strumenti finanziari*

È circondata da incertezza la natura degli strumenti finanziari eventualmente emessi ex art. 2447-ter, co. 1, lett. e. Le difficoltà di definizione dei tratti tipologici di tali strumenti e di qualificazione giuridica del rapporto sottostante, hanno molteplici origini.

In primo luogo, la richiamata disposizione si limita laconicamente a stabilire che la delibera costitutiva deve indicare “la possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione all'affare, con la specifica indicazione dei diritti che attribuiscono”. Nessuna indicazione, quindi, sulla natura di tali diritti (amministrativi e/o patrimoniali) e sull'estensione degli stessi. La precisazione che gli strumenti sono di partecipazione all'affare e non già al patrimonio – contenuta nella stessa legge delega – aggiunge poco all'elaborazione ermeneutica, poiché, come opportunamente rilevato, “non qualifica il rapporto sottostante, bensì solamente il profilo dei diritti patrimoniali di partecipazione ai risultati dell'affare” (137).

Offrono qualche spunto in più di riflessione, ma non valgono a risolvere il problema, gli altri riferimenti normativi: in particolare, il libro obbligatorio che deve indicare le caratteristiche di tali strumenti ed altre informazioni ad essi inerenti (art. 2447-sexies); l'organizzazione e i poteri delle assemblee speciali dei possessori degli strumenti (art. 2447-octies).

Riguardo a queste ultime, la disciplina risulta in larga misura modellata su quella delle assemblee degli obbligazionisti, di cui all'art. 2415 c.c., pur discostandosene in ragione dell'assegnazione ai rappresentanti comuni di “funzioni di controllo sul regolare andamento dello specifico affare”. Rafforza inoltre l'accostamento alla disciplina delle obbligazioni, l'esplicito rinvio normativo alle disposizioni relative all'assemblea degli obbligazionisti e al loro rappresentante comune (dall'art. 2415 c.c., primo comma escluso, all'art. 2419 c.c.). Non viene invece richiamato l'art. 2476 c.c. contenente la disciplina delle assemblee speciali che aggregano le diverse categorie di azionisti e di possessori di strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi.

(136) Per quanto riguarda l'obbligo di tenuta del libro degli strumenti finanziari emessi, prescritto dall'art. 2447-sexies, seconda proposizione, si potrebbe ritenere che tale obbligo riguardi soltanto le emissioni riferite all'ipotesi del “finanziamento destinato” (secondo modello), scomponendo esegeticamente l'art. 2447-sexies in due parti di cui la prima sancisce gli obblighi di tenuta della contabilità del modello del patrimonio destinato e la seconda prescrive la tenuta del libro per la sola ipotesi del finanziamento destinato (COMPORI, pag. 992, in particolare in nota n. 4). In considerazione tuttavia della netta distinzione tra la disciplina dei due modelli, si ritiene che la seconda proposizione dell'articolo in esame valga a introdurre un obbligo ulteriore nell'eventualità si faccia ricorso all'emissione di strumenti finanziari. Piuttosto si può argomentare circa l'opportunità di estendere in via interpretativa l'obbligo di tenuta del libro in parola anche con riferimento al secondo modello (finanziamento destinato), nella misura in cui l'emissione di strumenti finanziari sia consentita dall'ultimo comma dell'art. 2447-decies.

(137) COMPORI (pag. 974).

Anche la descrizione dei contenuti del libro obbligatorio (art. 2447-*sexies*) ricalca quella relativa al libro delle obbligazioni di cui all'art. 2421, co.1, punto 2. Tale quadro fornisce evidentemente un contributo esegetico nell'avvicinare gli strumenti in parola a titoli, in sostanza, di debito, pur non avendo valenza risolutiva (138).

Vi è un ulteriore riferimento normativo – non contenuto nella disciplina del patrimonio destinato, bensì nella Sezione V, dedicata alle azioni e agli altri strumenti finanziari partecipativi – da esaminare. Dispone l'art. 2350, co. 2, c.c., che le società possono, “fuori dai casi di cui all'art. 2447-*bis*”, emettere le c.d. azioni correlate (*tracking shares*). Il dettato normativo può essere variamente interpretato. Può ritenersi che il codice abbia soltanto inteso chiarire che le società possono emettere azioni correlate indipendentemente dalla circostanza della costituzione di patrimoni destinati, o, diversamente, che non possono essere “combinati” gli strumenti delle azioni correlate e dei patrimoni destinati; ma la presenza stessa di un collegamento normativo tra la disciplina delle azioni e quella dei patrimoni destinati alimenta anche letture che non escludono la natura azionaria degli strumenti finanziari in esame (139). Al riguardo, non può tuttavia sottacersi che la dottrina più attenta che ammette la natura azionaria è poi costretta in via interpretativa, e non senza esiti a loro volta problematici, a colmare

(138) Per DI SABATO (2003) “Tutto quanto sin qui esposto è chiaramente indice della visione che il legislatore ha dei portatori di questi strumenti quali, in buona sostanza, finanziatori dell'affare, che da esso traggono proventi, e non quali soggetti che attivamente partecipino alla vita del patrimonio dedicato, al pari di quanto possano fare gli azionisti (o anche i portatori di altri strumenti finanziari) con riferimento alla generale attività sociale” (pag. 194).

(139) Dell'espressione “fuori dai casi di cui all'art. 2447-*bis*....”, contenuta al comma 2, dell'art. 2350, c.c., possono darsi differenti interpretazioni. Potrebbe “intendersi nel senso che è possibile emettere azioni correlate *anche* in assenza di un patrimonio di destinazione” (BORSA ITALIANA, pag. 1569) ovvero che l'emissione di *tracking shares* non richiede la costituzione di patrimoni separati. Il limite di tale interpretazione è che la disposizione sarebbe piuttosto superflua essendo evidente il diverso piano su cui si collocano le azioni correlate, da un lato, e i patrimoni separati, dall'altro. Si potrebbe quindi ritenere che la norma intenda escludere l'emissione di *tracking shares* a fronte di patrimoni separati, nel senso che “tra gli strumenti finanziari di partecipazione a un patrimonio separato *non* possono essere comprese le azioni correlate” (BORSA ITALIANA, pag. 1569). Ciò varrebbe sostanzialmente a negare la possibilità di un utilizzo congiunto e concomitante dell'istituto dei patrimoni separati e delle *tracking shares* (di questo avviso COLOMBO, pag. 34, in nota 10, e BOZZA, pagg. 64 e 65); non si vede altra ragione per tale divieto se non quella di evitare le complicazioni operative e normative che deriverebbero da uno schema di tipo composito. Infine, la norma potrebbe intendersi nel senso che le società possono emettere azioni correlate indipendentemente dalla circostanza che abbiano o meno emesso “azioni di partecipazione al patrimonio separato”; lettura evidentemente sostenibile solo ove si propenda per l'ammissibilità della natura azionaria di strumenti rappresentativi dei patrimoni destinati.

Per COMPORI l'inciso lascia intendere che “la società possa emettere titoli azionari anche nell'ipotesi di costituzione di patrimoni destinati ad uno specifico affare. La società emetterebbe azioni il cui conferimento potrebbe essere destinato ad un patrimonio separato. I soci concorrerebbero con gli altri alla garanzia finale nei confronti dei creditori, ma il loro profilo finanziario sarebbe collegato all'andamento dello specifico affare” (pag. 973, in nota n. 12).

Se è ammissibile che una società costituisca patrimoni separati ex art. 2447-*bis*, co. 1, lett. *a*), ed emetta azioni ex art. 2350, co. 2, con diritti patrimoniali “correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore” in qualche modo definito dal perimetro del patrimonio separato, ciò non conduce a qualificare suddette azioni come rappresentative della partecipazione al patrimonio separato. Sul punto BARTALENA (pag. 95)

Per PISANI MASSAMORMILE nella norma in esame si può cogliere “una sorta di voluto parallelismo fra soluzioni studiate per gli strumenti finanziari e soluzioni studiate per le azioni: le azioni «correlate» sembrano il *pendant*, nell'ambito dei titoli destinati a rappresentare le «partecipazioni», degli strumenti finanziari di cui parla l'art. 2447-*ter*, comma 1°, lett.e. Lo stesso inciso iniziale [...] suona come una *excusatio non petita* del legislatore, come l'intento, cioè, di evitare in maniera plastica una distinzione che altrimenti potrebbe sfumare” (pag. 1304).

lacune o eliminare contraddizioni di una disciplina complessiva che sembra sostanzialmente impostata per regolare i rapporti tra la società e i suoi creditori (140).

Sin qui le scarse indicazioni normative. A ciò si aggiungano anche le incertezze derivanti dalla complessità dell'istituto, dall'ampio grado di autonomia nella conformazione dello stesso, dalla varietà degli interessi che gli strumenti finanziari esprimono e rappresentano.

Non meraviglia, dunque, che le soluzioni prospettate in dottrina coprano tutto il ventaglio delle opzioni possibili: dai titoli di debito, alla natura "ibrida" (nel cui novero si possono ricomprendere anche quegli strumenti partecipativi ex art. 2346, ultimo co., c.c.), a quella azionaria; del resto, le linee stesse di demarcazione delle "categorie" sono diventate a esito della riforma più sfuggenti (141).

(140) L'ammissibilità della natura azionaria degli strumenti finanziari conduce COMPORTI a dover poi colmare la supposta inadeguatezza delle disposizioni concernenti l'organizzazione corporativa dei possessori di strumenti finanziari, quando questi assumano la veste di azionisti. Secondo l'Autore "l'articolo in esame, rinviando all'applicazione delle disposizioni in materia di assemblea speciale degli obbligazionisti anche nell'ipotesi in cui gli strumenti emessi abbiano natura diversa dalle obbligazioni (ed in particolare quella di azioni [...]), ha omesso di richiamare le disposizioni relative alla tutela del socio riconosciuta nell'ipotesi di modificazione dello statuto sociale". In particolare, l'Autore solleva la problematica concernente la non estensione del diritto di recesso, riconosciuto ai soci nel caso di introduzione o di rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni (art. 2437, co. 2, lett. b), anche ai possessori di azioni emesse a fronte di patrimoni separati per le quali la società decidesse di modificare il regime di circolazione (pag. 1004).

LAMANDINI (2003) ritiene che per poter emettere strumenti finanziari (ex art. 2447-ter) di natura azionaria sia necessaria, dati i vincoli comunitari (II direttiva), una previsione nella delibera costitutiva del patrimonio destinato in forza della quale "in ipotesi di perdite sociali (estranee al patrimonio destinato) che intaccano il capitale della società oltre la quota rappresentata da azioni di altra categoria, anche essi ne subiranno gli effetti". Con la conseguenza di "una lettura «correttiva» dell'ambigua lettera del comma 1 dell'art. 2447-quinquies, dovendosi cioè ritenere che la separazione del patrimonio destinato rispetto ai debiti della società è, pur in assenza di una previsione espressa in tal senso nel menzionato comma 1, derogabile in via di autonomia in sede di delibera di costituzione." (pag. 497). Naturalmente ammettere la natura azionaria di siffatti strumenti significa anche ammettere una deroga all'art. 2447-ter, ultimo comma, nel senso che andrebbe comunque mantenuta la competenza dell'assemblea straordinaria a costituire il patrimonio con emissione di azioni; andrebbe inoltre riconosciuto il diritto di opzione ai soci nonché applicata la disciplina delle azioni proprie alle azioni eventualmente rivenienti alla società dalla costituzione del patrimonio destinato (pag. 498).

(141) COMPORTI ammette che lo strumento di partecipazione all'affare possa essere rappresentato da un'azione della società il cui relativo conferimento, dopo aver transitato per il patrimonio della società, venga di fatto destinato all'affare e come tale ne segua l'esito economico-finanziario. L'Autore quindi sostiene che la partecipazione debba essere intesa in senso ampio, "indipendentemente dal fatto che detti strumenti apportino capitale di rischio o di credito (e dunque strumenti rappresentativi tanto di un contratto di società, quanto di un contratto di diversa natura, ad esempio mutuo, associazione in partecipazione, ecc.)" (pag. 974).

Anche LAMANDINI (2003) reputa ammissibile la natura azionaria degli strumenti finanziari ex art. 2447-ter con ampie argomentazioni tra cui rientra anche l'incipit dell'art. 2350, co. 2, "Se gli strumenti finanziari di cui all'art. 2447-ter non potessero mai avere natura azionaria, non vi sarebbe stato alcun bisogno di precisare in detta norma che le azioni correlate sono emesse «fuori dai casi di cui all'art. 2447-bis»" (pag. 498).

Favorevole alle azioni ex art. 2447-ter è anche SANTOSUOSSO; l'Autore nel commentare la disciplina delle azioni correlate, sostiene: "Quanto alla configurazione della fattispecie nel suo rapporto con il patrimonio sociale, come si vede si tratta di azioni solo apparentemente simili alle azioni relative ai patrimoni separati, di cui all'art. 2447-ter, la differenza risiedendo fondamentalmente nella non coincidenza tra settori di attività e affari dei patrimoni destinati, e nel fatto, almeno per le azioni dei patrimoni dedicati, che queste non rappresentano frazioni di capitale ma di patrimonio netto" (pag. 80).

Di contrario avviso MANES (pag. 201) e, seppur soltanto alla luce dello schema di legge delega, RABITTI BEDOGNI (pag. 1124) e STELLA RICHTER (pag. 3)

Prende le distanze dalla possibile natura degli strumenti di partecipazione come azioni anche GIANNELLI secondo cui: "È pertanto evidente la differenza di tali strumenti rispetto alle obbligazioni che rappresentano, pur sempre, un credito nei confronti della società. È però anche netta la differenza di tali strumenti rispetto alle azioni, in quanto, pur essendo (come le azioni) forme di partecipazione al rischio, non rappresentano (a differenza delle azioni) un'aliquota del capitale della società emittente (art. 2346, co. 4)." (pag. 95).

Per DI SABATO (2003) "è evidente il netto parallelismo ipotizzato tra questi creditori [possessori degli strumenti finanziari] e gli obbligazionisti" (pag. 192). Propende per l'assimilazione dei titoli in specie alla categoria di quelli di debito ASSOCIAZIONE PREITE (pag. 61).

Per PISANI MASSAMORMILE i titoli in oggetto possono essere assimilati a quelli previsti dall'art. 2411, co. 3, c.c. in quanto "istituzionalmente condizionati, nelle loro attese patrimoniali, all'andamento economico non della società nel suo complesso, ma a quello di una specifica impresa (lo «specifico affare») ad essa facente capo" (pag. 1286).

Un giudizio definitivo potrà trarsi quindi solo dopo il consolidarsi di un'elaborazione dottrina, il manifestarsi delle prassi applicative, l'intervento della giurisprudenza.

C'è tuttavia spazio per qualche ulteriore riflessione. Innanzitutto, si ribadisce la necessità, sotto il profilo economico-funzionale, che i possessori degli strumenti finanziari in parola (così come i soggetti che effettuano apporti al patrimonio destinato), non vengano a configurarsi, per i diritti loro riconosciuti, come “*residual claimant*” del patrimonio destinato: poiché quest'ultimo è pur sempre parte del patrimonio della società, sono solo gli azionisti della società legittimati a vantare i diritti residuali anche sul patrimonio destinato; diversamente, come detto nella prima parte del lavoro, la distribuzione degli incentivi sarebbe distorta e la *governance* della società ne sarebbe negativamente condizionata. Almeno in questa accezione, i possessori degli strumenti finanziari non possono essere “azionisti del patrimonio destinato”. Tale convinzione sembra trovare conforto sul piano giuridico nell'art. 2447-*quinquies*, primo comma, in forza del quale i creditori della società non possono far valere alcun diritto sul patrimonio destinato allo specifico affare né, *salvo che per la parte spettante alla società*, sui frutti o proventi da esso derivanti; con ciò chiaramente affermandosi il principio che, pur nell'alea di rischio dell'andamento dell'affare, la società attende i frutti derivanti dalla gestione dello stesso. Pertanto i diritti patrimoniali sui frutti dell'affare riconosciuti ai possessori degli strumenti finanziari emessi a valere sul patrimonio destinato non possono essere illimitati.

La possibilità di emettere gli strumenti finanziari in parola consente alle società di smobilizzare in qualche misura parti del patrimonio e traslare parte del rischio d'impresa sui portatori dei titoli: in special modo quando il regime di separazione è perfetto, il portatore del titolo ha un diritto ad “esigibilità limitata” verso la società, ben più ristretto di un diritto di credito pieno. Ciò premesso, lo strumento di tutela predisposto dal codice, specificamente riguardante l'emissione di siffatti strumenti, è l'assoggettamento alla revisione contabile da parte di una società, quando questi titoli sono rivolti ad investitori non professionali (art. 2447-*ter*, co.1 lett. *f*). A parte l'onere della revisione, si consente quindi un'ampia possibilità di incorporare i diritti sul patrimonio destinato in titoli accessibili alla generalità dei risparmiatori. Qualche perplessità su tale assetto normativo può derivare anche dal confronto con la soluzione adottata per il secondo modello (finanziamento destinato) che invece esclude, pur con una incerta formula normativa (cfr. *infra*), la possibilità di emettere titoli destinati alla circolazione, salvo che ciò avvenga attraverso operazioni di cartolarizzazione ai sensi delle leggi vigenti.

3.2.9. Cessazione del vincolo. Fallimento

Le avversità costituiscono un importante banco di prova dell'effettiva tenuta giuridica ed economica del nuovo istituto. Ricostruiamo quindi le vicende del patrimonio separato nella sua fase terminale (art. 2447-*novies*).

L'esito fisiologico, auspicabile, è che si realizzi l'affare oppure che si verifichi uno dei casi di cessazione della destinazione eventualmente indicati nella delibera costitutiva (art. 2447-*novies*, u.c.). In tali ipotesi, nonché in quella (meno desiderabile) di impossibilità dell'affare, gli amministratori dovranno provvedere alla redazione del rendiconto finale e al suo deposito, unitamente a una relazione dei sindaci e del revisore contabile, presso il registro delle imprese. Nel caso in cui non siano state integralmente soddisfatte le obbligazioni

contratte per la gestione dell'affare, i relativi creditori potranno chiedere, entro novanta giorni dal deposito di cui sopra, la liquidazione del patrimonio separato (142).

La dottrina non ha mancato di rilevare alcune criticità di tale impianto normativo in quanto non in grado di assicurare adeguata tutela ai creditori particolari del patrimonio separato lamentando in particolare l'asimmetria rispetto alla fase costitutiva del patrimonio destinato (143).

Ad ogni modo se dalla liquidazione residua un attivo, *nulla quaestio*: esso confluisce nelle "casse" della società e il vincolo di destinazione cessa definitivamente. I problemi sorgono, invece, quando ad esito della liquidazione del patrimonio (144) alcuni creditori particolari restano insoddisfatti (e secondo alcuni commentatori forse già alla prima manifestazione di una condizione di "insolvenza" del patrimonio separato (145)) (146).

Il vincolo di destinazione – ovvero il muro eretto a separazione dei due (o più) patrimoni – sembra in grado di resistere alla crisi dell'affare: non viene infatti meno il principio della separazione previsto dall'art. 2447-*quinquies*; il terzo comma dell'art. 2447-*novies* sembra confermare il principio della insensibilità tra i due (o più) patrimoni (147). Ciò non esclude peraltro che, qualora i creditori particolari abbiano titolo per aggredire il patrimonio generale (o perché la società ha optato per un regime di separazione

(142) Il quadro normativo si presenta già piuttosto singolare: il rendiconto finale, anziché concludere la fase di liquidazione, la precede; la liquidazione è soltanto eventuale perché deve essere richiesta da creditori non integralmente soddisfatti. Sul punto BARTALENA (pag. 101). Diffusamente anche BOZZA (pagg. 138-142).

(143) BOZZA critica la scelta del legislatore di non prevedere per la fase finale dell'affare un "sistema normativo simmetrico e speculare a quello costitutivo" (pag. 132); ad esempio, la norma non richiede una deliberazione dell'organo amministrativo con le stesse maggioranze previste per la delibera costitutiva. Conseguenza di questa impostazione è anche la "carenza di mezzi di tutela da parte dei creditori. Questi infatti, non possono impugnare, né opporsi in qualche modo, al rendiconto finale di cui parla la norma perché nulla in proposito è previsto [...]". In questo modo si è attribuita all'organo amministrativo la libertà assoluta di far cessare la destinazione patrimoniale quando crede [...] (pag. 134). L'Autore registra quindi un "forte deficit di tutela per i creditori particolari. Costoro, infatti, a parte il fatto già appurato che non dispongono di alcuno strumento per opporsi alla decisione dell'organo amministrativo di ritenere concluso o irrealizzabile l'affare cui il patrimonio è stato destinato, possono chiedere la liquidazione del patrimonio separato entro tre mesi dal deposito del rendiconto e della relazione presso l'ufficio del registro delle imprese, ove il decorso del breve termine di tre mesi dal semplice deposito di detti documenti, che può avvenire in qualsiasi momento, rende del tutto aleatoria la possibilità di utilizzare questa pur minima tutela, richiedendo un onere di consultazione periodica del contenuto dei fascicoli societari presso il registro delle imprese" (pag. 140). Di analogo tenore il commento di ARLT (pag. 348).

(144) BOZZA rileva come "questo troppo frettoloso rinvio rende ardua l'impresa di stabilire quali norme della liquidazione della società siano compatibili con la fattispecie in esame, lasciando questa forma di liquidazione avvolta nella massima incertezza" (pag. 141).

(145) Per R. DI TORREPADULA "la soluzione che sembra da preferire è che la dichiarazione di fallimento non sia necessariamente subordinata alla preventiva liquidazione volontaria del patrimonio destinato ed alla constatazione della sua insufficienza. Questa conclusione, oltre che ragionevole, è conforme a quanto accade (in via ordinaria nella normale liquidazione di una società)." (pag. 15).

(146) COMPORTE rileva che l'ipotesi della "insolvenza" del patrimonio separato, pur non espressamente contemplata dall'articolo 2447-*novies*, può essere considerata un "di cui" della impossibilità di realizzazione dell'affare (pag. 989-990).

(147) Così FAUCEGLIA (pag. 814). Un diverso convincimento si rinviene in DE ANGELIS per il quale "Se lo specifico affare va in crisi, o l'imprenditore lo sostiene – eventualmente con gli altri soggetti interessati – o le perdite dell'affare stesso trascineranno nella crisi anche la società che lo ha gestito, coinvolgendone il patrimonio nel suo complesso. In tal caso, verificandosi il presupposto dell'insolvenza, fallirà la società, divenuta anch'essa insolvente, trascinando seco il patrimonio destinato all'affare che tale insolvenza aveva originato" (pag. 1463).

imperfetta, o perché trattasi di creditori extra-contrattuali, o per vizi, quale la mancata menzione del vincolo di destinazione negli atti compiuti in relazione all'affare), le loro pretese potrebbero essere in astratto così elevate da determinare la crisi della società; ma questa è solo un'eventualità.

Tuttavia, il quadro economico-normativo è più incerto di quanto appaia: non viene, infatti, escluso che il dissesto del patrimonio destinato possa avere ricadute anche sulle vicende della società, pur col mantenimento del vincolo di destinazione. È dubbio se la crisi del patrimonio separato termini in ogni caso con la sua liquidazione ovvero se in condizione di sostanziale "insolvenza" possa ritenersi applicabile la disciplina fallimentare (148).

Al momento le ipotesi sulle quali la dottrina ha avviato riflessioni sono: *a)* esclusione in ogni caso della possibilità di applicazione delle norme fallimentari, in quanto la crisi del patrimonio destinato non integra l'insolvenza della società; *b)* fallimento *generale* della società, ovvero assoggettamento a fallimento della società, seppur originato dal dissesto del solo patrimonio destinato; *c)* fallimento *parziale* della società, ovvero del solo patrimonio destinato, con possibilità per la società di continuare regolarmente l'esercizio dell'attività generale (149). Soprattutto in quest'ultima ipotesi ("fallibilità del patrimonio separato") restano da esplorare i termini di questo fallimento e le modalità con cui le disposizioni fallimentari dovrebbero adattarsi alla peculiarità del caso in specie, sia sotto il profilo soggettivo, sia sotto quello oggettivo (150).

In relazione a tali scenari, si formulano due osservazioni.

Se si propende per la non fallibilità del patrimonio destinato, con conseguente inapplicabilità anche delle disposizioni in tema di revocatoria, i creditori di quest'ultimo godrebbero di una tutela ridotta rispetto al caso del fallimento di una società; disparità di trattamento da valutarsi approfonditamente essendo le due ipotesi, quanto meno sotto il profilo economico, sostanzialmente equiparabili.

(148) Accede alla prima ipotesi COMPARTI per il quale "l'eventuale insufficienza del patrimonio a soddisfare per intero le pretese [dei] creditori non integra un'ipotesi di fallimento né della società, né tanto meno del patrimonio stesso, la insoddisfazione dei creditori 'speciali' comporterà solamente una loro richiesta di liquidazione del patrimonio" (pag. 1015). Per MANFEROCE "il patrimonio separato non può fallire, comunque riguardato, e se i creditori particolari, pur dopo la liquidazione del patrimonio, resteranno insoddisfatti e si appaleserà uno stato di insolvenza del patrimonio stesso, tale stato non potrà avere alcuna rilevanza sotto il profilo concorsuale" (pag. 1248). Anche FAUCEGLIA esclude l'applicazione della disciplina dell'insolvenza al patrimonio destinato, poiché essa comunque presuppone la sussistenza di significativi dati soggettivi, di cui è privo il patrimonio destinato in quanto tale (pag. 814).

Un'impostazione diversa si ritrova in D'ALESSANDRO (2003): "Si può ipotizzare che l'«affare speciale» non sia fortunato. In questo caso, non vedrei giustificazione in una sua sottrazione al fallimento [...]. Si avrebbe allora un caso [...] di soggetto *in bonis* che vede sottoposta a liquidazione concorsuale di tipo fallimentare una parte soltanto del proprio patrimonio." (pag. 41).

Anche N.R. DI TORREPADULA (pag. 12 e ss.) conclude, dopo aver affrontato la pregiudiziale della mancanza di un soggetto, che "l'insolvenza del patrimonio destinato produce il fallimento dello stesso".

Anche LAMANDINI (2003) ritiene che "il patrimonio destinato possa fallire nell'ipotesi in cui esso risulti insolvente" e che "la singolare natura della fattispecie dei patrimoni destinati" non sembra opporsi "in ipotesi di insolvenza del solo patrimonio destinato, all'apertura della procedura con riguardo alla sola massa patrimoniale separata (e non già all'intera società)" (pag. 502).

(149) Sul punto vedi BARTALENA (pag. 102 e ss.); MANFEROCE (pag. 1245 e ss.)

(150) Un tentativo in tal senso è compiuto da R. DI TORREPADULA (pag. 15 e ss.) e da MANFEROCE (pag. 1245 e ss.).

Se si accede all'ipotesi per cui l'insolvenza del patrimonio destinato trascina con sé anche il resto del patrimonio sociale, nel senso che non intervenendo quest'ultimo a soddisfare le ragioni dei creditori la società fallisce, la logica stessa del patrimonio separato verrebbe contraddetta. In tal caso infatti le sorti dell'attività generale della società non sono più disgiunte da quelle dell'affare: proprio quell'affare la cui dinamica si intendeva isolare attraverso il beneficio della limitazione di responsabilità determinerebbe, in caso di risultato negativo, un effetto domino sul restante patrimonio della società (pur col mantenimento di due distinte masse fallimentari nella procedura e quindi nel rispetto del vincolo di destinazione). Per quanto tale esito sia del tutto inappagante dal punto di vista della *ratio* economica dell'istituto, non si può non registrare che parte della dottrina ritiene che il vigente quadro normativo (norme codicistiche e fallimentari) conduca proprio a tale risultato (151).

Resterebbe quindi al momento insoddisfatta l'esigenza di temperare adeguatamente le istanze economiche di funzionalità dell'istituto con le problematiche giuridiche di un'insolvenza da riferire in qualche modo al solo patrimonio destinato, adattando l'applicazione delle norme fallimentari (ipotesi c (152)). Data l'importanza degli interessi in gioco, dalla cui composizione dipende l'appetibilità dell'istituto in esame, è opportuno un intervento legislativo volto a dare certezza giuridica alla materia.

L'altra prospettiva da esaminare è quella della crisi della società e dei riflessi di questa sulle vicende del patrimonio separato. Al riguardo l'ultimo comma dell'art. 2447-*novies* dispone che in caso di fallimento della società si applicano le disposizioni dello stesso articolo (quindi redazione del rendiconto, liquidazione del patrimonio destinato). In altri termini, il fallimento della società (e sembrerebbe solo questa evenienza) trascina con sé anche le sorti dell'affare (153). I creditori particolari del patrimonio separato sono sì salvaguardati dal vincolo di separazione, in forza del quale i creditori generali della società non potranno comunque aggredire i beni del patrimonio separato (almeno fin tanto che i primi non siano stati soddisfatti), tuttavia sopportano il significativo rischio economico di una conclusione prematura dell'affare; rischio che si materializza negli esiti incerti di una liquidazione intervenuta anticipatamente rispetto ai tempi di gestione

(151) BOZZA (pagg. 148-151). ARLT (pag. 350); quest'ultimo autore così conclude: "Paradossalmente, proprio uno dei principali obiettivi per cui è stata concepita la figura giuridica, cioè quello di circoscrivere il rischio economico ed imprenditoriale ad una parte del patrimonio sociale, è stato mancato. Appare indispensabile una correzione legislativa, oppure quanto meno un deciso intervento della giurisprudenza, considerando che, in mancanza, si rischia di compromettere la funzionalità e l'utilità stessa dell'istituto" (pag. 351).

(152) A questo tende una delle ipotesi teoriche prospettate da BARTALENA: "la società sarebbe dichiarata fallita, ma gli effetti del fallimento [...] riguarderebbero solo la massa separata, rispetto alla quale si è manifestato lo stato di insolvenza". La società potrebbe quindi continuare a svolgere la sua attività generale. Tale soluzione, secondo l'Autore, è allo stato difficilmente conciliabile con la "considerazione del fallimento come causa di scioglimento della società: essa, pertanto, sarebbe praticabile solo a condizione che il legislatore la prevedesse esplicitamente" (pag. 104).

(153) FAUCEGLIA si domanda se il fallimento della società debba portare necessariamente alla liquidazione del patrimonio destinato, oppure se, essendo *in bonis* il patrimonio destinato, si possa addvenire all'opposta soluzione di realizzare l'affare (pag. 815). Secondo l'autore una indiretta conferma della seconda ipotesi si ricaverebbe dall'ultimo comma dell'art. 2447-*decies* (che riguarda, tuttavia, la disciplina del "finanziamento destinato").

COMPORI critica la scelta del legislatore osservando che "il fallimento della società non avrebbe dovuto comportare necessariamente la cessazione dello specifico affare e la liquidazione del patrimonio destinato. [...] La scelta del legislatore penalizza eccessivamente ed ingiustificatamente le esigenze dei creditori 'speciali' dello specifico affare e di coloro (soci o terzi finanziatori) i quali avrebbero potuto comunque profittare del buon andamento dell'affare" (pag. 1013-1014).

dell'affare (154). Anche in questo caso, sussistono comunque dubbi circa gli effetti della dichiarazione di fallimento della società sul patrimonio destinato (155).

Il quadro complessivo sopra descritto sconta peraltro qualche incertezza anche a causa del significato non immediato da attribuire al terzo comma dell'art. 2447-*novies*, che fa "comunque salvi, con riferimento ai beni e rapporti compresi nel patrimonio destinato, i diritti dei creditori previsti dall'art. 2447-*quinquies*" (156). Non è di immediata individuazione a quali creditori e a quali diritti la norma faccia riferimento, atteso che l'articolo richiamato reca la generale disciplina della separazione (dal punto di vista delle limitazioni di responsabilità) e quindi, indirettamente, dei diritti di "tutti" i creditori: quelli particolari, quelli generali, quelli extra-contrattuali. Nella prospettiva sopra adottata, si è implicitamente assunto che la norma intenda ribadire che il vincolo di

(154) FAUCEGLIA ritiene che gli "organi fallimentari potrebbero – coerentemente ad un'esigenza di conservazione dell'attivo – addivenire all'opposta soluzione di realizzare «l'affare»" (pag. 815). Per MANFEROCE "sotto il profilo della necessità della liquidazione anche del patrimonio separato non mi sembra possano sussistere dubbi, pur se la scelta del legislatore delegato lascia perplessi non rispondendo alla *ratio* dell'istituto" (pag. 1248).

È critico verso la scelta legislativa che fa dipendere le sorti dell'affare da quelle dell'impresa F. FERROLUZZI: "il riverberarsi del fallimento della società sul perseguimento dell'affare, fa riemergere quello 'scanno informativo' che incide tanto sulla reperibilità quanto sul costo del capitale di credito, eliminando allora quel maggior grado di appetibilità per i capitali di credito che avrebbe dovuto costituire carattere principale della nuova disciplina" (pag. 120). Di analogo avviso GUIZZI per il quale tale soluzione normativa introduce un "forte disincentivo ad adottare lo strumento della separazione patrimoniale, soprattutto quando esso sia pensato come mezzo per favorire la raccolta di capitale presso terzi attraverso l'emissione di strumenti partecipativi ai risultati dell'affare. Così disciplinata la separazione patrimoniale finisce, infatti, per continuare ad esporre i finanziatori dell'affare, e comunque tutti coloro le cui ragioni di credito traggano origine da rapporti inerenti allo stesso, ai rischi dell'attività nel suo complesso, così vanificando la ragione stessa della costituzione del patrimonio separato" (pag. 652).

(155) Così DE ANGELIS: "vedo difficile, alla luce del diritto fallimentare vigente, limitare il fallimento alla restante parte del patrimonio dell'imprenditore, escludendone quello destinato allo specifico affare [...]. Per potersi sostenere che la separazione patrimoniale di cui trattasi [...] regga pure alla dichiarazione di fallimento bisognerebbe, a mio avviso, che la nuova legge fallimentare [...] procedesse nella linea della distinzione fra imprenditore e impresa, oggettivizzando l'entità passibile del fallimento (e beninteso delle altre procedure concorsuali), individuandola nell'impresa in quanto tale e non nell'imprenditore, ovviamente in presenza del presupposto dell'insolvenza" (pag. 1463).

In un commento alla delega, D'ALESSANDRO (2003) – dopo aver considerato: "Non vedrei ragione in tal caso [di dissesto del solo affare principale] di coinvolgere nella liquidazione fallimentare anche il patrimonio separato, arrecando così un danno ingiustificato ai correlativi *stakeholders*" – conclude tuttavia, dato che il rapporto tra soggetto e patrimonio non è sempre lo stesso, che "se la crisi colpisce l'«affare principale», essa non potrà non tradursi in un fallimento (o in altra procedura concorsuale) a carico della società e del suo patrimonio generale; solo se la crisi si limita a colpire l'affare speciale, si potrà pensare ad un fallimento che coinvolga il patrimonio ad esso dedicato e non il soggetto societario che ne è titolare" (pag. 41). Si colloca nella medesima prospettiva, ma facendo salva la precisazione che il fallimento del patrimonio destinato necessita di un'autonoma insolvenza, R. DI TORREPADULA (pag. 22).

Non condivide la ricostruzione di D'ALESSANDRO, BOZZA (pag. 152 e ss.).

MANFEROCE, esaminando anche i risvolti operativi, ritiene che la formulazione testuale dell'art. 2447-*novies* non lascia spazio per interpretazioni che si spingano a ritenere ammissibile una liquidazione concorsuale del patrimonio destinato; la norma vuole che si applichino le disposizioni sulla liquidazione societaria (pag. 1248).

(156) Cfr., ad esempio, NAPOLETANO (pag. 923).

separazione resta fermo anche durante la fase “terminale” delle vicende del patrimonio destinato (la liquidazione non fa venir meno la separazione dei patrimoni (157)) (158).

La portata della norma potrebbe anche estendersi ulteriormente. Si è detto che i creditori particolari hanno un termine di novanta giorni per chiedere la liquidazione del patrimonio separato. Ci si può domandare cosa accada qualora i creditori lascino spirare inutilmente questo termine. Di certo il vincolo di destinazione cessa e i patrimoni prima separati riconfluiscono nell’unico e indistinto patrimonio della società. Tuttavia, secondo taluna dottrina, proprio in forza della norma in esame, un effetto di separazione permarrrebbe, nel senso che – per quanto tali beni potrebbero essere oggetto di azioni da parte di tutti i creditori sociali e siano liberamente utilizzabili da parte degli amministratori – resterebbe fermo “il privilegio dei creditori *speciali*, in sede di riparto del ricavato della vendita coattiva” (159). Alternativamente si potrebbe ritenere che su quei determinati beni, i creditori particolari mantengano il proprio diritto, senza privilegio rispetto agli altri creditori, in condizioni di perfetta parità (la norma dispone che il diritto permane, ma non pone tali creditori in posizione privilegiata rispetto agli altri) (160).

In conclusione, si sottolinea che mentre nel modello in esame il fallimento della società comporta *ex-lege* la liquidazione del patrimonio (art. 2447-*novies*, co. 4, ultimo periodo), nel secondo modello (finanziamento destinato), solo “se il fallimento della società impedisce la realizzazione o la continuazione dell’operazione” si determinano gli effetti previsti dall’art. 2447-*decies*. La stessa vicenda, il fallimento della società, viene trattata quindi diversamente: si può sostenere che, se asimmetria doveva esserci, poteva essere più logica la soluzione inversa con riguardo alla disciplina dei due modelli (161).

3.3. *Il secondo modello. Elementi essenziali e dubbi interpretativi del “finanziamento destinato”.*

Per quanto riguarda il secondo modello, il dispositivo normativo è tutto racchiuso in un solo articolo (art. 2447-*decies*).

In primo luogo è da sottolineare che esso reca la disciplina di un contratto, testimoniando una prospettiva significativamente diversa da quella sottesa al primo modello.

Il finanziamento destinato non si pone in antinomia alla costituzione di una società *ad hoc*: esso non incide infatti sul piano delle scelte di una società che volendo gestire “sepa-

(157) Così testualmente R. di TORREPADULA (pag. 10). Cfr. COMPORTI (pag. 1011)

(158) Diversamente, il rinvio potrebbe intendersi al primo comma dell’art. 2447-*quinquies*: i richiamati diritti sarebbero quelli dei creditori generali della società in relazione alla parte di frutti e proventi derivanti dall’affare (o dal patrimonio) spettante alla società. In questo senso CESARO (pag. 203). Improbabile che il riferimento possa essere ai diritti di eventuali creditori extra-contrattuali ai quali non è opponibile la separazione (art. 2447-*quinquies*, co. 3).

(159) BARTALENA (pag.101). Per BOZZA “sia o non sia eseguita la liquidazione, i creditori particolari mantengono la garanzia sui beni vincolati alla soddisfazione dei loro crediti, anche se questi beni sono rientrati nel patrimonio sociale a seguito della cessazione dell’affare” (pag. 146).

(160) In questo senso sembra orientato il commento di INZITARI (pag. 302).

(161) Cfr. COMPORTI. L’autore critica il diverso trattamento della dichiarazione di fallimento della società nei due modelli e sostiene la tesi, che si condivide, secondo cui “se vi era una struttura «autonoma» – da salvare rispetto alla struttura della società fallita – questa era da rinvenire nel primo modello [...] anziché in quello del finanziamento” (pag. 1015).

ratamente” una porzione di attività sociale dovrà valutare benefici e costi della tradizionale alternativa tra impresa multidivisionale e articolazione in forma di gruppo. Inoltre, il contratto di finanziamento – previo rispetto del contenuto obbligatorio e delle altre condizioni (deposito del contratto presso il registro delle imprese e adozione di idonei sistemi di incasso e contabilizzazione) – integra una separazione patrimoniale, ma non invasiva ed estesa come nel primo modello bensì limitata esclusivamente ai proventi derivanti dalla gestione dell’affare (oltre ad un vincolo sui beni strumentali). In questa figura, la separazione patrimoniale, oltre a fungere da strumento di limitazione di responsabilità del debitore, è soprattutto tecnica funzionale ad un più agevole accesso al credito per lo svolgimento di un determinato affare rientrante nell’attività d’impresa.

Con queste essenziali caratteristiche tale modello appare potenzialmente in grado di recare un significativo valore aggiunto. Da una parte, persegue una funzione economica ben determinata, rendendo disponibile una nuova modalità di finanziamento idonea a recare, per quanto visto nella prima parte di questo lavoro, benefici in termini di diversificazione rischio-rendimento, migliore qualità del *monitoring* etc.. Dall’altra, comporta minori costi sia diretti (ad esempio, libri e scritture contabili etc.), sia soprattutto indiretti, nel senso che non solleva rischi di opacità nelle strutture e nel funzionamento interno delle società, nel rapporto di queste con i terzi, nonché di aumento dei costi di transazione nel mercato. L’istituto riesce a non invischiarsi nella delicata questione della tutela dei creditori i quali, siano essi contrattuali o extra-contrattuali, vengono a trovarsi in una posizione meno problematica rispetto alla costituzione di patrimoni separati ex art. 2447-ter. In definitiva, gli spazi per eventuali utilizzi abusivi appaiono più ristretti rispetto al primo modello (162).

Anche dal punto di vista della sistematica giuridica esso non solleva particolari problemi; anzi si può ritenere che tenda in qualche misura a attenuare, ancorché in maniera necessariamente parziale, alcune rigidità della disciplina codicistica delle garanzie reali, la cui arretratezza sembra ormai ampiamente nota e condivisa in dottrina (163).

Come già sottolineato, la sussistenza anche in questo modello di una forma di separazione patrimoniale non vale ad “accostare” più di tanto i due modelli. Nel secondo la separazione non è *in re ipsa* col contratto di finanziamento, ma emerge solo in un momento logico e cronologico successivo, ovvero quello della non certa maturazione dei proventi (164). Anche quando si perfeziona, la sua ampiezza e la sua portata non sono

(162) Potrebbe viceversa sostenersi una maggiore rischiosità del modello in esame rispetto al primo, per la mancanza di un limite quantitativo al finanziamento.

(163) Per quanto l’osservazione non sia riferita al secondo modello, ma più in generale alle nuove tecniche di separazione patrimoniale, ZOPPINI (2002) afferma: “Si tratta evidentemente d’una conferma, ove ve ne fosse bisogno, della crisi delle garanzie reali, che, legate come sono ad una concezione statica dei beni, appaiono sempre meno adeguate ad un sistema economico che pone il suo baricentro non nel valore d’uso, ma nel valore di scambio. Di qui la ricerca di nuove prospettive per la tutela del credito, che tende a spostarsi dai beni – oggi largamente *mobilizzati* e *dematerializzati* – all’attività cui quei beni sono strumentali ed aspira a superare le rigidità che, nel nostro sistema, caratterizzano le strutture formali della garanzia reale” (pag. 572).

Sull’arretratezza del modello italiano delle garanzie reali, si veda, fra tutti, BUSSANI. Sul punto specifico della parziale equivalenza funzionale dell’istituto in esame con quella particolare forma di garanzia nota in altri ordinamenti come *floating charge* cfr. ANGELICI (pag. 29). Sulla *floating charge* in particolare cfr. GALANTI.

(164) Peraltro sembra potersi notare che sin dal momento successivo al contratto di finanziamento, allorché alcuni beni del patrimonio della società vengono destinati allo svolgimento dell’affare, già si realizza una “destinazione patrimoniale” con conseguenti effetti giuridici (disciplina dei beni strumentali ex art. 2447-decies, co. 5).

paragonabili in termini di sostanza economica e di effetti giuridici a quelle del primo modello. Non è possibile, ad esempio, separare macchinari, crediti, partecipazioni o rami d'azienda; non è possibile conferire nel patrimonio separato anche posizioni passive (nel primo modello sono separabili anche i "rapporti giuridici").

Al fine di preservare la funzionalità dell'istituto, i beni strumentali alla realizzazione dell'affare sono sottoposti, *ab origine*, ad una speciale disciplina in forza della quale i creditori sociali possono esercitare su tali beni solo azioni conservative a tutela dei loro diritti (art 2447-*decies*, co. 5); tale vincolo di destinazione determina una limitazione dei diritti dei creditori sociali, ma non integra una vera e propria separazione patrimoniale, ulteriore rispetto a quella che interessa i proventi: i beni strumentali non sono sottratti definitivamente alla garanzia generica dei creditori sociali, e infatti, come previsto dal sesto comma, cessata la strumentalità il vincolo viene meno (165). Inoltre, in assenza di una contraria previsione normativa, si desume che la destinazione all'affare di tali beni strumentali non debba essere "esclusiva" (come nel primo modello), ben potendo essi servire anche allo svolgimento della restante attività d'impresa.

Corollario a questa diversa impostazione di fondo è che non vi sono "atti compiuti in relazione allo specifico affare" che debbano recare "espressa menzione del vincolo di destinazione" (primo modello). Tale mancanza, lungi dall'essere un profilo di debolezza, è un presidio *ex-ante* per il mercato nel suo complesso: la società non può attraverso la menzione del vincolo o la sua omissione operare con la generalità dei suoi creditori, imputando di volta in volta gli effetti degli atti al patrimonio separato o a quello generale. Il contenuto obbligatorio del contratto di finanziamento e l'obbligo di deposito dello stesso presso il registro delle imprese, rendono l'operazione verosimilmente riservata a rapporti "volontari e consapevoli" tra imprese e soggetti finanziatori; ciò diversamente dal primo modello ove l'obbligo di deposito è solo per la delibera costitutiva mentre nessun onere particolare di forma o di contenuto è imposto per gli atti intercorrenti tra società e creditori particolari (166). L'aver indirizzato l'utilizzo dell'istituto ad una platea di soggetti almeno in astratto consci del rischio in cui incorrono, evita potenziali abusi ai danni dei creditori sociali e al contempo realizza – attraverso l'effettivo interesse nell'affare da parte del finanziatore – un vantaggio in termini di *monitoring*. Un discorso a parte riguarda la possibilità di emettere titoli destinati alla circolazione (cfr. par. 3.3.2).

Il secondo modello non pone inoltre problemi di *governance* interni alla società, non incide in alcun modo sulla posizione degli azionisti; non solleva equivoci circa eventuali "sdoppiamenti" di tale categoria di soggetti (167).

Trattandosi di operazione nel complesso assimilabile ad una tecnica di *project-financing*, al più il finanziatore può effettuare controlli sulla "esecuzione" dell'operazione (art. 2447-*decies*, co. 2, lett. e) ma non può certo spingersi a intervenire nell'amministrazione dell'affare che resta completa ed esclusiva competenza dell'organo amministrativo della società (168).

(165) Cfr. MANFEROCE (pag. 1250).

(166) È stato già argomentato nella prima parte del lavoro, che la semplice "menzione del vincolo di destinazione" sugli atti compiuti dalla società in relazione allo specifico affare non appare presidio informativo sufficiente a garantire che la relazione tra la società e i creditori del patrimonio separato si svolga in condizioni di adeguata consapevolezza da parte di questi ultimi.

(167) IAMICELI afferma "il vincolo di destinazione non interessa risorse proprie della società al momento della istituzione del patrimonio separato e in questo senso si sottrae alla dinamica dei conflitti che, nel modello precedentemente illustrato, possono sorgere tra soci, creditori anteriori e soggetti beneficiati dalla separazione" (pag. 274).

(168) Per una esemplificazione dei possibili controlli che spettano al finanziatore cfr. COMPORTI (pag. 1021).

Molto ampia è l'autonomia contrattuale sui profili operativi del finanziamento, a partire dalle modalità di rimborso. In primo luogo, il contratto dovrà chiarire se i proventi sono asserviti al rimborso dell'intero finanziamento o solo di parte di esso: l'esigibilità limitata può infatti riguardare l'ammontare complessivo del finanziamento ovvero, se le parti accedono ad una formula mista, solo una parte del finanziamento sarà "coperta" dai proventi e quindi solo in relazione a questa il finanziatore si accolla il rischio che i proventi non siano sufficienti al rimborso. Il contratto dovrà poi indicare quanta parte dei proventi sono destinati al rimborso del prestito e sono quindi sottratti alla garanzia generica dei creditori sociali (169). Il finanziamento può essere, inoltre, assistito da garanzie prestate dalla società (ci si riferisce a quelle ex lett. g del contratto) ma non a copertura dell'intera esposizione (almeno per una parte il finanziatore deve quindi sopportare un rischio d'impresa (170)). Infine, deve essere indicato il tempo massimo di rimborso, "decorso il quale nulla è più dovuto al finanziatore"; previsione che, comprimendo significativamente le ragioni del finanziatore, non ha mancato di sollevare qualche dubbio (171).

A parte le difficoltà connesse con l'esatta qualificazione giuridica del contratto in esame (mutuo, associazione in partecipazione, misto (172)), va rilevato come anche la disciplina del "finanziamento destinato" sconti qualche difficoltà interpretativa e sollevi perplessità su specifici aspetti (173).

Ha suscitato in particolare attenzione la circostanza che il codice non richieda l'intervento di un intermediario finanziario con compiti, ad esempio, di gestione e di controllo sui flussi di cassa, al fine di rafforzare l'efficacia della regola sulla separazione patrimoniale dei proventi. Come è stato rilevato, tale condizione risulta ancor più preoccupante qualora si ritenga che "la società risponda non solo nei limiti del valore dei proventi destinati ai finanziatori, ma anche e soltanto con quei proventi; dunque, solo se e nei limiti in cui quei proventi sono stati mantenuti effettivamente separati dal resto del patrimonio della società" (174). Il rischio di confusione dei patrimoni emerge, in questo

(169) Si registra una non perfetta coincidenza tra il primo comma dell'art. 2447-*decies* (il contratto può prevedere che al rimborso...del finanziamento siano destinati...*tutti o parte* dei proventi) e la lettera *f*) del secondo comma (la *parte* dei proventi destinati al rimborso del finanziamento).

(170) Al riguardo BOZZA si pone il seguente interrogativo: "a fronte del finanziamento di mille, rimborsabile con i proventi segregati in patrimonio separato nel limite di seicento, la eventuale garanzia ulteriore di cui alla lett. *g*) rilasciata senza altra precisazione, si aggiunge a quella della separazione per meglio tutelare il creditore del rimborso delle seicento o può essere data a garanzia del pagamento della differenza?"; l'Autore propende per la prima ipotesi (pag. 173). Per NAPOLETANO una connotazione del finanziamento destinato pare doversi rinvenire proprio "nell'aleatorietà del rimborso dei finanziatori, che verrebbe meno se la società garantisse il rimborso dell'intero finanziamento" (pag. 927).

(171) Secondo DI SABATO (2004) "la funzione pratica dell'istituto è affidata ad un'ipotesi irrealistica, se attuata secondo correttezza, a meno di non limitare la fruibilità del nuovo istituto alle ipotesi di investimenti di lunga durata, in base alla quale i proventi dell'affare consentano, in tutto o in parte, il rimborso del finanziamento e, in più, un ritorno dell'investimento; o a meno che i finanziatori non impongano la garanzia della società con tutto il suo patrimonio, come reso possibile dall'art. 2447-*decies*, comma 2°, lett. *g*)" (pag. 22).

(172) Per un'approfondita analisi sul punto cfr. COMPORI (pag. 1023 e ss.).

(173) Si segnala ad esempio che manca una disciplina degli effetti dei vizi del contenuto del contratto sulla separazione patrimoniale (così come nel primo modello manca la disciplina dei vizi della delibera costitutiva). BOZZA, in particolare, si interroga sulle conseguenze dell'eventuale inadeguatezza dei sistemi di incasso e di contabilizzazione di cui all'art. 2447-*decies*, co. 3, lett. *b*) (pag. 178).

(174) NAPOLETANO (pag. 927).

caso, in tutta la sua gravità. Al contempo, a parziale riconsiderazione del problema, la scelta operata dal legislatore va riguardata, oltre che in un'ottica di contenimento dei costi, in relazione da un lato, al divieto di emettere titoli destinati alla circolazione (salvo il caso della cartolarizzazione per la quale operano tutele specifiche) dall'altro, ai poteri di controllo che spettano al finanziatore. Nulla vieta inoltre che la soluzione richiamata venga adottata volontariamente tra le parti come presupposto di un idoneo sistema di incasso e di contabilizzazione (art. 2447-*decies*, co. 3, lett. *b*).

Non mancano, infine, anche con riguardo al secondo modello, critiche più radicali sulla costruzione giuridica, nonché sui profili funzionali dell'istituto (175).

3.3.1. *Nozione di provento*

La nozione di provento può essere assimilata sia al concetto di "utile", sia a quello di "flusso di cassa" (176). Per le ragioni di seguito esposte, si propende per la seconda accezione.

Innanzitutto, l'art. 2447-*decies*, co. 3, testualmente recita: "I proventi dell'operazione costituiscono patrimonio separato". Riferire la nozione di provento a quella di utile significherebbe ammettere che il patrimonio separato sia *costituito* da un "utile", ovvero da una differenza tra costi e ricavi; molto più immediato e tangibile appare invece riferire la consistenza di tale patrimonio a flussi di cassa, più agevolmente e concretamente individuabili, su cui il finanziatore possa soddisfarsi e su cui non sono invece ammesse azioni da parte dei creditori sociali (art. 2447-*decies*, co. 4). Alla nozione di flusso di cassa induce anche l'espressione "sistemi di incasso" utilizzata dal legislatore (art. 2447-*decies*, co. 3, lett. *b*).

(175) Paventa dubbi di incostituzionalità, per eccesso di delega, BARTALENA. L'Autore rileva infatti che la legge delega demandava al legislatore delegato il compito di disciplinare "patrimoni dedicati ad uno specifico affare": nel secondo modello, invece, il patrimonio separato (costituito dai proventi) non risulterebbe dedicato ad un affare (anzi emerge ad esito dell'affare stesso) ma solo asservito al rimborso del finanziamento concesso per lo svolgimento dell'affare. I dubbi di legittimità costituzionale sono peraltro ridimensionati dall'Autore stesso in ragione del regime giuridico cui sono sottoposti i beni strumentali sottratti, sia pure temporaneamente, alle azioni esecutive dei creditori generali della società. Dunque, conclude l'Autore, anche nel secondo modello vi è un patrimonio dedicato ad uno specifico affare (individuato nei beni strumentali all'affare), "sia pure composto da beni diversi da quelli che sono espressamente indicati dal legislatore, con conseguente recupero della legittimità della norma, stante la conformità, per questo aspetto, alle prescrizioni della legge-delega." (pagg. 86 e 93).

Anche sotto il profilo funzionale il modello raccoglie giudizi negativi. Per DI SABATO (2003), "la funzione pratica dell'istituto è affidata a un'ipotesi irrealistica, se realizzata secondo correttezza, a meno di non limitare la fruibilità del nuovo istituto alle ipotesi di investimenti di lunga durata, in base alla quale i proventi dell'affare consentono, in tutto o in parte, il rimborso del finanziamento: soccorrono al riguardo le esperienze del *project financing*, che forse non esigevano la creazione di un istituto nuovo" (pag. 192).

Dello stesso tenore FIMMANÒ: "Analogamente ci pare estremamente riduttiva anche l'impostazione opposta, «meramente finanziaria», che finirebbe per ridurre l'istituto ad una sorta di variante generale sul tema della *project company*, così come concepita dall'art. 37 *quinquies* della Merloni *ter*, in materia di *project financing*, nel tentativo di riprodurre quello che in altri ordinamenti avviene, proprio in tema di *project financing*, con gli strumenti del *trust borrowing vehicle* o del *security trust*. Se si aderisse rigidamente a questa impostazione si finirebbe con l'introdurre solo un nuovo tipo di privilegio per gli istituti di credito che intendano finanziare un determinato affare e quindi col prevedere solo una «tecnica di indebitamento garantita»" (pag. 962).

(176) Propende per la prima soluzione COMPORTI (pag. 1028); sono favorevoli alla seconda P. FERRO-LUZZI (2002, pag. 131) e GRANELLI (pag. 511). BOZZA individua con precisione i proventi in parola in quelli di cui al punto 5 della lett. a, dell'art. 2425 c.c.: si tratta evidentemente di "ricavi lordi" (pag. 166).

Se ciò che rileva fosse una nozione di “utile”, se fosse quindi necessario tenere in considerazione i costi dell’affare, il patrimonio separato avrebbe un valore continuamente mutevole con l’evoluzione economica dell’affare: prerogativa che sembra più tipica del primo modello di patrimonio separato (che nella sostanza funge da impresa distinta) che non di quello in esame. Inoltre, riferire la nozione di provento a quella di utile condurrebbe a giudicare inadeguati i presidi contabili previsti dal legislatore e ingiustificata, almeno in parte, l’asimmetria con il primo modello ove opportunamente si richiede una contabilità separata, l’individuazione di “criteri per la imputazione degli elementi comuni di costi e di ricavi” e la redazione di un rendiconto separato. Nel modello in esame la società è tenuta soltanto ad adottare “sistemi di incasso e di contabilizzazione idonei a individuare in ogni momento i proventi dell’affare”: quindi un sistema efficace a individuare i proventi – soltanto essi – e non a rappresentare l’evoluzione di un’intera vicenda imprenditoriale.

È stato sostenuto che riferire la nozione di provento a quella di ricavo sia illogico in punto di *ratio* economica poiché il finanziatore si troverebbe a godere soltanto degli esiti positivi dell’affare mentre i relativi costi sarebbero sopportati esclusivamente dall’impresa e quindi andrebbero a gravare sugli altri creditori sociali (177).

Invero, non si vedono pregiudizi per i creditori sociali: la società stipula un contratto di finanziamento e acquisisce fondi per la gestione dell’affare; l’affare comporta dei costi che la società sopporta al pari di quelli derivanti da altre operazioni; i ricavi dell’affare non sono affatto distolti dalla società, ma continuano ad alimentare il suo conto economico (178); sono soltanto i flussi di cassa, non necessariamente tutti (179), che vengono posti al servizio del rimborso di tutto o parte del finanziamento. Dunque, l’impresa stimerà costi e ricavi dell’affare, farà una previsione dei flussi di cassa e deciderà quanta parte destinare al rimborso del finanziatore; questi farà altrettanto per valutare la convenienza dell’operazione (180). In tal senso si giustifica il contenuto obbligatorio del contratto di finanziamento (descrizione dell’operazione e piano finanziario) e l’indicazione nello stesso dei “costi previsti ed i ricavi attesi”

(177) COMPORTI (pag. 1028).

(178) Si sottolinea, peraltro, che non sembra che l’affare possa essere intrapreso esclusivamente con le risorse acquisite attraverso il finanziamento dedicato (quindi “risorse di terzi”) poiché l’art. 2447-*decies*, co. 2, lett. b prevede che nel piano finanziario dell’operazione sia indicata “la parte coperta dal finanziamento e quella a carico della società”. Anche sotto tale profilo emerge la logica riconduzione sia dei costi sia dei ricavi dell’affare alla società che lo gestisce (aspetto che marca la differenza con il primo modello ove costi e ricavi devono invece essere opportunamente allocati tra patrimonio generale e patrimonio separato). Per BOZZA, la parte dei proventi non destinata al rimborso del finanziamento “che entrata nel patrimonio della società si confonde con gli altri componenti attivi e passivi del reddito, può essere utilizzata per il pagamento dei costi per l’esecuzione dell’affare e delle imposte” (pag. 166).

(179) Solleva qualche dubbio la circostanza che mentre il primo comma dell’art. 2447-*decies* prevede che al rimborso del finanziamento possano essere destinati “tutti o parte” dei proventi dell’affare, il secondo comma, lett. f), dispone che il contratto di finanziamento deve indicare “la parte dei proventi destinati al rimborso”. Sul coordinamento tra le due norme si sofferma anche BOZZA per ciò che riguarda il significato dell’inciso “in via esclusiva” (pagg. 171-172).

(180) Per BOZZA soprattutto la disposizione normativa che impone di indicare nel piano finanziario la parte coperta dal finanziamento e quella a carico della società (art. 2447-*decies*, co. 2, lett. b) “fa capire come la struttura dell’operazione venga definita attraverso un processo di negoziazione tra i diversi soggetti coinvolti in merito alla ripartizione dei rischi dell’iniziativa” (pag. 168).

(art. 2447-*decies*, co. 2, lett. a) e lett. b)) (181). Si ritiene che tale precetto agisca sul versante della riduzione delle asimmetrie informative tra debitore e creditore e non valga invece a far ricadere direttamente sul finanziatore i costi dell'affare. Del resto, che il finanziatore possa essere interessato a conoscere i costi dell'affare discende anche dalla possibilità che la società conceda eventuali garanzie (art. 2447-*decies*, co. 2, lett. g) e/o che solo parte del finanziamento sia coperta dai proventi; il patrimonio generale della società può quindi, in qualche misura, pur sempre fungere da garanzia generica. Infine, il finanziatore è interessato a conoscere i costi dell'affare poiché il fallimento della società può avere ripercussioni sulla prosecuzione dello stesso.

Concludendo, la gestione dell'affare comporta il sostenimento di alcuni costi; differente, però, è il modo con cui essi incidono nei due modelli di patrimoni separati. Nel primo, il valore del patrimonio dedicato evolve per effetto dell'intera dinamica gestionale e dunque dei costi e dei ricavi inerenti all'affare (opportunosamente rappresentati dalle scritture contabili e dall'apposito rendiconto); nel secondo modello, di natura contrattuale, sono determinanti le clausole pattizie di rimborso del finanziamento, in specie se: il rimborso tramite proventi è totale o parziale; i proventi sono destinati tutti o in parte al rimborso; la società concede garanzia parziale.

Quanto sopra non solo non esclude, ma suggerisce l'opportunità che le parti provvedano nel contratto di finanziamento a definire ed esplicitare tutti i termini dell'accordo: poiché la disciplina del finanziamento destinato si incentra sul "contratto", resterà rimessa alla capacità negoziale delle parti la definizione completa e puntuale dei contenuti dell'accordo (ivi compreso eventualmente uno specifico riferimento al trattamento dei costi dell'affare).

3.3.2. *Coordinamento con le norme sulla cartolarizzazione*

L'art. 2447-*decies* stabilisce che "fuori dall'ipotesi di cartolarizzazione previste dalle leggi vigenti, il finanziamento non può essere rappresentato da titoli destinati alla circolazione".

Soffermiamoci dapprima sulla proposizione principale. Essa, come punto fermo, esclude che il finanziamento destinato possa essere rappresentato da titoli destinati alla circolazione. La ragione di tale limitazione sembra da rinvenire nella circostanza che il finanziatore dello specifico affare non vanta un diritto di credito "pieno" verso la società, bensì una pretesa ben più limitata: infatti, la società risponde esclusivamente con il patrimonio separato (a parte eventuali garanzie) e soltanto per un periodo di tempo definito, decorso il quale nulla è più dovuto al finanziatore ("tempo massimo di rimborso" di cui alla lettera h, comma 2 dell'art. 2447-*decies*). Considerata quindi la "compressione" dei diritti del finanziatore, si comprende la cautela con cui il legislatore ha trattato la fattispecie e la volontà di evitare che circolassero tra il pubblico titoli rappresentativi del finanziamento destinato. È stata già sottolineata la diversa soluzione normativa adottata con riferimento al primo modello (patrimonio destinato), dove la società ha, invece, la possibilità di emettere "titoli sul patrimonio" diffusi tra

(181) La necessaria indicazione nel contratto di finanziamento dei "costi previsti" viene considerata da COMPARTI ulteriore conferma del riferimento della nozione di provento a quella di utile (pag. 1028 in nota n. 44).

il pubblico in misura rilevante ed offerti ad investitori non professionali (art. 2447-ter, lett. f) (182).

Per altro verso, non viene esclusa la possibilità che il finanziamento possa essere rappresentato da titoli *non* destinati alla circolazione, nel senso che la loro trasferibilità sia esclusa o soggetta a preventivo consenso (183).

La modalità, invece, per poter emettere titoli trasferibili e consentire quindi un più agevole reperimento di risorse finanziarie, viene individuata nel ricorso ad operazioni di cartolarizzazione. In tal caso, infatti, dovrebbero intervenire a tutela del mercato e dei risparmiatori i presidi e le garanzie all'uopo previste dalla legge 130/99 (184).

Qualche dubbio sussiste però proprio con riguardo al modo con cui le norme codicistiche in tema di finanziamenti destinati si intersecano con quelle sulla cartolarizzazione (185). In *primis* si nota che la legge 130/99 contempla la cartolarizzazione di "crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri" (art. 1), laddove il patrimonio separato si forma invece con la maturazione e l'incasso di proventi. Si premette che autorevole dottrina, a commento della legge 130/99, ha segnalato l'incoerente soluzione di ammettere la cartolarizzazione di crediti futuri e non anche dei proventi, non essendo significativamente diverse le due nozioni (il vero "salto", economico e giuridico, sta infatti nell'aver ammesso la cartolarizzazione dei crediti futuri, oltre a quelli esistenti) (186). Ciò premesso, resta comunque la circostanza che la legge 130/99 non sembra contemplare la cartolarizzazione di proventi o, quanto meno, non disegna un quadro giuridico idoneo a garantire il necessario grado di sicurezza per una tale operazione (187). Inoltre, la legge 130/99 richiede l'intervento della società veicolo (con oggetto esclusivo e sottoposta a vigilanza) al fine di garantire la separazione patrimoniale dei crediti ceduti rispetto al soggetto cedente, funzione che in qualche modo

(182) Per NAPOLETANO "l'assenza di beni preesistenti all'operazione finanziata, che distingue la figura di patrimonio destinato [...] in esame da quella regolata dagli artt. 2447-ter e seguenti, deve aver giocato un ruolo importante nell'escludere la possibilità di emissione di titoli rappresentativi del finanziamento [...]" (pag. 929).

(183) In questo senso MANZO e SCIONTI (pag. 1334 e, in particolare, nota 26). Non sembra potersi invece condividere l'attribuzione ai portatori di tali titoli di diritti amministrativi che includano "un potere di veto in relazioni alle decisioni che definiscono l'indirizzo strategico delle attività patrimoniali, i cui proventi costituiranno patrimonio dedicato". Ciò non tanto per il problema, individuato e risolto dagli stessi Autori, della mancanza di una sede ove poter esercitare tali diritti, quanto perché, ai sensi dell'art. 2447-decies, co. 2, lett. e, il contratto di finanziamento deve indicare "i controlli che il finanziatore, o soggetto da lui delegato, può effettuare sull'esecuzione dell'operazione": al finanziatore è sì riconosciuto un diritto amministrativo, ma dal contenuto sembrerebbe circoscritto alla fase esecutiva dell'operazione, non anche quella di indirizzo strategico che resta di esclusiva competenza dell'organo amministrativo della società.

(184) Si tralasciano le altre leggi che pure contemplano forme di cartolarizzazione, data la loro più circoscritta applicazione al settore pubblico (proventi derivanti da dismissioni immobiliari, crediti INPS etc.). Per una disamina di queste norme cfr. TROIANO.

(185) In tal senso, cfr. ASSOCIAZIONE PREITE (pag. 61).

(186) Sostiene P. FERRO-LUZZI (2003) che "da un punto di vista economico, con particolare riferimento alla radicalmente diversa funzione che ha la cartolarizzazione dell'esistente e del futuro, e da un punto di vista giuridico, con riferimento alla esclusiva destinazione ai portatori dei titoli, non vi è differenza significativa tra credito e provento [...]; consegue che ne risulta priva di giustificazione la disciplina positiva che ammette la cartolarizzazione dei crediti futuri, e non dei proventi" (pag. 408).

(187) Così ancora P. FERRO-LUZZI (2003, pag. 414).

potrebbe dirsi già assolta con la “separazione patrimoniale” che si determina in capo alla società per effetto della disciplina del “finanziamento destinato”.

Ne discendono quindi dubbi su come comporre tali non coincidenti profili. È tuttavia la *ratio* stessa della norma, come sopra individuata, che dovrebbe indurre a escludere che l’intersezione dei due corpi normativi possa comportare una indebita estensione della portata applicativa della legge 130/99 e una disapplicazione dei presidi e delle garanzie previsti a tutela dei portatori dei titoli e del mercato (188). Diversamente si darebbe ingresso nel sistema a forme di cartolarizzazioni certamente meno sicure; molto meglio, nel qual caso sarebbe stato, un intervento volto a emendare direttamente la legge stessa.

Va segnalato che già in sede di commento della legge delega, la stessa dottrina (189) richiamava l’attenzione su quella particolare, e sembrerebbe inutilizzata, forma di cartolarizzazione – ex art. 7, co. 1, lett. *a*) della legge 130/99 – realizzata tramite finanziamento da parte della società veicolo all’*originator*; tecnica meno sicura di quella “ordinaria” poiché non contempla una “cessione” e quindi non garantisce in modo adeguato e sicuro l’esclusiva destinazione dei crediti a favore dei portatori dei titoli (190). La disciplina codicistica potrebbe allora servire a integrare quella previsione, completandola con la “separazione patrimoniale” in capo alla società *originator* (ai sensi dell’art. 2447-*decies*). Pur essendo del tutto plausibile valorizzare la norma codicistica in chiave strumentale rispetto alla realizzazione di operazioni di cartolarizzazione ex art. 7, co.1, lett. *a*), permangono tuttavia incertezze circa la concreta fattibilità di tale schema, sia per il problema dell’individuazione tipologica dei beni oggetto di cartolarizzazione (crediti pecuniari), sia per l’identificazione e la qualificazione del concetto di affare (191).

Più in generale, va sottolineato che l’art. 2447-*decies*, c.c. non reca una tipizzata tecnica di “cartolarizzazione”, ma dispone soltanto che il divieto di incorporare il finanziamento in titoli di massa non si applica se la *securitisation* avviene nelle ipotesi previste dalle *leggi vigenti*. Si ribadisce quindi la necessaria applicazione di tutte le previsioni contenute nella l. 130/99. Oltre ai profili dell’oggetto cartolarizzabile e della separazione patrimoniale, vengono in considerazione soprattutto le norme a tutela dei portatori dei titoli consistenti nel particolare regime di favore rappresentato dalle deroghe alla disciplina fallimentare (r.d. 267/42): si ricorda, infatti, che ai sensi dell’art. 4, comma 3 e 4, della l. 130/99, ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti non si applica l’art. 67 della legge fallimentare e per le operazioni di cartolarizzazione (è il caso del fallimento del cedente) i termini previsti dallo stesso art. 67 sono ridotti. Anche con riferimento a questi profili normativi, si ritiene opportuno rifuggire dal tentativo di percorrere lo scosceso

(188) SANTOSUOSSO sostiene che “si potranno emettere titoli destinati alla circolazione, ma nelle ipotesi, di cartolarizzazione previste dalle leggi vigenti, e quindi con quei meccanismi e cautele a salvaguardia degli interessi dei finanziatori e dell’emittente (con l’intervento di una società – ad oggetto esclusivo – cessionaria di crediti, che costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società emittente, con l’ammissibilità di azioni di recupero soltanto da parte dei portatori dei titoli)” (pag. 186).

(189) P. FERRO-LUZZI (2002, pag. 133 e ss.). Cfr. anche LENZI (pag. 583).

(190) L’art. 7, co. 1, lett. *a*) parla di “soggetto cedente”, ma il comma 2 dello stesso articolo, precisa che i richiami al cedente e al cessionario devono intendersi riferiti rispettivamente al finanziato e al soggetto finanziatore. Dunque cessione non c’è. Così P. FERRO-LUZZI (2003, pag. 412).

(191) Sul punto cfr. TROIANO (pag. 81). Per P. FERRO-LUZZI la liquidazione di una pluralità di crediti difficilmente potrebbe costituire un affare (2002, pag. 134).

crinale di tecniche di *securitisation* che divergono dall'equilibrato e ormai ampiamente collaudato schema *ex lege* 130/99: la disciplina codicistica del finanziamento destinato non sembra, infatti, essere autonomamente idonea a garantire un grado di sicurezza e di certezza giuridica equipollente a quello assicurato dalla legge 130/99 rispetto al rischio di revocatoria (192).

È vero invece, che la formula utilizzata dall'art. 2447-*decies*, è tale da abbracciare tutte le figure di cartolarizzazione contemplate da previsioni di legge; essa appare, dunque, “come una disposizione *aperta*, nel senso che è volta a recepire ogni ulteriore arricchimento, in termini di *assets* destinati alla cartolarizzazione o di strutture al servizio di tali operazioni, che saranno anche in futuro regolate per legge” (193). L'osservazione è di indubbia rilevanza: in una prospettiva che contempla anche l'eventualità di modifiche alla stessa legge 130/99, potrebbero trovare definitiva risoluzione i dubbi sin qui posti di coordinamento dei due testi normativi.

In una prospettiva economica, si sottolinea che la cartolarizzazione dei finanziamenti destinati si iscrive in un processo di progressiva “dilatazione” delle tecniche di trasferimento del rischio. Mentre nella cartolarizzazione di crediti esistenti, il portatore del titolo sopporta un rischio di “credito” rappresentato dall'inadempimento del debitore ceduto (c.d. rischio di “controparte”), nella cartolarizzazione del finanziamento destinato – in linea peraltro con quanto si realizza in ipotesi di cartolarizzazione di crediti futuri – si fa ricadere sul portatore del titolo un “rischio di impresa”: il portatore del titolo sopporta sia l'alea dell'andamento dell'affare (che per le più svariate ragioni potrebbe non essere realizzabile e quindi non giungere a conclusione), sia il rischio che, pur concluso l'affare, i proventi non vengano a maturazione. Inoltre, rispetto alla cartolarizzazione dei crediti futuri, una ulteriore restrizione viene posta alle pretese soddisfatti del portatore del titolo rappresentativo del finanziamento destinato: l'esistenza di un limite temporale, decorso il quale nulla gli è più dovuto.

In conclusione emerge l'assoluta rilevanza di un coerente e organico raccordo tra le due aree del diritto dell'economia – diritto societario e diritto fallimentare – al fine di

(192) Si rifletta, ad esempio, sulla tenuta della disciplina codicistica in caso di fallimento del debitore ceduto (ovvero del soggetto che effettua i pagamenti che costituiscono i proventi del patrimonio separato). Ai sensi del co. 4 dell'art. 2447-*decies*, il vincolo di separazione è opponibile a tutti i creditori sociali, quindi anche al curatore fallimentare. Peraltro, questi – assente una norma che inibisca l'azione revocatoria – dovrebbe comunque esigere la restituzione dei pagamenti dalla società, soggetto giuridico che ha ricevuto i pagamenti oggetto dell'azione: il curatore non può quindi agire sul patrimonio separato, ma può farlo nei confronti del patrimonio generale della società. Lo scenario complessivo, almeno da un punto di vista economico, solleva qualche perplessità: mentre i creditori del debitore ceduto e quelli del patrimonio separato sarebbero tutelati, rispettivamente, dalla revocatoria dei pagamenti e dalla fermezza del vincolo di destinazione, gli unici soggetti che subirebbero un pregiudizio restano i creditori generali della società che vedrebbero diminuito il valore del patrimonio per effetto dell'azione revocatoria. In altri termini, il finanziatore e gli eventuali portatori dei titoli che avevano inteso assumersi consapevolmente proprio i rischi dell'affare, non subirebbero gli effetti dell'azione revocatoria, la quale al tempo stesso non verrebbe inibita (come nella legge sulla cartolarizzazione). Qualora non si ritenesse coerente un simile esito, si potrebbe ritenere che la società, dopo aver corrisposto quanto dovuto al curatore, provveda poi a “stornare” lo stesso importo dalla consistenza del patrimonio separato facendo così ricadere l'onere finale sui creditori dello stesso; nel qual caso evidentemente i portatori dei titoli cartolarizzati godrebbero di una tutela ridotta rispetto a quanto accade per le operazioni *ex lege* 130/99.

(193) Così TROIANO (pag. 53).

assicurare la tenuta giuridica e l'affidabilità di operazioni di *securitisation* di finanziamenti destinati. Al riguardo si segnala che alcune agenzie di *rating* internazionali hanno già formulato rilievi critici per l'asserita inadeguata tutela dei diritti dei creditori che vantano garanzie su specifici *assets* delle società (194). Per quanto si tratti di critiche formulate invero in termini piuttosto generici, esse testimoniano la rilevanza del quadro normativo (come esso è, ma anche come viene percepito) nel determinare le politiche di allocazione delle risorse finanziarie e quindi, in definitiva, come fattore competitivo di sviluppo (195).

3.3.3. *Cessazione del vincolo*

Dispone il quinto comma dell'art. 2447-*decies*, che “se il fallimento della società impedisce la realizzazione dell'affare o la continuazione dell'operazione cessano le limitazioni di cui al comma precedente, ed il finanziatore ha diritto di insinuazione al passivo per il suo credito, al netto delle somme di cui ai commi terzo e quarto”.

La disciplina della fase terminale è meno complessa, ma non priva di incertezze, rispetto a quella del primo modello.

È stata già notata l'asimmetria con la disposizione recata dall'art. 2447-*novies*: nella figura che ci occupa, solo se il fallimento della società impedisce la realizzazione o la continuazione dell'operazione si determinano gli effetti indicati. L'esclusione del fallimento della società come causa automatica di conclusione dell'affare, pone il finanziatore in una condizione più vantaggiosa rispetto a quella in cui versano i creditori particolari del primo modello che viceversa sopportano il rischio di prematura interruzione dell'affare e anticipata liquidazione del patrimonio. La prosecuzione dell'affare può essere di beneficio anche ai creditori della società in relazione alla parte di proventi non destinati al rimborso del finanziatore e comunque per l'eventuale residuo del patrimonio separato (196). Il legislatore omette tuttavia di fornire indicazioni sulle forme e i modi di proseguimento dell'affare, atteso che si tratta di attività svolta da una società fallita; potrebbero quindi venire in considerazione, anche in questo modello, alcune problematiche nell'applicazione della disciplina fallimentare (197).

Il finanziatore è tutelato anche sotto altro profilo. Egli infatti, al netto di quanto evidentemente già ricevuto, ha diritto di insinuarsi al passivo per il credito residuo. Quindi, a differenza del primo modello, il finanziatore non si troverà interamente esposto al rischio della (peraltro eventuale) prematura conclusione dell'affare, in quanto – essendo

(194). Messaggi REUTERS del 30/09/2003 e del 06/10/2003. Di quest'ultimo si riporta un breve passaggio: “The law changes will come into force in Italy on January 1 2004 and in Spain in September 2004. In each case, S&P says secured creditors – those who have a claim against certain of the companies assets – will have less power during insolvency” (Gerard Wynn).

(195) Per un generale inquadramento della riforma del diritto societario nel più ampio processo di rivisitazione del quadro normativo italiano sia consentito rinviare a CAPIELLO e MARANO.

(196) F. FERRO-LUZZI (pag. 120)

(197) Per BOZZA “saranno gli organi fallimentari a valutare l'opportunità di adottare l'esercizio provvisorio per la continuazione dell'affare” (pag. 181). L'Autore si sofferma ampiamente sulle implicazioni normative connesse all'eventuale prosecuzione dell'affare da parte degli organi fallimentari.

la causa di quella conclusione da attribuire al fallimento della società e non alla crisi dell'affare – avrà diritto ad insinuarsi al passivo nella procedura concorsuale (198).

Mentre è espressamente considerato il caso del fallimento della società, la disciplina resta lacunosa riguardo alla generalità dei casi di impedimento alla prosecuzione dell'affare imputabili ad altre cause (199).

A conclusione dell'analisi del testo normativo si sottolinea che le difficoltà interpretative ed applicative dei due modelli di patrimoni destinati, sin qui evidenziate, non esauriscono i profili problematici posti dalla nuova disciplina codicistica. Ulteriori complicazioni derivano dall'ipotesi suggestiva di utilizzo congiunto delle due fattispecie: una s.p.a. che crea un patrimonio separato ex art. 2447-*bis* lett. *a*) e poi stipula un contratto di finanziamento ex lett. *b*), per reperire risorse finanziarie da destinare allo stesso specifico affare cui è preordinato il primo (200); schema complesso che pone rilevanti implicazioni sul piano operativo, organizzativo e del rapporto con i terzi, soprattutto nell'eventualità di un esito patologico dell'affare.

3.4. *Ulteriori spunti di riflessione*

3.4.1. *Ambito di applicazione dei nuovi istituti*

Non sono stati svolti approfondimenti (a quanto è dato sapere, non risultano tra i lavori preparatori della legge delega) circa l'ambito di applicazione più idoneo della novità in esame, segnatamente nel senso di individuare ed eventualmente selezionare i tipi o i modelli societari a cui accordare la facoltà di utilizzare le nuove tecniche di separazione patrimoniale.

Come noto, il codice detta la disciplina dei “patrimoni destinati” con riguardo alla società per azioni senza limitazioni o distinzioni di sorta: ne consegue che tutte le s.p.a. possono costituire patrimoni destinati. Di contro, la disciplina della s.r.l. – modello pure molto innovato dalla riforma (si pensi, ad esempio, alla facoltà di emissione di titoli di debito) – non contiene né norme specifiche in tema di separazione patrimoniale, né, venuta meno la “sudditanza normativa” rispetto al modello della s.p.a., rinvii generali alla disciplina di quest'ultima (201).

(198) La dottrina si è peraltro interrogata sull'estensione di tale diritto: se riguarda soltanto il caso in cui il fallimento della società incide sulle sorti dell'affare (rendendolo improseguibile o irrealizzabile) o se garantisce il finanziatore anche nell'ipotesi che l'affare, proseguito e giunto a conclusione, lasci insoddisfatte le sue ragioni; sia il tenore letterale, sia la *ratio* della disposizione farebbero propendere per la prima, più restrittiva ipotesi. Così MANFEROCE (pag. 1249).

(199) Secondo FALCONE “Essendo la realizzazione dell'affare dedotta come specifica obbligazione contrattuale, il mancato conseguimento si manifesta come ipotesi di inadempimento, con conseguente attivabilità del meccanismo risolutivo. A questo punto, però, resta da stabilire se la pretesa creditoria vantata dal finanziatore possa essere fatta valere soltanto sui proventi *medio tempore* prodotti (o magari su quelli nel frattempo investiti in attesa del rimborso), oppure se – dovendosi ritenere risolta la «destinazione» dei proventi – il creditore possa a tal segno aggredire l'intero patrimonio sociale, soluzione che sembrerebbe invero preferibile” (pag. 191).

(200) Ipotesi prospettata da COMPORI (pag. 955), FAUCEGLIA (pag. 810), BELLEZZA (pag. 34), IAMICELI (pag. 254).

(201) Si pone invece il dubbio dell'applicazione della disciplina dei patrimoni destinati sia alle società in accomandita per azioni, sia alle società cooperative in forza dei rinvii, operati rispettivamente dall'art. 2454 c.c. e dell'art. 2519 c.c., alle norme della s.p.a. “in quanto compatibili”.

Con riferimento alle s.p.a., non sembra sia stata esplorata l'opportunità di un'applicazione selettiva delle nuove tecniche di separazione patrimoniale, prendendo in considerazione il principale, o forse unico, criterio ammissibile di discriminazione – perché fatto proprio dallo stesso testo codicistico – ovvero la distinzione tra s.p.a. “chiusa” e s.p.a. “aperta” (202).

Al riguardo, data anche la portata innovativa dell'istituto, si ritiene utile fornire qualche spunto di riflessione.

È indubbio che il corretto utilizzo e l'efficace funzionamento dell'istituto riposano anche sulla qualità del sistema di *governance* della società, sulla capacità di “segnalare” l'affare e le sue prospettive, sull'adeguatezza e sull'affidabilità del sistema contabile, sulla funzione di *monitoring* e di selezione da parte del mercato (che a sua volta dipende dalla quantità e dalla qualità delle informazioni disponibili). Si è detto infatti che: l'atto di destinazione può determinare un significativo pregiudizio per i creditori; la coesistenza di più masse patrimoniali distinte può generare conflitti di interesse; la costituzione di patrimoni separati impone un aumento di informazioni da fornire al mercato; la contabilità analitica deve seguire e rappresentare costantemente l'andamento dell'affare e la consistenza del patrimonio; il finanziatore sopporta un rischio specifico connesso con l'andamento dell'affare e deve quindi essere in grado di prevederne l'evoluzione.

Volendo in astratto individuare quale modello di società a base capitalistica possa idealmente soddisfare più compiutamente tali requisiti, si ritiene che il modello “apicale” della società per azioni, ovvero la s.p.a. aperta, definita in ragione del ricorso al mercato del capitale di rischio, offra maggiori garanzie in tal senso.

In punto di diritto le s.p.a. aperte presentano, infatti, rispetto alle “chiusure”, un più strutturato e stringente sistema di controlli (si pensi all'obbligo del revisore esterno e alla legittimazione del P.M. a promuovere il controllo giudiziario ex art. 2409 c.c.), una più accentuata, almeno in linea generale, dialettica endo-societaria (sistema di soglie idonee a tutelare le minoranze), maggiori obblighi informativi (pubblicità dei patti parasociali, bilancio verosimilmente redatto in forma non semplificata). In termini sostanziali, le società aperte dovrebbero essere soggette ad un più attento scrutinio del mercato dei capitali e il relativo *management* maggiormente “disciplinato”.

Dunque, si poteva quanto meno esplorare l'opportunità di riservare l'istituto alle sole s.p.a. aperte, in considerazione dei maggiori presidi e delle garanzie che almeno in astratto esse assicurano (soluzione che avrebbe anche accresciuto, senza comportare l'interposizione di un “gradino normativo”, la differenziazione tra il modello della s.p.a. “chiusa” e quello della s.p.a. “aperta”).

Del resto limitare l'utilizzo alle società di più grandi dimensioni (assumendo a tal fine come *proxy* la definizione di società aperta) sarebbe risultata scelta coerente anche dal punto di vista economico, atteso che entrambi i modelli sembrano poco appetibili per imprese di piccola dimensione.

Per come disciplinato, il primo appare infatti strumento utile per quelle società che, presentando un'organizzazione interna già articolata in comparti, divisioni e aree di *business*, intendono dare a queste partizioni un rilievo anche “reale”; meno appetibile invece per società di piccole dimensioni rispetto alle quali la separazione patrimoniale

(202) Il discorso che segue nel testo potrebbe analogamente svilupparsi con riferimento alla distinzione tra “quotata” e “non quotata”.

le non sembra particolarmente funzionale sotto il profilo dell'efficienza organizzativa (203). Anche il secondo modello sembra più idoneo ad attrarre iniziative imprenditoriali di dimensioni elevate data la vicinanza funzionale con le operazioni di *project financing*, caratterizzate dal significativo impiego di capitali e dalla struttura tecnico-organizzativa piuttosto complessa tale da richiedere il coinvolgimento di numerosi soggetti. A ciò si aggiunga la necessità di ammortizzare i “costi fissi” comunque imposti dall'utilizzo dei due modelli (ad esempio, il primo impone gravosi, per quanto opportuni, adempimenti contabili e di bilancio).

L'introdotta limite del 10% nella disciplina del primo modello, pur con le notevoli incertezze applicative, potrebbe in una qualche misura indirizzare, seppur in modo surretto, ad un utilizzo prevalente presso la grande impresa (204).

Si condivide appieno, invece, la scelta del legislatore di non estendere le nuove tecniche di separazione patrimoniale alle s.r.l.: al riguardo valgono *a fortiori* le considerazioni formulate con riguardo alla s.p.a. (205). Inoltre, il modello della s.r.l. unipersonale a responsabilità limitata resta un'opzione di separazione patrimoniale molto agevole, dai costi contenuti e dalla disciplina organica e completa.

3.4.2. *La prospettiva dei soggetti finanziatori*

Non rientra tra gli obiettivi di questo lavoro una valutazione degli eventuali riflessi della disciplina in esame sulle politiche di offerta degli intermediari finanziari (banche *in primis*). Del resto la materia è in larga parte ancora *in fieri*: incerto, ad esempio, è il raccordo con la disciplina fallimentare, profilo di assoluta rilevanza nell'orientare le scelte degli intermediari. Le considerazioni che seguono, di carattere preliminare, intendono fornire spunti per successivi più esaustivi e sistematici approfondimenti su due particolari profili: i) le cautele che i finanziatori devono adottare nella concessione del credito; ii) i fabbisogni informativi del sistema creditizio.

i) *le cautele dei finanziatori*

Soffermiamoci innanzitutto sull'ipotesi di un finanziamento concesso per uno specifico affare gestito da una s.p.a. attraverso un patrimonio separato.

(203) Non a caso la stessa esperienza delle *tracking shares* è riconducibile all'universo delle società quotate.

(204) Il limite del 10%, ancorché efficace nel solo momento della costituzione, rende lo strumento del patrimonio separato idoneo soltanto per strutture multidivisionali in cui un settore è fortemente prevalente ed altri (quelli separati) sono di dimensioni assai inferiori (Così LAMANDINI, 2003, p. 503). Va peraltro sottolineato che i requisiti di specificità e realizzabilità andranno verificati in relazione alle caratteristiche intrinseche dell'affare, e che, per quanto riguarda il patrimonio con cui l'affare viene realizzato, va anche rispettata la condizione di “esclusività”.

(205) Nè si ritiene che la disciplina dei patrimoni destinati possa essere estesa in via interpretativa alle s.r.l. Non solo non vi è nessun rinvio espresso o implicito alla disciplina della destinazione patrimoniale prevista per la s.p.a., ma la stessa applicazione in via analogica delle norme è limitata proprio dalla maggiore autonomia normativa di cui gode la disciplina della s.r.l. nel riformato ordinamento societario. Per altro verso, l'autonomia negoziale non può spingersi sino a incidere sui diritti dei creditori, sottraendo beni o sottoponendo a vincoli l'azione di questi; per quanto l'ordinamento vada conoscendo un numero crescente di forme di separazione patrimoniale, si tratta pur sempre di eccezioni rispetto alla regola generale rappresentata dagli artt. 2740 e 2741 c.c., non ammesse se non nei casi previsti dalla legge. Sul punto cfr. anche TOSCHI VESPASIANI (pagg. 600-601).

In questa prospettiva, la nuova disciplina configura nuove, più articolate e variegate, modalità di erogazione e gestione del credito da parte delle banche e degli altri intermediari finanziari: si ampliano le forme tecniche, si consente un *pricing* correlato al rischio specifico di un singolo affare, si delineano nuove modalità di “coinvolgimento” nell’attività di impresa (con riguardo al primo modello si pensi alla modalità di partecipazione all’iniziativa imprenditoriale tramite i cd. “apporti di terzi”).

Al tempo stesso, “si realizza una forma evoluta di garanzia dei creditori” (206); garanzia da intendere in senso atecnico, poiché al privilegio accordato al finanziatore di rivalersi su determinate masse patrimoniale precluse all’azione degli altri creditori, si accompagna generalmente anche la limitazione della responsabilità del debitore stesso. La banca sarà quindi chiamata a identificare il patrimonio a garanzia del finanziamento, evitando di fare erroneo affidamento su parti non interamente o agevolmente aggredibili. In particolare per quanto riguarda il primo modello, il regime di responsabilità è molto variabile e la responsabilità sussidiaria del patrimonio generale della società può essere variamente modulata: verosimilmente non sarà sufficiente una lettura attenta del bilancio e dei rendiconti separati, ma sarà indispensabile una scrupolosa analisi della delibera costitutiva per avere contezza dell’architettura complessiva dell’operazione (207).

Ma ancor più farà premio – e da ciò emerge la novità stessa della logica dei patrimoni destinati – la capacità dell’intermediario di valutare direttamente l’affare al fine di una consapevole assunzione del rischio. Si è più volte sostenuto in questo lavoro che il patrimonio separato non deve, o non avrebbe dovuto, essere inquadrato come tecnica alternativa alla costituzione di una società *ad hoc*. Dal punto di vista dell’intermediario, ciò significa che la concessione di credito non risponde soltanto alla copertura di un determinato fabbisogno finanziario, ma si risolve soprattutto nel sostegno allo svolgimento dell’affare: determinante è quindi la capacità di valutare nel merito il piano economico-finanziario dell’affare e di prevederne la possibile evoluzione. Poiché questa capacità dipende anche dal livello di asimmetria informativa tra prenditore e datore di fondi, l’intermediario dovrà sollecitare la società a fornire la più ampia e completa rappresentazione del progetto che intende sviluppare. Si condivide quindi l’osservazione secondo cui “punto d’incidenza giuridico-economica del finanziamento non è più l’impresa, ma la singola iniziativa imprenditoriale, di cui si valuta, l’intrinseco equilibrio economico finanziario e rispetto alla quale i soggetti interessati predeterminano convenzionalmente il regime di ripartizione dei rischi” (208).

Più in generale, la riforma del diritto societario – in considerazione dell’accresciuto grado di autonomia statutaria e della accentuata diversificazione degli strumenti finan-

(206) In questi termini ZOPPINI (2003). Secondo l’Autore si consegue in tal modo un duplice risultato: “da un lato, la separazione può servire a sottrarre un nuovo apporto finanziario al regime della garanzia patrimoniale generica e, dunque, alle pretese dei precedenti creditori dell’impresa; dall’altro, e concorrentemente, ciò che rileva in termini di garanzia possono essere non i beni attualmente presenti nel patrimonio, ma il flusso di reddito futuro che essi sono idonei a produrre e di qui, dunque, la necessità – economica, prim’ancora che giuridica, di assicurarne la *separazione* rispetto agli altri beni dell’impresa” (pag. 103).

(207) Non si può escludere quindi la necessità da parte del sistema bancario di un adeguamento delle procedure istruttorie al fine di assicurare l’acquisizione di tutte le nuove informazioni utili alla concessione del credito. Al riguardo è stato anche notato che alcune novità recate dalla riforma del diritto societario, tra cui la disciplina dei patrimoni destinati, “per le banche si sono immediatamente tradotte, almeno allo stato attuale, in nuovi oneri per acquisire una precisa situazione dell’impresa dal punto di vista organizzativo e finanziario”. (FARINA, pag. 39).

(208) ZOPPINI (2003, pag. 103).

ziari, sotto il profilo sia patrimoniale, sia amministrativo – sollecita una più attenta valutazione da parte degli intermediari dell'assetto di *governance* delle società affidate. Tale attenzione vale *a fortiori* con riferimento ai patrimoni destinati, considerata la complessità della fattispecie, i rischi di abuso, la presenza di *stakeholders* portatori di interessi non sempre convergenti.

Il finanziatore dovrà quindi valutare l'opportunità di dotarsi di adeguati poteri di controllo e di monitoraggio sull'affare, contemplati, seppur con intensità diversa, in entrambi i modelli di patrimoni destinati (209).

Con riferimento al primo, l'intermediario può anche richiedere l'inserimento nella delibera costitutiva di altre cause di cessazione della destinazione; scelta da effettuarsi in relazione anche al regime di responsabilità prescelto. Nel corso delle operazioni adeguata cautela andrà riservata agli atti compiuti dalla società, atteso che in mancanza di espressa menzione del vincolo di destinazione, mutano gli effetti dell'atto; attenzione andrà naturalmente prestata anche al termine (novanta giorni) per chiedere la liquidazione del patrimonio separato.

Riguardo al secondo, andrà chiarito quanta parte dei proventi è destinata al rimborso del finanziamento; se tali proventi sono destinati al rimborso totale o parziale dello stesso; se il soggetto finanziatore rilascia garanzie per il rimborso. Di non poco momento è anche la determinazione del "tempo massimo di rimborso, decorso il quale nulla è più dovuto al finanziatore".

Oltre ai rischi insiti nei casi in cui l'intermediario intenda deliberatamente finanziare un affare gestito attraverso un patrimonio separato, vengono in rilievo anche quelli concernenti la generalità delle relazioni creditizie con le s.p.a., stante l'eventualità che la garanzia generica dell'affidato possa contrarsi a seguito della costituzione di un patrimonio destinato (ipotesi della banca creditrice anteriore alla costituzione del patrimonio separato): le società possono infatti operare una sorta di *cherry picking* sulla qualità del proprio attivo, sottraendo alla pretese dei creditori gli *assets* di migliore qualità. In tale ottica è soprattutto il primo modello a sollecitare riflessioni.

Il principale strumento di tutela resta, ovviamente, la possibilità di esercitare il diritto di opposizione entro il termine previsto (sessanta giorni). Altra eventuale forma di tutela – la cui ammissibilità è tuttavia, come già detto, controversa in dottrina – è l'esercizio, ricorrendone i presupposti, di un'azione revocatoria ordinaria o fallimentare. Mentre quelli evidenziati sono strumenti che intervengono in ogni caso *ex post* rispetto alla decisione della società di costituire patrimoni separati, potrebbero risultare preziosi, soprattutto nei casi di esposizioni più significative, strumenti di tutela *ex ante*: al riguardo l'intermediario potrebbe, ad esempio, premunirsi di quei particolari strumenti finanziari

(209) Per quanto riguarda il secondo modello, COMPARTI ipotizza i seguenti controlli: "la visione delle scritture contabili relative allo specifico affare, il controllo sull'effettiva separazione dei proventi del rimanente patrimonio della società, nonché sul rispetto degli altri obblighi posti a carico della società nello svolgimento dell'operazione, tra i quali, soprattutto, il rispetto del vincolo di destinazione del finanziamento alla realizzazione dell'affare" (pag. 1021). Con riguardo al primo modello tali controlli, non essendo limitati alla sola esecuzione, potranno assumere carattere anche più pervasivo, pur con diverse specificazioni: l'art. 2447-ter, co. 1, alla lettera d), con riferimento agli eventuali apporti di terzi, usa la formula "modalità di controllo sulla gestione", mentre alla lettera e), con riferimento agli eventuali strumenti finanziari, prescrive soltanto che i "diritti" attribuiti da tali strumenti vadano indicati nella delibera stessa.

di cui all'art. 2346., co. 6, c.c. i cui diritti amministrativi possono comprendere un diritto di voto, e forse di veto, su determinati argomenti (cfr. art. 2351, co. 5, c.c.). Nell'ipotesi infatti che lo statuto della società rimetta all'assemblea la competenza alla costituzione di patrimoni destinati, esercitando la facoltà prevista dall'art. 2447-ter, co. 2, c.c., o che quanto meno indichi la deliberazione di costituzione come atto amministrativo per il quale è richiesta l'autorizzazione assembleare (ex art. 2364, co. 1, n. 5, c.c.), l'intermediario potrebbe acquisire, attraverso il possesso dei suddetti strumenti, un controllo preventivo sulla scelta della società di costituire patrimoni separati.

Sin qui per quanto attiene al rischio di credito, ovvero di insolvenza – a questo punto, generale o parziale – del debitore. Tuttavia, soprattutto allo stato attuale, si ritiene che i rischi maggiori che incombono sull'utilizzo dei neonati istituti siano da ricondurre alle notevoli incertezze di natura giuridica che connotano il modello (rischi legali che, nel linguaggio della regolamentazione prudenziale in campo bancario, sono parte del cd. "rischio operativo"). La complessità della fattispecie, i dubbi su profili anche rilevanti della disciplina, gli interessi fortemente divaricati tra le varie categorie di *stakeholders*, espongono le neonate tecniche di separazione patrimoniale ad un alto rischio di litigiosità; ciò soprattutto per il primo modello e specialmente nella fase iniziale di applicazione della disciplina.

ii) *i fabbisogni informativi del sistema creditizio*

L'introduzione della disciplina codicistica dei patrimoni destinati sollecita una riflessione anche sui bisogni informativi degli intermediari, con particolare riguardo a quella preziosa fonte di informazioni costituita dalla Centrale dei Rischi. Da questo sistema gli intermediari ricavano indicazioni importanti sulle relazioni creditizie – ammontare dei finanziamenti (accordato, utilizzato e sconfinamenti), articolazione delle diverse forme tecniche, presenza di eventuali garanzie etc – *input* fondamentali nel più ampio processo di valutazione del merito di credito della clientela. A livello sistemico, la condivisione di tali informazioni contribuisce a ridurre il problema della "selezione avversa" e ad attenuare i comportamenti di "*moral hazard*" da parte dei prenditori dei fondi.

Per quanto qui interessa, si tratta di valutare se le nuove possibilità di finanziamento dischiuse dalla riforma – consentendo l'erogazione di credito ad un "progetto" a fronte del quale la società pone soltanto una determinata porzione del patrimonio sociale – facciano emergere un nuovo e specifico bisogno informativo per gli intermediari.

In effetti, l'ammontare e il costo di un finanziamento di uno specifico affare potrebbero non fondarsi e non essere più espressione del merito creditizio della s.p.a. complessivamente considerata, bensì riguardare solo ed esclusivamente la bontà di quel determinato progetto; analogamente, la "garanzia generica" a servizio di quel finanziamento non essere costituita dall'intero patrimonio sociale, ma dalla sola porzione di patrimonio destinato a quel progetto. Per l'intermediario che riceve il flusso di ritorno della Centrale dei Rischi diventa significativo conoscere se i rapporti creditizi instaurati dalle altre banche riguardano la s.p.a. in quanto soggetto, ovvero fattispecie di separazione patrimoniale.

Ancor più la questione rileva nell'eventualità di un esito sfavorevole dell'affare e quindi di mancato rimborso di tutto o parte del finanziamento.

In tale ipotesi, infatti, il credito in "sofferenza" potrebbe non esprimere una condizione di insolvenza del debitore, come soggetto giuridico, ma riflettere soltanto lo

stato in cui versa il patrimonio destinato a quello specifico affare (210). È quindi di tutta evidenza l'importanza di distinguere le manifestazioni di deterioramento della qualità creditizia del soggetto, da quelle relative soltanto all'andamento di uno specifico affare. Pure a fronte del mancato rimborso di un finanziamento ricevuto per intraprendere uno specifico affare, la qualità creditizia della società potrebbe restare, in ipotesi, elevata (sulla plausibilità di questo scenario, come si è visto, qualche dubbio tuttavia permane).

Un'informazione che "segnali" al sistema se, ed eventualmente in quale misura, l'erogazione del credito non riguardi il soggetto s.p.a., ma soltanto una parte di esso, appare quindi indispensabile. Peraltro, le concrete modalità di realizzazione di tale obiettivo non sono di agevole individuazione anche perchè, come ampiamente documentato, la struttura economico-giuridica dell'istituto dei patrimoni destinati, in particolare quella del primo modello, è connotata da elevata variabilità anche su profili essenziali, come ad esempio la scelta del regime di responsabilità (separazione perfetta e imperfetta; diverse gradazioni di responsabilità sussidiaria etc.).

In conclusione, la disciplina dei patrimoni destinati si inserisce nel più ampio contesto dell'evoluzione del rapporto banca-impresa che la riforma del diritto societario contribuisce in qualche misura a delineare.

Le nuove tecniche di separazione patrimoniale segnano il passaggio da un sistema fondamentalmente basato sul "chi" riceve credito, ad uno che annette rilevanza al "cosa" riceve credito (ovvero lo specifico affare da finanziare); conseguentemente spostano il *focus* della valutazione dell'intermediario dalla consistenza patrimoniale del soggetto, cui si associa la dazione delle tradizionali garanzie personali o reali, alla bontà del progetto e alla sua autonoma capacità di produrre reddito; sollecitano un più articolato e particolareggiato flusso informativo dalla società alla banca, funzionale alla valutazione del progetto; enfatizzano l'importanza dell'assetto di *governance* delle imprese come fattore determinante per l'accesso al credito e più in generale al mercato dei capitali; prefigurano un ampio e variegato ventaglio di opzioni di rapporti patrimoniali e amministrativi di partecipazione delle banche a specifici affari, anche diversi dal tradizionale rapporto creditizio.

(210) Le istruzioni Banca d'Italia sulla Centrale dei Rischi dispongono che alla categoria "sofferenza" vada ricondotta "l'intera esposizione per cassa nei confronti di soggetti in stato di insolvenza, anche non accertato giudizialmente, o in situazioni sostanzialmente equiparabili [...]". Esse inoltre prevedono che "l'appostazione a sofferenza implica una valutazione da parte dell'intermediario della complessiva situazione finanziaria del cliente e non può scaturire automaticamente da un mero ritardo di quest'ultimo nel pagamento del debito". Per quanto concerne l'intestazione delle posizioni di rischio "l'intermediario deve intestare le posizioni di rischio a nome del cliente verso cui risulta effettivamente esposto alla data di riferimento della segnalazione. Per ogni cliente deve essere effettuata una sola segnalazione nella quale devono confluire tutte le posizioni di rischio in essere. Intestatari delle segnalazioni possono essere: le persone fisiche; le persone giuridiche; gli organismi, che pur sprovvisti di personalità giuridica, dispongono di autonomia decisionale e contabile [...]; le cointestazioni, considerate come l'insieme di più soggetti cointestatori di uno o più fidi." (Circ. n. 139 dell'11 febbraio 1991, capitolo II).

Si nota quindi che sia sotto il profilo della nozione di "insolvenza", riferita alla situazione complessiva del soggetto, sia riguardo agli intestatari delle segnalazioni (i patrimoni separati non sembrano immediatamente riconducibili alle categorie attualmente previste), possono emergere esigenze di raccordo con la disciplina dei patrimoni destinati.

CAPITOLO IV

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Considerazioni conclusive

L'introduzione nel nostro ordinamento dell'istituto dei patrimoni destinati con valenza generale, non più limitata a specifici settori e/o a operazioni tipizzate, testimonia autentico spirito innovatore da parte del legislatore. La novella, che non trae origine dalla necessità di ovviare a condizioni di *reverse discrimination* (211), ha un significativo rilievo sul piano sistematico riportandosi direttamente ai principi generali dell'ordinamento in tema di responsabilità patrimoniale del debitore.

Nella sua dimensione più astratta, il progetto di introdurre innovative forme di "destinazione patrimoniale" si iscrive coerentemente nel disegno di riforma del diritto societario volto a: favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati dei capitali; valorizzare il carattere imprenditoriale; ampliare le fonti di finanziamento. Obiettivi enunciati dalla stessa legge delega. La valorizzazione dei beni dell'impresa in chiave dinamico-funzionale, tendente ad esaltarne l'utilità nello svolgimento dell'attività economica, rispetto alla concezione più statica attenta al profilo della "appartenenza" dei beni, intende chiaramente corrispondere alle istanze delle moderne economie di mercato.

Tuttavia, non altrettanto evidenti e coerenti risultano – almeno in una ricostruzione retrospettiva – la strategia e il percorso seguiti per tradurre quel progetto in disciplina positiva. Ne discende un corpo normativo (una nuova Sezione del Capo V, del Titolo V, del Libro V del codice civile) complesso, denso di dubbi interpretativi.

L'analisi teorica, sviluppata nella prima parte di questo lavoro, ha evidenziato come la "destinazione patrimoniale" sia nozione di vasta portata, nel cui alveo ricadono un ampio ventaglio di soluzioni economico-normative. L'analisi costi-benefici ha consentito di delimitare in qualche misura il perimetro di quelle efficienti.

L'intendimento del legislatore di fornire con il primo modello di patrimoni destinati uno strumento nella sostanza equivalente alla costituzione di una nuova società – così recita la stessa relazione di accompagnamento al d.lgs. 6/2003 (212) – sconta una ambiguità intorno cui il modello stesso si annoda: da una parte, esso deve fungere da surrogato operativo di una società e come tale non va limitato nelle funzioni, dall'altra, non va né duplicata l'organizzazione corporativa, né vanno impiegati per la disciplina del modello tutti gli istituti e i presidi riferibili a un soggetto societario che abbia personalità propria e piena autonomia. Indubbiamente una difficile composizione (213). Cioché il grado di autonomia privata non sempre risulta ben bilanciato rispetto al possibile pregiudizio per i diritti dei creditori; le implicazioni in termini di asimmetrie informative e costi di

(211) Così PESCATORE: "Si tratta di un'operazione nuova e originale; manca, in effetti, di precedenti e non parrebbe disciplinata altrove" (pag. 125). In tal senso anche FIMMANÒ e STELLA RICHTER *supra* nota 51. ARLT individua, invece, un istituto omologo, in alcune delle cosiddette *offshore jurisdictions*, nonché in alcuni stati degli USA, sotto la prevalente denominazione di "*protected cell companies*".

(212) La relazione è consultabile su *Riv. Soc.*, gennaio-febbraio 2003, pagg.113-181.

(213) In questo senso IAMICELI: "In particolare, ciò che preoccupa è l'ampia versatilità del primo modello e la sua incerta vocazione a fungere da strumento di reperimento di nuove risorse o invece da istituto primariamente volto alla gestione separata di risorse proprie dell'impresa originaria." (pag. 283). Significative in tal senso sono anche le critiche di D'ALESSANDRO alla mancata estensione delle norme sul capitale sociale ai patrimoni destinati, in contrasto anche con le comunitarie (cfr. *supra* note 19 e 88).

transazione non sempre risultano adeguatamente tenuti in considerazione; la soluzione alternativa consistente nella costituzione di società unipersonali – con disciplina ben definita, operatività piena e possibilità di “isolare” anche i rischi di natura extra-contrattuale – resta un’opzione forse più agevole e vantaggiosa sul piano costi-benefici (214). Diversamente, il secondo modello non si pone in alternativa alla costituzione di una società *ad hoc* e persegue una funzione economica ben definita, sostanzialmente assimilabile a una tecnica di *project-financing*. La separazione patrimoniale, che pure realizza, non è traumatica come quella del primo modello.

In punto di diritto emergono poi dubbi e incertezze su aspetti normativi anche rilevanti, con maggiore frequenza nel primo modello, non foss’altro che per il maggior numero di articoli e istituti interessati (215).

I modelli potrebbero non trovare ampi spazi di applicazione qualora la loro conformazione giuridica non dovesse corrispondere adeguatamente agli interessi degli operatori; tuttavia non si può escludere un fenomeno di “selezione avversa” in forza del

(214) Per FERRARINI “Probabilmente, dei due modelli individuati dal legislatore delegato, il secondo presenta prospettive di maggior successo. La prima ipotesi, infatti, sembra più che altro finalizzata a consentire la creazione di patrimoni separati risparmiando i costi di una nuova società; dove, poi, è difficile dire se gli stessi requisiti posti per la separazione patrimoniale non rappresentino costi eguali o superiori a quelli che si intendono evitare. [...]. Il secondo modello divisato dal legislatore presenta, invece, una utilità, forse notevole, per le operazioni di *project financing*” (pag. 16). Anche nella prospettiva dell’approfondimento condotto da GUZZI, di confronto tra patrimoni separati e gruppi di società come tecniche alternative di articolazione dell’impresa e segmentazione del rischio, il modello del patrimonio separato risulta meno efficiente (pag. 650 e ss.). Peraltro, secondo lo stesso Autore, la nuova disciplina codicistica dei gruppi, segnatamente il regime di responsabilità di cui all’articolo 2497 c.c., non può considerarsi una remora all’utilizzo di società controllate, come alternativa ai patrimoni destinati: i principi e le regole della responsabilità dei gruppi vengono infatti considerate estensibili anche nell’ambito endo-societario con riferimento alla gestione dei patrimoni destinati considerata l’ “esigenza di evitare che si possa dar corso ad un esercizio del potere gestorio che, nel perseguimento di una politica unitaria di impresa, penalizzi una massa patrimoniale a scapito dell’altra [...]. Vale a dire esattamente quel medesimo tipo di problema che è alla base delle norme dettate dall’art. 2497 in tema di responsabilità per cattivo esercizio di direzione e coordinamento di società” (pag. 654).

Un ulteriore svantaggio del patrimonio destinato rispetto alla costituzione di una società *ad-hoc* è il seguente: mentre a norma dell’art. 2447-*novies* il fallimento della società comporta sempre la liquidazione del patrimonio destinato, con evidente pregiudizio per i finanziatori dell’affare, il fallimento di una società controllante non comporta analoghi effetti automatici sull’attività imprenditoriale esercitata dalla controllata.

Anche dall’analisi sviluppata da ARLT, di confronto tra la disciplina italiana dei patrimoni destinati e quella delle cosiddette *protected cell companies*, emerge l’inadeguatezza della regolamentazione del primo modello “soprattutto sotto i profili della tutela dei creditori e della prevenzione degli abusi” (ARLT, pag. 337).

(215) A parte i numerosi profili controversi su specifici punti, sono stati sollevati anche dubbi di legittimità costituzionale: censure per eccesso di delega sono state espresse, con motivazioni divergenti, con riguardo sia al primo, sia al secondo modello (rispettivamente da F. FERRO-LUZZI e da BARTALENA); una grave lesione dei diritti dei creditori, nel primo modello, è stata denunciata da LAMANDINI. Particolarmente critico il giudizio di P. BECCHETTI: “è mia impressione che l’ingessatura normativa, la disciplina rigida e farraginoso, il mancato coordinamento fra le due fattispecie (l’una che ha origine da un atto collegiale e l’altra da un contratto), il regime di garanzia dei creditori particolari (del patrimonio o del finanziamento) e di quelli generali della società, regime chiaro solo in apparenza, ma in realtà, complesso e necessario di approfondimenti, gli adempimenti pubblicitari e non, la definizione dell’affare, della congruità [...], renderanno, a mio parere difficile il ricorso ai due istituti e la pratica applicazione e forse continuerà a essere più facile la costituzione di società controllate e/o collegate, magari delle agili srl sia pure con le cautele e gli adempimenti che queste ultime richiedono” (pag. 196). Si segnala anche la censura di D’ALESSANDRO sulla mancata applicazione delle norme sul capitale minimo alla disciplina del primo modello del patrimonio destinato con conseguente violazione delle relative norme comunitarie (cfr. *supra* note 19 e 67).

quale verrebbero attratte dalle nuove possibilità dischiuse dalla riforma, iniziative non commendevoli; come rilevato in dottrina, data la latitudine e la rilevanza degli interessi coinvolti, sussiste il rischio di un elevato tasso di litigiosità (216). Resta il dubbio che qualche cautela in più, qualche ulteriore presidio poteva essere posto a garanzia dei terzi e del mercato.

Permangono comunque notevoli difficoltà nel pronosticare forme e intensità di utilizzo da parte degli operatori dei due modelli di patrimoni destinati. Rilevano, in un complesso meccanismo di interazione, numerose componenti: dottrina e giurisprudenza potranno sciogliere alcuni nodi della disciplina dischiudendo o occludendo alcuni percorsi normativi e applicativi (la “riserva di legge” nel primo modello; il coordinamento con le norme sulla cartolarizzazione nel secondo); il mercato potrà dare una risposta all’effettiva portata di alcune limitazioni (il vincolo del 10% nel primo modello); un nuovo equilibrio economico-normativo si verrà a determinare a seguito delle altre novità recate dalla riforma (si pensi ad esempio, alla “concorrenza” delle società unipersonali e ai possibili effetti indotti dalla nuova disciplina dei gruppi). Ancor più potranno fare premio sull’appetibilità dei nuovi modelli il trattamento fiscale ad essi riservato (217) e le disposizioni in materia fallimentare, auspicabilmente recate da una rinnovata disciplina sulle crisi di impresa, fondamentali per garantire la tenuta economico-giuridica dei due modelli in caso di esito patologico dell’attività della società o dell’affare.

Anche le ricadute della nuova disciplina societaria su altri settori dell’ordinamento restano, al momento, da esplorare più approfonditamente. Nel lavoro si è accennato ai dubbi circa gli ambiti applicativi della disciplina del primo modello di patrimonio separato al settore finanziario; di interesse è anche la valutazione dei riflessi in tema di legislazione e prassi *antitrust* (218).

(216) Cfr. osservazione di PORTALE *supra* nota 21.

(217) Per la disciplina tributaria dei patrimoni dedicati, anche alla luce dei lavori della Commissione GALLO, cfr. POLLIO e PAPALEO. Si sottolinea che le scelte del fisco appaiono rilevanti almeno sotto due profili: il trattamento fiscale dei risultati economici del patrimonio destinato e degli apporti e degli strumenti finanziari eventualmente emessi, da un lato, le scelte circa l’opponibilità al fisco della separazione patrimoniale, dall’altro. Quest’ultimo profilo è di assoluta rilevanza atteso che non è avventato ipotizzare che proprio la finalità elusiva possa richiamare l’attenzione degli operatori. Il tema è interessante anche perché costituisce una controprova dell’adeguatezza degli strumenti di tutela dei creditori previsti dalla disciplina codicistica (diritto di opposizione nel termine di sessanta giorni). Al riguardo è significativo notare come la bozza di schema di articolato per l’adeguamento del vigente sistema fiscale alla riforma del diritto societario, si orienti verso la soluzione più radicale di prevedere la totale inopponibilità della costituzione dei patrimoni destinati nei confronti di tutti i creditori pubblici (fisco, enti previdenziali ed assistenziali, regioni, enti locali) proprio in considerazione delle limitate e non agevolmente azionabili forme di tutela a disposizione dei creditori. Si sottolinea, peraltro, che se da un lato la prospettata soluzione garantisce l’erario, per ragioni assolutamente condivisibili, dall’altro espone comunque i creditori del patrimonio separato ad un rischio aggiuntivo.

(218) Da un primo specifico approfondimento (MANZO e SCIONTI) emergono infatti possibili riflessi sul diritto *antitrust*. Se si accede alla tesi secondo cui il terzo che partecipa al patrimonio destinato (o come soggetto che apporta risorse o come possessore di strumenti finanziari) possa godere di diritti amministrativi tali da determinare un’influenza determinante sulla gestione dell’affare (ad esempio, poteri di veto su determinate decisioni), allora tale partecipazione potrebbe configurare una forma di controllo congiunto su quella parte dell’impresa rappresentata dal patrimonio separato. Realizzandosi un’ipotesi di controllo congiunto di un’impresa “o di parti di” essa, secondo quanto previsto dall’art. 5, co.1, lett. b, l. 287/90, tale partecipazione potrebbe rilevare sotto il profilo della disciplina delle operazioni di concentrazione.

Secondo autorevole dottrina la novella in esame asseconda “l’aspirazione della classe imprenditoriale” a che la “responsabilità sia limitata, per ogni affare intrapreso, allo specifico patrimonio ad esso destinato” (219). Indipendentemente da quale sia stato l’origine dell’impulso normativo e date ormai le scelte compiute, l’esito auspicato è che i nuovi modelli possano stimolare l’avvio di nuove iniziative imprenditoriali e non risolversi soltanto nella disponibilità di una sofisticata tecnica per la limitazione di responsabilità. Per quanto riguarda eventuali ricadute della disciplina in esame sul versante delle modalità organizzative e delle dimensioni delle imprese, l’auspicio è che le nuove tecniche possano in qualche modo contribuire ad un rafforzamento e consolidamento del frammentato tessuto produttivo del Paese, accertato come uno dei problemi di crescita dell’economia italiana (220). Per quel piccolo spaccato della riforma del diritto societario oggetto del presente lavoro, tale processo potrebbe essere indotto dalle più articolate e variegate forme di accesso alla finanza esterna che le nuove tecniche di separazione patrimoniale dischiudono, nonché – esplorando le potenzialità applicative estreme della nuova disciplina – attraverso modalità di partecipazione di più imprese a specifici affari comuni (221).

Sino al primo gennaio 2005 (un anno dall’entrata in vigore del d.lgs. 6/2003), il legislatore delegato, avvalendosi della facoltà concessa dall’art. 1, co. 5, della legge delega 366/2001, può emanare “disposizioni correttive e integrative”; tale opportunità potrebbe essere colta per fornire risposte normative agli aspetti più controversi della disciplina.

(219) Così GALGANO (pag. 17).

(220) Cfr. CIOCCA.

(221) Tra le possibili applicazioni del primo modello viene infatti annoverata anche la partecipazione di più società ad un unico patrimonio destinato costituito da una di esse (*promoter*), da realizzarsi sotto forma di apporti o di finanziamenti. In tal modo più imprese, ad esempio operanti in un determinato distretto, potrebbero sostenere lo svolgimento di uno specifico affare in comune. IAMICELI prefigura un “impiego dell’istituto quale struttura di coordinamento tra imprese distinte ed autonome, che, conferendo e destinando parte del loro patrimonio allo specifico affare, partecipano in tal modo a una sorta di *joint venture*” (pag. 260). Per INZITARI l’affare potrebbe essere “perseguito da diverse società, ognuna delle quali crea un patrimonio destinato e lo coordina con quello costituito da altre società, rendendo in questo caso il proprio patrimonio destinato componente di una articolazione funzionalmente unitaria di patrimoni destinati [...] In tal modo ciascuna società può riuscire a dare rilevanza e valore economico ad una iniziativa di maggiore rilievo di quella che essa autonomamente avrebbe potuto realizzare” (pag. 297).

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV.** Diritto delle Società di Capitali, Giuffrè Editore, 2003.
- ABI** Riforma del diritto societario, Decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, Artt. 2447 *bis*-2447 *decies* – Società per azioni: Patrimoni destinati ad uno specifico affare, Circolari ABI, Serie Legale n. 35, 23 settembre 2003
- Abriani N.** La struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone e nelle legge delega per la riforma del diritto societario: un primo confronto, in AA.VV., Verso un nuovo diritto societario, Associazione Disiano Preite, 2002, Il Mulino, pp. 285-302
- Amatucci C.** Fatto illecito della società e responsabilità “proporzionata” dei soci, Quaderni di Giurisprudenza commerciale, n. 243, 2002, pp. XVIII-318
- Angelici C.** La riforma delle società di capitali, CEDAM, 2003
- Arlt R.** I patrimoni destinati ad uno specifico affare: le protected cell companies italiane, Contratto e Impresa, 1, 2004, pp. 323-356
- Associazione Preite** Il nuovo diritto delle società, a cura di G.Olivieri, G.Presti, F.Vella, Bologna, Il Mulino, 2003
- Balzarini P.** L'impresa individuale a responsabilità limitata in Portogallo, Rivista delle società, 1988, pp. 848-864
- Bartalena A.** I patrimoni destinati ad uno specifico affare, Rivista del Diritto Commerciale, fascicolo 1-2/3-4, 2003, pp. 83-106
- Becchetti E.** Riforma del diritto societario. Patrimoni separati, dedicati e vincolati, Rivista del Notariato, n. 1 (gennaio-febbraio) 2003, pp. 49-68
- Becchetti P.** Patrimoni e finanziamenti destinati: profili problematici, in inserto di Italia Oggi, 30 giugno 2003, pp. 196-199
- Bellezza E.** Nuove opportunità per il finanziamento delle imprese, Diritto e Pratica delle Società, Il Sole 24 Ore, n. 3, 17.02.2003, pp. 30-34

- Bitetti G.** I patrimoni destinati nella riforma del diritto societario, *Diritto e Pratica Commerciale*, Impresa C.I., n. 5, 2003, pp. 849-854
- Borsa Italiana Spa** Osservazioni di Borsa Italiana Spa, *Rivista delle società*, nov. – dic. 2002, fascicolo n. 6, pag. 1564 e ss.
- Bosco F., Cesarini F., Tarantola Ronchi A. M.** I modelli organizzativi emergenti nel sistema bancario italiano, in AA.VV., *L'innovazione finanziaria*, Giuffrè, 2003, pp. 71-107
- Bowers J. W.** Security Interests, Creditors Priorities and Bankruptcy, in *Encyclopedia of Law and Economics*, a cura di B. Bouckaert, G. De Geest, Aldershot, Edward Elgar, 1997
- Bozza G.** commento agli artt. 2447-bis–2447-decies, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, *Patrimoni destinati, partecipazioni statali*, S.A.A., Giuffrè, n. 7, 2003, pp. 1-186
- Buonocore V.** Commento breve al decreto legislativo 17 gennaio 2003 n. 6, recante la “Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative”, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, in *Supplemento al n. 4/2003 della rivista di Giurisprudenza Commerciale* (pag. 17).
- Bussani M.** Il modello italiano delle garanzie reali, *Contratto e Impresa*, 1997, pp. 163-192
- Campobasso G.** La costituzione delle società per azioni, *Atti del Convegno di Courmayer*, 2002.
- Campobasso G.** La riforma delle società di capitali e delle cooperative, UTET, 2003
- Cappiello S., Marano G.** The reform of the legal framework for Italian enterprises and the 2003 company law, *International Company and Commercial Law Review*, June 2003, vol. 14, n. 6, pp. 216-220
- Cesàro E.** La disciplina del «patrimonio separato», in inserto di *Italia Oggi* del 30 giugno 2003, pp. 200-204
- Ciocca P.** L'economia italiana: un problema di crescita, *Relazione alla 44^a Riunione Scientifica annuale della Società italiana degli economisti*, Salerno, 25.10.2003, disponibile sul sito www.bancaditalia.it
- Colombo G. E.** La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni, *Banca Borsa Titoli di Credito*, parte I, 2004, pp. 31-63

- Comporti C.** commento agli artt. 2447-bis 2447-*decies* c.c., in La riforma delle società, a cura di M.Sandulli e V.Santoro, Giappichelli, 2003, tomo II, pp. 950-1034
- Costi R.** Riforma societaria e ordinamento bancario, Banca Impresa Società, n. 3, 2003, pp. 305-308
- D'Alessandro F.** Società per azioni: le linee generali della riforma, in La riforma del diritto societario, Atti provvisori del convegno di studio svoltosi a Courmayer, 27 e 28 settembre 2002, Giuffrè, 2003, pp. 29-44
- D'Alessandro F.** Patrimoni destinati, limiti al capitale, Il Sole 24 Ore, 18 maggio 2004
- De Angelis L.** Dal capitale «leggero» al capitale «sottile»: si abbassa il livello di tutela dei creditori, Le Società, n. 12, 2002, pp. 1456-1464
- Denozza F.** A che serve il capitale? (Piccole glosse a L.Enriques-J.R. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*), Giurisprudenza Commerciale, settembre-ottobre 2002, I, pp. 585-600
- Di Sabato F.** Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria, Le società, 2002 n. 6, pp. 665-666
- Di Sabato F.** La disciplina dei patrimoni dedicati, in inserto di Italia Oggi del 30 giugno 2003, pp. 189-195
- Di Sabato F.** Brandelli di esperienza (non del tutto negativa) di un aspirante legislatore, in Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private, a cura di P.Benazzo, S.Patriarca, G.Presti, Quaderni di Giurisprudenza commerciale, n. 246, 2003, pp. 315-321
- Di Sabato F.** Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari, Banca Borsa e Titoli di Credito, parte I, 2004, pp. 13-29
- Easterbrook F. H., Fischel D. R.** L'economia delle società per azioni, Giuffrè, 1996
- Enriques L., Macey J.** Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale, Rivista delle società, gennaio-febbraio 2002, pp. 78-120
- Falcone G.** I patrimoni destinati ad uno specifico affare ed il rapporto banca-impresa nel finanziamento delle attività poste in essere per l'esecuzione di uno specifico affare, in Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario, a cura di S.Bonfatti e G.Falcone, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, n. 258, 2004, pp. 163-198

- Rispoli Farina M.** Nuova struttura finanziaria delle S.p.A. e sistema bancario e finanziario, in *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, a cura di S.Bonfatti e G.Falcone, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, n. 258, 2004, pp. 35-49
- Fauceglia G.** I patrimoni destinati ad uno specifico affare, *Il fallimento*, n. 8, 2003, pp. 809-815
- Ferrarini G.** Finanza e governo d'impresa nella riforma del diritto azionario, in *Il nuovo diritto societario*, Associazione per lo sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Università Cattolica del Sacro Cuore, Quaderno n. 206, 2003, pp. 3-28
- Ferri jr. G.** Il finanziamento societario: profili di qualificazione, *Rivista del Notariato*, 2002, pp. 309-312
- Ferro-Luzzi F.** Dei creditori dei patrimoni destinati ad uno specifico affare, *Rivista del Diritto Commerciale*, fascicolo 1-2/3-4, 2003, pp. 107-121
- Ferro-Luzzi P.** La disciplina dei patrimoni separati, *Rivista delle società*, gennaio-febbraio 2002, pp. 121-138
- Ferro-Luzzi P.** I patrimoni «dedicati» e i «gruppi» nella riforma societario, *Rivista del Notariato*, 2002, pp. 271-277
- Ferro-Luzzi P.** La «cartolarizzazione», in AA.VV., *L'innovazione finanziaria*, Giuffrè, 2003, pp. 387-414
- Fimmanò F.** Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità, *Le Società* n. 8/2002, pp. 960-965
- Fondazione Luca Pacioli** I patrimoni destinati ad uno specifico affare (Artt. 2447-*bis* e ss. del codice civile), Circolare n. 12, 2003, Documento n. 24 del 26 novembre 2003, disponibile all'indirizzo www.fondazione.luicapacioli.it
- Frasca F. M.** Nuovo diritto societario e intermediari bancari e finanziari, in *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, a cura di Francesco Capriglione, CEDAM, 2003, pp. 263-288
- Galanti E.** Garanzia non possessoria e controllo della crisi di impresa: la *floating charge* e l'*administrative receivership*, Quaderni di ricerca giuridica, Banca d'Italia, n. 51, 2000
- Galgano F.** Il nuovo diritto societario, *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, vol. XXIX, CEDAM, 2003
- Gambino A.** Il finanziamento dell'impresa sociale nella riforma, *Rivista del Notariato*, 2002, pp. 279-284

- Giannelli G.** in AA.VV., Diritto delle società di capitali, Manuale breve, Giuffrè, 2003, pp. 78-95
- Granelli C.** La responsabilità patrimoniale del debitore fra disciplina codicistica e riforma in itinere del diritto societario, *Rivista di diritto civile*, luglio-agosto 2002, pp. 507-513
- Guizzi G.** Patrimoni separati e gruppi di società (articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto), *Rivista del diritto commerciale*, sett-ott. 2003, pp. 639-655
- Hansmann H., Kraakman R.** Il ruolo essenziale dell'organizational law, *Rivista delle società*, 2001, pp. 21-85
- Hansmann H., Mattei U.** The functions of trust law: a comparative legal and economic analysis, *New York University Law Review*, n. 73, 1998, pp. 434-479
- Iamiceli P.** Unità e separazione dei patrimoni, Cedam, 2003
- Ianniello B.** La riforma del diritto societario, IPSOA, 2003
- Inzitari B.** I patrimoni destinati ad uno specifico affare, *Le Società*, febbraio 2003, n. 2-*bis*, pp. 295-302
- Lamandini M.** Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali, 2001, Il Mulino
- Lamandini M.** in Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale interno ed internazionale, Università Cattolica di Milano, *Rivista delle società*, nov. – dic. 2002, fascicolo n. 6, pag. 1495
- Lamandini M.** I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria. Prime note sul d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, *Rivista delle società*, marzo-giugno 2003, pp. 490-506
- LoPucki L.M.** The Death of Liability, 106, *The Yale Law Journal*, 1996, pp. 1-92
- Lenzi R.** I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare, *Rivista del Notariato*, Parte I, 2003, pp. 543-584
- Manes P.** Sui «patrimoni destinati ad uno specifico affare» nella riforma del diritto societario, *Contratto e Impresa*, 1, 2003, pp. 181-210
- Manferoce T.** Soggezione a procedure concorsuali dei patrimoni dedicati, *Il fallimento*, n. 12/2003, pp. 1241-1250
- Manzo G., Scionti G.** Patrimoni dedicati e azioni correlate: «cellule» fuori controllo?, *Le Società*, n. 10, 2003, pp. 1329-1340

- Montalenti P.** La riforma del diritto societario nel progetto della Commissione Mirone, *Giurisprudenza Commerciale*, maggio-giugno 2000, parte I, pp. 378-405
- Montalenti P.** Osservazioni alla bozza di decreto legislativo sulla riforma delle società di capitali, *Rivista delle società*, novembre – dicembre 2002, fascicolo n. 6, pp. 1542-1551
- Montalenti P.** La riforma del diritto societario: profili generali, in *La riforma delle società, profili della nuova disciplina*, a cura di S. Ambrosini, Giappichelli, 2003, pp. 1-22
- Napoletano G.** commento agli artt. da 2447-*bis* a 2447-*quinquies* e da 2447-*octies* a 2447-*decies*, in *Codice Commentato delle nuove società*, a cura di G. Bonfante, D. Corapi, G. Marziale, R. Rordorf, V. Salafia, IPSOA, 2004
- Oppo G.** Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni, *Rivista di diritto civile*, settembre-ottobre 2003, pp. 471-488
- Pellegrini M.** I «patrimoni destinati» ad uno specifico affare: limiti e prospettive, in *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, a cura di Francesco Capriglione, CEDAM, 2003, pp. 155-177
- Pescatore S.** La società per azioni, in *La riforma del diritto societario*, a cura di V. Buonocore, Giappichelli, 2003
- Pisani Massamormile A.** Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi, *Rivista delle società*, nov-dic. 2003, pp. 1269-1315
- Pollio M., Papaleo P.P.** La disciplina «tributaria» dei patrimoni dedicati, alla luce dei lavori della Commissione Gallo, *Le Società*, n. 11/2003, pp. 1464-1470
- Portale G. B.** Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks», *Rivista delle società*, gennaio-febbraio 2002, pp. 146-169
- Rabitti Bedogni C.** Patrimoni dedicati, *Rivista del Notariato*, 2002, pp. 1121-1128
- Rocco di Torrepadula N.** Gli effetti della procedura di liquidazione nei confronti del debitore, *Atti del convegno sulla riforma del diritto fallimentare del 15-16 ottobre 2003*, PARADIGMA
- Santosuosso D. U.** *La riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2003
- Schlesinger P.** Patrimoni destinati ad uno specifico affare e profili di distinta soggettività, *Diritto e Pratica delle Società*, *Il Sole 24 Ore*, n. 3, 17.02.2003, pp. 6-8.

- Schwartz A.** Security interests and bankruptcy priorities: a review of current theories, 10, *Journal of Legal Studies*, 1981, pp. 1-39.
- Schwartz A.** A theory of Loan Priorities, 18, *Journal of Legal Studies*, 1989, pp. 209-261.
- Sparano R., Adducci E.** Il nuovo diritto societario italiano alla luce dei principi del Piano d'azione comunitario, *Le Società*, n. 2, 2004, pp. 237-243
- Stella Richter jr. M.** I patrimoni "dedicati" nel diritto delle società per azioni: appunti sulle prospettive di riforma, www.associazionepreite.it/attivita0.3htm
- Toschi Vespasiani F.** I patrimoni ed i finanziamenti destinati ad uno specifico affare nella riforma del diritto societario, *Studium Iuris*, parte prima in vol. n° 5, 2004, pp. 587-602, parte seconda in vol. n° 6, 2004, pp. 724-728
- Troiano V.** Le operazioni di cartolarizzazione, CEDAM, 2003
- Zoppini A.** Autonomia e separazione del patrimonio, nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni, *Rivista di Diritto Civile*, luglio-agosto 2002, pp. 545-575.
- Zoppini A.** Primi appunti sul patrimonio separato della società per azioni, in *Il Nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P.Benazzo, S.Patriarca, G.Presti, *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, n. 246, 2003, pp. 97-105

QUADERNI PUBBLICATI

- n. 1 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, ottobre 1985 (esaurito).
- n. 2 – FRANCESCO CARBONETTI, *Moneta*, dicembre 1985.
- n. 3 – PIETRO DE VECCHIS, *L'istituto di emissione*, febbraio 1986 (esaurito).
- n. 4 – GIUSEPPE CARRIERO, *Governo del credito e Regioni a statuto speciale: il quadro istituzionale*, aprile 1986.
- n. 5 – GIORGIO OPPO, *Una svolta dei titoli di massa (il progetto Monte Titoli)*, aprile 1986.
- n. 6 – LUIGI DESIDERIO, *Le norme di recepimento della Direttiva comunitaria n. 780/77 in materia creditizia*, maggio 1986 (esaurito).
- n. 7 – GIORGIO SANGIORGIO - FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La legge bancaria: evoluzione normativa e orientamenti esegetici*, giugno 1986.
- n. 8 – VINCENZO MEZZACAPO, *L'attività bancaria nell'ambito dei movimenti di capitali nella CEE*, giugno 1986 (esaurito).
- n. 9 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, luglio 1986.
- n. 10 – FRANCESCO CARBONETTI, *I cinquant'anni della legge bancaria*, settembre 1986.
- n. 11 – *La legge bancaria*, ottobre 1986.
- n. 12 – CARMINE LAMANDA, *L'evoluzione della disciplina del controllo sul sistema creditizio dalla legge bancaria ad oggi*, dicembre 1986 (esaurito).
- n. 13 – GIOVANNI IMPERATRICE, *L'accertamento dell'illecito amministrativo nel diritto valutario e nel diritto tributario*, marzo 1987.
- n. 14 – GIORGIO SANGIORGIO, *Profilo istituzionale della disciplina pubblicistica del credito*, maggio 1987.
- n. 15 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, (a cura di) *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, luglio 1987.
- n. 16 – CARLO TAGLIENTI, *Il credito documentario: nozione, fondamento, problematica*, settembre 1987.
- n. 17 – PIETRO DE VECCHIS, *Aspetti legali delle crisi bancarie in Italia*, gennaio 1988.
- n. 18 – VINCENZO MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, agosto 1988.
- n. 19 – FRANCESCO CARBONETTI, *Il controllo della Banca d'Italia sulle emissioni di titoli atipici*, ottobre 1988.

- n. 20 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Le polizze di credito commerciale*, dicembre 1988.
- n. 21 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *La responsabilità penale del banchiere: evoluzione giurisprudenziale e prospettive di riforma*, dicembre 1989 (esaurito).
- n. 22 – MARCELLO CONDEMI, *Le sanzioni amministrative bancarie e la giurisprudenza della Corte d'Appello di Roma*, aprile 1991.
- n. 23 – MARCO MANCINI - MARINO PERASSI, *I trasferimenti elettronici di fondi*, maggio 1991.
- n. 24 – ENRICO GALANTI, *La crisi degli enti creditizi nella giurisprudenza: la liquidazione coatta amministrativa*, giugno 1991.
- n. 25 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Note introduttive alla disciplina delle s.i.m. e dell'organizzazione dei mercati finanziari*, giugno 1991.
- n. 26 – AA.VV., *La ristrutturazione della banca pubblica e la disciplina del gruppo creditizio*, gennaio 1992.
- n. 27 – GIORGIO SANGIORGIO, *Le Autorità creditizie e i loro poteri*, marzo 1992.
- n. 28 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Il recepimento della seconda direttiva Cee in materia bancaria. Prime riflessioni*, febbraio 1993.
- n. 29 – *Il Sistema dei pagamenti. Atti del Convegno giuridico* (Perugia S.A.Di.Ba., 23-24 ottobre 1992), settembre 1993.
- n. 30 – OLINA CAPOLINO, *L'amministrazione straordinaria delle banche nella giurisprudenza*, ottobre 1993.
- n. 31 – P. FERRO-LUZZI - P. G. MARCHETTI, *Riflessioni sul gruppo creditizio*, dicembre 1993.
- n. 32 – *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, marzo 1994.
- n. 33 – *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. The 1993 Banking Law*, marzo 1994.
- n. 34 – GIUSEPPE CARRIERO, *Struttura ed obiettivi della legge sui fondi immobiliari chiusi*, novembre 1994.
- n. 35 – LUCIO CERENZA, *Profilo giuridico del sistema dei pagamenti in Italia*, febbraio 1995.
- n. 36 – GIOVANNI CASTALDI, *Il riassetto della disciplina bancaria: principali aspetti innovativi*, marzo 1995.
- n. 37 – VINCENZO PONTOLILLO, *L'evoluzione della disciplina dell'attività di emissione di valori mobiliari*, giugno 1995.
- n. 38 – O. CAPOLINO - G. CARRIERO - P. DE VECCHIS - M. PERASSI, *Contributi allo studio del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, dicembre 1995.
- n. 39 – FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Cooperazione di credito e Testo Unico bancario*, dicembre 1995.
- n. 40 – MARINO PERASSI, *L'attività delle banche in "securities" e la disciplina dei contratti derivati in Giappone*, aprile 1996.
- n. 41 – ENRICO GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, novembre 1996.

- n. 42 – M. PERASSI - R. D'AMBROSIO - G. CARRIERO - O. CAPOLINO - M. CONDEMI, *Studi in materia bancaria e finanziaria*, novembre 1996.
- n. 43 – Convegno *Per un diritto della concorrenza* (Perugia, giugno 1996), dicembre 1996.
- n. 44 – *Crisi d'impresa, procedure concorsuali e ruolo delle banche*, marzo 1997.
- n. 45 – DONATELLA LA LICATA, *La cessione di rapporti giuridici "individuabili in blocco" nell'art. 58 del T.U. bancario*, aprile 1997.
- n. 46 – PAOLO CIOCCA - ANTONELLA MAGLIOCCO - MATILDE CARLA PANZERI, *Il trattamento fiscale dei rischi sui crediti*, aprile 1997.
- n. 47 – P. DE VECCHIS - G.L. CARRIERO - O. CAPOLINO, M. MANCINI, R. D'AMBROSIO, *Studi in materia bancaria e finanziaria 1996*, settembre 1997.
- n. 48 – GIUSEPPE CARRIERO, *Il credito al consumo*, ottobre 1998.
- n. 49 – *Fondamento, implicazioni e limiti dell'intervento regolamentare nei rapporti tra intermediari finanziari e clientela*, marzo 1999.
- n. 50 – A. MAGLIOCCO - D. PITARO - G. RICOTTI - A. SANELLI, *Tassazione del risparmio gestito e integrazione finanziaria europea*, settembre 1999.
- n. 51 – ENRICO GALANTI, *Garanzia non possessoria e controllo della crisi di impresa: la floating charge e l'administrative receivership*, gennaio 2000.
- n. 52 – *Bankruptcy Legislation in Belgium, Italy and the Netherlands*, (Brussels, 7 July 2000), giugno 2001.
- n. 53 – VINCENZO TROIANO, *Gli Istituti di moneta elettronica*, luglio 2001.
- n. 54 – STEFANO CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, luglio 2001.
- n. 55 – BRUNA SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, giugno 2002.
- n. 56 – AA.VV., *Diritto Societario e Competitività in Italia e in Germania*, luglio 2003.