

ARCHIVIO GIURIDICO SASSARESE

Liber amicorum per Mario Segni
I rapporti privati nella società civile

Tomo II

a cura di Marcello Maggiolo e Giovanni Maria Uda

G. Hamza, G. Amadio, T. Bortolu, M. Ceolin,
C. Colombo, G. De Donno, I. Fagnoli, M. A. Foddai,
R. Motroni, L. Nonne, M. T. Nurra, R. Ortu,
E. Pinna, G. W. Romagno, F. A. Schurr,
A. Serra, F. Toriello, G. M. Uda, P. Ziliotto,
L. Botta, A. Cinque, S. Lo Iacono,
F. Maschio, C. Milli.

XXV

2020-2

Luglio - Dicembre

INSCHIBBOLETH

ARCHIVIO GIURIDICO SASSARESE

RIVISTA INTERNAZIONALE DI DIRITTO PRIVATO ANTICO E CONTEMPORANEO

Direttore scientifico

Giovanni Maria UDA (Università di Sassari)

Vice Direttore scientifico

Rosanna ORTU (Università di Sassari)

Comitato di direzione

Francesco CAPRIGLIONE (Università LUISS “Guido Carli” – Università telematica Guglielmo Marconi); Claudio COLOMBO (Università di Sassari); José Ramón DE VERDA Y BEAMONTE (Università di Valencia); Andrea DI PORTO (Sapienza Università di Roma); Gabor HAMZA (Univ. Eötvös Loránd Budapest); Salvatore PATTI (Sapienza Università di Roma); Christoph SCHMID (Università di Brema); Agustin LUNA SERRANO (Università Ramon Llul Barcelona)

Comitato di redazione

Davide ACHILLE (Università del Piemonte Orientale); Dario FARACE (Università di Roma “Tor Vergata”); Massimo FOGLIA (Università di Bergamo); Stefania FUSCO (Università di Sassari); Alessandro HIRATA (Università di San Paolo “USP”); Lorenzo GAGLIARDI (Università statale di Milano); Mauro GRONDONA (Università di Genova); Arturo MANIACI (Università statale di Milano); Raimondo MOTRONI (Università di Sassari); Luigi NONNE (Università di Sassari); Laurent POSOCCO (Università di Tolosa); Federico PROCCHI (Università di Pisa); Giuseppe Werther ROMAGNO (Università di Sassari); Maria Gabriella STANZIONE (Università di Salerno) Fabio TORIELLO (Università di Sassari); Maria Manuel VELOSO GOMES (Università di Coimbra)

Comitato dei revisori

Luigi GAROFALO (Presidente – Università di Padova)

Marco AZZALINI (Università di Bergamo); Federico AZZARRI (Università di Pisa); Angelo BARBA (Università di Siena); Vincenzo BARBA (Sapienza Università di Roma); Pierangelo BUONGIORNO (Università di Münster); Ilaria Amelia CAGGIANO (Università “Suor Orsola Benincasa” di Napoli); Maria Luisa CHIARELLA (Università di Catanzaro); Alberto Giulio CIANCI (Università di Perugia); Maria Rosa CIMMA (Università di Sassari); Laura D’AMATI (Università di Foggia); Maurilio FELICI (Università LUMSA di Palermo); Lucilla GATT (Università “Suor Orsola Benincasa” di Napoli); Andrea GENOVESE (Università “La Tuscia” di Viterbo); Fulvio GIGLIOTTI (Università di Catanzaro); Claudia IRTI (Università di Venezia Ca’ Foscari); Umberto IZZO (Università di Trento); David KREMER (Université Paris Descartes); Paola LAMBRINI (Università di Padova); Lorenzo MEZZASOMA (Università di Perugia); Eleonora NICOSIA (Università di Catania); Francesco Paolo PATTI (Università “Luigi Bocconi” di Milano); Aldo PETRUCCI (Università di Pisa); Guido PFEIFER (Università Goethe di Frankfurt am Main); Fabrizio PIRAINO (Università di Palermo); Johannes PLATSCHEK (Università di München LMU); Roberto PUCELLA (Università di Bergamo); Francesca REDUZZI MEROLA (Università di Napoli “Federico II”); Nicola RIZZO (Università di Pavia); Giacomo ROJAS ELGUETA (Università di Roma Tre); Diego ROSSANO (Università di Napoli “Parthenope”); Anna Maria SALOMONE (Università di Napoli “Federico II”); Gianni SANTUCCI (Università di Trento); Roberto SCEVOLA (Università di Padova); Roberto SENIGAGLIA (Università di Venezia Ca’ Foscari); Laura TAFARO (Università di Bari “Aldo Moro”)

Segreteria di redazione

Carlo ATTANASIO; Roberta BENDINELLI; Maria Cristina IDINI; Pietro LIBECCIO; Maria Teresa NURRA; Pietro Giovanni Antonio SANTORU; Laudevino Bento DOS SANTOS NETO DA SILVEIRA

Rivista on line open access. Indirizzo web: www.archiviogiuridicosassarese.org.

Registrazione: Tribunale di Sassari n° 11 del 26/01/1974.

Prima serie: Archivio Storico Sardo di Sassari, pubblicata in formato cartaceo dal 1975 al 1992.

Seconda serie: Archivio Storico e Giuridico Sardo di Sassari, pubblicata in formato cartaceo dal 1994 al 1998 e in formato digitale dal 1999 al 2019 (ISSN print: 2240-4856; ISSN on line: 2240-4864). Periodicità: semestrale.

Serie attuale: Archivio Giuridico Sassarese.

ISSN print: 2785-034X

ISSN on line: 2785-0803

ISBN print: 978-88-5529-288-7

© 2021, Associazione Giuridica Sassarese.

Editore: Inschibboleth edizioni - via G. Macchi, 94, 00133, Roma - Italia, email: info@inschibbolethedizioni.com. Direttore responsabile: Emiliano Tolu. Proprietario della pubblicazione: Associazione Giuridica Sassarese, email: rivista@archiviogiuridicosassarese.org. Sede della pubblicazione: Sassari, Associazione Giuridica Sassarese, c/o Studio Legale Berlinguer, via Cavour 88, 07100 Sassari, SS.

Fascicolo n. 2/2020, luglio-dicembre, arretrato, pubblicato online il 22 settembre 2021.

INDICE

Liber amicorum per Mario Segni
I rapporti privati nella società civile
Tomo II

Editoriale

- GÁBOR HAMZA, *Andrés Bello, the Humanist Thinker and Codifier of the Private Law (Civil Law and Commercial Law) in Chile* p. I
- GIUSEPPE AMADIO, *L'efficacia costitutiva della divisione ereditaria* p. 11
- MATTEO CEOLIN, *Il sistema di riconoscimento degli Enti dal Codice Civile al Codice del Terzo Settore* p. 39
- CLAUDIO COLOMBO, *Mutuo o pactum de non petendo ad tempus? Oscillazioni della Suprema Corte sulla natura giuridica delle operazioni di ripianamento di pregresse esposizioni debitorie mediante la concessione di nuovo credito* p. 57
- IOLE FARGNOLI, *Precedenti antichi di giustizia sportiva?* p. 73
- MARIA ANTONIETTA FODDAI, *Processo, mediazione e modelli di giustizia* p. 91
- RAIMONDO MOTRONI, *Anatocismo ed indeterminatezza dell'oggetto contrattuale nei mutui a rata costante* p. 115
- LUIGI NONNE, *La prova del nesso causale nella responsabilità per inadempimento: prospettive dottrinali e soluzioni giurisprudenziali a confronto* p. 141
- MARIA TERESA NURRA, *Profili attuali in materia di risarcimento in forma specifica e diritti inviolabili* p. 179
- ROSANNA ORTU, *La vendita del servus in qualità di 'accessorio' di una res: la rubrica 'si alii rei homo accedat' dell'editto degli edili curuli* p. 209
- EDOARDO PINNA, *Verso la privatizzazione del diritto di famiglia: il collegamento negoziale tra un patto parasociale ed un accordo della crisi coniugale* p. 245

GIUSEPPE WERTHER ROMAGNO, <i>Allineamento dei confini demaniali marittimi con la proprietà privata. Contributo alla definizione del rapporto fra l'art. 32 cod. nav. e l'art. 950 cod. civ.</i>	p. 265
FRANCESCO A. SCHURR, <i>Il contratto "senza parole". Alcune riflessioni sull'autonomia privata nel contesto dei contratti intelligenti</i>	p. 277
ANTONIO SERRA, <i>Tutela del credito e garanzie personali. A proposito di un risalente saggio sulla lettre de patronage</i>	p. 295
FABIO TORIELLO, <i>Sul cd. "contratto di spedizione trasporto". Considerazioni su una fattispecie dimenticata</i>	p. 307
GIOVANNI MARIA UDA, <i>Il modus contrattuale</i>	p. 329
PAOLA ZILLOTTO, <i>Il processo del governatore della Sardegna M. Emilio Scauro e le elezioni consolari del 54 a.C.</i>	p. 353
TANIA BORTOLU, <i>Prenuptial agreements e cohabitation contracts nel prisma della comparazione</i>	p. 381
GIANLUCA DE DONNO, <i>Operazioni di finanziamento complesse, meritevolezza degli interessi e gestione delle sopravvenienze</i>	p. 409

Saggi

LORENZO BOTTA, <i>La responsabilità medica. Un'analisi comparata</i>	p. 447
ALBA CINQUE, <i>Covid-19 e contratti di locazione commerciale</i>	p. 485
SABRINA LO IACONO, <i>Si filia emancipata diverterat. Il divorzio della figlia in frode al padre</i>	p. 505
FRANCESCA MASCHIO, <i>Autodeterminazione informativa, disposizioni anticipate di trattamento, cittadinanza digitale: evoluzione o frammentazione del quadro giuridico?</i> Spatium cogitandi	p. 529

Giurisprudenza

Nota a sentenza

CLAUDIA MILLI, <i>La natura privilegiata del credito di Sace: spunti di riflessione</i> (Cass., sezione VI Civile, ord. n. 27159/2020)	p. 555
--	--------

Liber amicorum per Mario Segni
I rapporti privati nella società civile

Tomo II

Operazioni di finanziamento complesse, meritevolezza degli interessi e gestione delle sopravvenienze

Gianluca De Donno

Sommario: Prospettive teoriche dell'obbligo legale di rinegoziazione. Rapporto con la finanza di progetto quale modello di operazioni in leva. – 2. Finanza di progetto e obbligo di rinegoziazione. – 3. Sopravvenienze qualitative e sopravvenienze non impossibilitanti nella finanza di progetto. Disciplina negoziale e controllo del finanziatore nella fase dinamica dell'operazione. Riflessi sull'obbligo legale di rinegoziazione. – 4. Valori del mercato, meritevolezza e operazioni in leva finanziaria. Prospettive sistematiche del “*project financing*” in riferimento alle teoriche sull'obbligo di rinegoziazione. – 5. Profili sistematici delle operazioni in leva finanziaria: tutela della relazione, rinegoziazione e differenziazione dei modelli nei contratti di impresa. Accenni per una proposta di indagine. – 6. La finanza di progetto come modello di “*governance*” del contratto nell'ottica della gestione delle patologie negoziali. Le “*waiver requests*” e le “*consent letters*”.

1. *Prospettive teoriche dell'obbligo legale di rinegoziazione. Rapporto con la finanza di progetto quale modello di operazioni in leva*

Nelle teoriche sull'obbligo legale di rinegoziazione¹, l'adattamento del contratto al mutato contesto economico da eccezione confinata nelle ipotesi cir-

¹ Il dibattito sull'adeguamento delle condizioni contrattuali mediante lo strumento della rinegoziazione come completamento – o *rectius* come alternativa – al meccanismo di gestione delle sopravvenienze previsto dall'art. 1467 cod. civ. è legato a doppio filo ai temi *i*) della potenziale normatività implicita che discenderebbe dal riconoscimento della natura di contratto di lunga durata (*long-term contract*) di un determinato rapporto contrattuale (e, a mo' di corollario, della relazionalità e incompletezza che ne conseguirebbero) e *ii*) di un *favor* verso un'interpretazione espansiva della buona fede integrativa cui viene attribuita la capacità – appunto in via di integrazione legale del contenuto contrattuale – di imporre alla parti un obbligo di rinegoziazione. La tesi ha subito l'influenza della teoria statunitense “*relational contracts*”, sviluppatasi soprattutto nel sistema statunitense a partire dai fin troppo noti studi di Stewart Macauley e Ian R. Macneil da cui ha ricavato le prospettive sociologiche (superamento del modello individualistico hobbesiano) e le prospettive economiche (critica all'agente economico razionale classico e neoclassico) che si incrociano nel modello relazionale (S. MACAULAY, *Non-Contractual Relations in Business: A Preliminary Study*, in *Am. Soc. Rev.*, 1963, 55 ss; ID., *Elegant Models, Empirical Pictures, and Complexities of Contracts*, in *L. & Soc. Rev.*, 1977, 507;

coscritte delle sopravvenienze tipiche e in particolare dell'art. 1467 cod. civ.,

I.R. MACNEIL, *The Many Futures of Contracts*, in *S. Cal. L. Rev.*, 1974, 691; ID., *A Primer of Contract Planning*, in *S. Cal. L. Rev.*, 1975, 627 ss.; ID., *Adjustment of Long-term Economic Relations under Classical, Neoclassical and Relational Contract Law*, in *Nw. U. L. Rev.*, 1978, 854 ss.). Essa assume l'insufficiente capacità del modello contrattuale derivato dalla tradizione ottocentesca di raccogliere compiutamente il fenomeno negoziale, atteso che i paradigmi su cui questo si attesta – contratto come atto, rilievo della promessa, funzione di scambio istantaneo – non reggerebbero il passo con la complessità delle relazioni economiche radicalmente mutate dall'incedere progressivo dell'evoluzione tecnologica (v. anche le osservazioni di M. GRANIERI, *Il tempo e il contratto*, Milano, 2007, p. 1 e ss.). Il punto di partenza del ragionamento è che dal dato economico e sociologico dei contratti a lungo termine emerge il dato strutturale della flessibilità del relativo rapporto contrattuale cui segue la naturale propensione dello stesso all'adeguamento a seguito di circostanze sopravvenute durante l'esecuzione del rapporto. L'individuazione dell'obbligo di rinegoziazione come effetto legale della conclusione di un contratto relazionale si scontrerebbe tuttavia con l'assenza di una espressa regola in tal senso e con il disposto dell'art. 1467 cod. civ. che delimita la sfera delle sopravvenienze rilevanti e sembra, comunque, esprimere una preferenza per i rimedi ablativi. Due sono i percorsi espositivi adottati dalla dottrina cui va riconosciuto il merito di aver introdotto nel nostro ordinamento il dibattito sull'ammissibilità dell'obbligo legale di rinegoziazione dei contratti di durata (F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996, pp. 92 e ss., pp. 292-298, pp. 313-321), differenti per le sopravvenienze tipiche e le cc.dd. sopravvenienze "atipiche". Nel primo caso, l'obbligo è ricavato da una rilettura dell'art. 1467 cod. civ. e, in particolare, del 3 comma, che consente di neutralizzare l'effetto risolutivo offrendo di modificare equamente il contratto. Il processo logico che segue consiste *i*) nel riconoscere nella situazione giuridica del contraente avvantaggiato ex art. 1467, 3 comma, cod. civ. un diritto soggettivo alla prosecuzione del rapporto; *ii*) nel ritenere sussistente un obbligo a carico della controparte di trattare in buona fede (ex art. 1375 cod. civ) le condizioni della revisione contrattuale; *iii*) nel dedurre l'obbligo di rinegoziazione come effetto legale della fattispecie che discende direttamente dall'art. 1467, 3 comma, cod. civ., idoneo a dare vita a "una vicenda puramente negoziale". Alla rinegoziazione si può pertanto procedere anche in via stragiudiziale e preventiva poiché l'obbligo di prestarsi alla rinegoziazione è ancorato a un preciso referente normativo. Per le sopravvenienze atipiche (si è visto) l'ostacolo maggiore è rappresentato dalla apparente irrilevanza di tutte gli eventi perturbatori che non attingono le soglie dell'art. 1467 cod. civ. La teoria in esame presuppone che nei contratti di durata le parti rinuncino a regolare anche le sopravvenienze che non arrivino a interessare l'eccessiva onerosità al punto che al posto di un'allocazione tacita del rischio contrattuale vi sarebbe una vera e propria rinuncia ad allocarlo *ex ante* tramite una clausola in bianco integrativa del contenuto contrattuale. La buona fede interpretativa (art. 1366 cod. civ.) farebbe emergere la comune intenzione dei contraenti di rivedere, adeguare o modificare l'assetto contrattuale al variare della situazione di fatto mentre la buona fede in *executivis* (art. 1375 cod. civ.) imporrebbe alle parti un dovere di cooperazione per riportarlo ad aderenza al programma originario. Secondo F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2015, pp. 591-592, non sarebbe tanto in gioco il contenuto precettivo della buona fede quanto la sua capacità di fornire alle parti uno strumento normativamente ancorato per la gestione della fase rinegoziale del contratto strutturalmente incompleto. Secondo l'A. l'obbligo di rinegoziare non nascerebbe dalla clausola generale di buona fede ma dalla natura stessa dei contratti a lungo termine (natura da cui promanerebbe, perciò, uno specifico contenuto normativo) mentre la buona fede regolerebbe il comportamento delle parti nel processo di rinegoziazione. Si deve segnalare che la giurisprudenza sembra iniziare a riconoscere l'esistenza di un obbligo legale di rinegoziazione (v. Trib. Bari, ord., 14 giugno 2011, in *Contr.*, 2012, con nota di F.P. PATTI, *Obbligo di rinegoziazione, tutela in forma specifica e penale giudiziale*, 573-586; di recente, Tribunale di Milano, 8 aprile 2020 n. 2319, disponibile su www.dejure.it). Da ultimo la Relazione n. 56 dell'Ufficio del Massimario e del Ruolo della Suprema Corte di Cassazione dell'8 luglio 2020 ne ha fatto ampio uso per indicare lo strumento concettuale da adoperare nella valutazione

3 comma, si muta in regola in virtù della centralità della buona fede come strumento di correzione del contratto in una logica endonegoziale.

Da questo punto di vista, indipendentemente dalle registrate posizioni critiche e dallo scetticismo che persiste tuttora in dottrina avverso il riconoscimento di un obbligo di rinegoziazione *ex lege*, si deve però dire che il diritto privato europeo sembra andare nel senso di consentire che l'equilibrio contrattuale sia mantenuto a fronte delle sopravvenienze contrattuali idonee ad alterarlo². Il principio sembra riscontrare sempre maggiore accoglimento in giurisprudenza³ e potrebbe trovare definitivamente un saldo appiglio normati-

delle conseguenze sulla disciplina generale dei contratti della pandemia da Covid-19 e delle misure normative adottate per fronteggiarla.

² Per un'analisi di maggior respiro si rinvia a R. MOMBERG URIBE, *The Effect of a Change of Circumstances on the Binding Force of Contracts*, Cambridge, 2011; F.P. TRAISCI, *Sopravvenienze contrattuali e rinegoziazione nei sistemi di civil law e common law*, Napoli, 2003; P. SIRENA, *Eccessiva onerosità sopravvenuta e rinegoziazione del contratto: verso una riforma del codice civile?*, in *Jus*, 2020, p. 205 e ss. Con la *Modernisierung des Schuldrechts* del 2002 il diritto tedesco ha visto il riconoscimento nel dato positivo del dovere di rinegoziazione e, ad esito della riforma, il 313 BGB prevede la possibilità per la parte che dopo la conclusione del contratto risulti svantaggiata dalla modifica in modo rilevante delle circostanze poste a fondamento dello stesso di pretendere l'adeguamento (per una riflessione sui sistemi rimediali introdotti dalla *Modernisierung* si rinvia, senza pretesa di completezza, a P. RESCIGNO, *La codificazione tedesca della «caduta» del fondamento negoziale* («Störung der Geschäftsgrundlage»), in G. CIAN (a cura di) *La riforma dello «Schuldrecht» tedesco: un modello per il futuro diritto europeo delle obbligazioni e dei contratti?*, in *Quaderni della Rivista di Diritto Civile*, Padova, 2004, p. 101 e ss.; S. LORENZ, T. RIEHM, *Lehrbuch zum neuen Schuldrecht*, Monaco, 2002, p. 197 ss.; C.W. CANARIS, *La mancata attuazione del rapporto obbligatorio: profili generali. Il nuovo diritto delle Leistungsstörungen*, in *Riv. dir. civ.*, 2003 I, 19-38). Il diritto olandese conosce il potere del giudice di modificare il contratto alterato da circostanze imprevedute di natura tale che la parte contraente, secondo criteri di ragionevolezza e di equità, non possa aspettarsi che il contratto sarà mantenuto inalterato. La previsione è contenuta negli articoli 6:258 e 6:260 del nuovo Codice civile olandese del 1992 (*Burgerlijk Wetboek, BW*), v. S. HARTKAMP, M. TILLEMA, E.B. HEIDE, *Contract Law in the Netherlands*, LAJ, 2011, p. 120. Da ultimo, con l'«*Ordonnance de réforme du droit des contrats, du régime général et de la preuve des obligations*», entrata definitivamente in vigore il 1° ottobre 2016, si è introdotta all'art. 1195 del *Code civil* una nuova disciplina dell'eccessiva onerosità sopravvenuta nel diritto francese. La norma consente alla parte la cui prestazione sia divenuta eccessivamente onerosa per effetto di circostanze imprevedibili (e che però non avesse accettato il relativo rischio) di richiedere alla controparte di rinegoziare il contratto. È però in difetto di accordo, che una parte presenti autonomamente istanza al giudice per la modifica del regolamento negoziale o per la sua risoluzione (v. E. TUCCARI, *Note sull'introduzione della «révision pour imprevision» nel codice civile francese*, in *Eur. Dir. priv.*, 4, 2017, p. 1528; L. ANDREU, N. THOMASSIN, *Cours de droit des obligations*, 4. ed., Gualino, p. 235 e ss). È interessante, infine, segnalare la raccolta di principi pubblicata dallo *European Law Institute* (ELI) in data 16 maggio 2020, allo scopo porre all'attenzione di Stati e altri *policy makers* linee guida e criteri orientativi per affrontare alcune delle questioni giuridiche originate dalla pandemia di COVID-19. In particolare, il secondo comma del Principio 13 (*Forza maggiore ed eccessiva onerosità*), invita gli Stati Europei a valorizzare il principio di buona fede per favorire le pratiche rinegoziative anche in assenza di una espressa previsione in tal senso nel contratto o nella legislazione nazionale (v. P. SIRENA, *I principi dello European Law Institute sulla pandemia di Covid-19*, in *Riv. dir. civ.*, 4, 2020, pp. 890-901.)

³ Si veda la citata Relazione n. 56 dell'Ufficio del Massimario e del Ruolo della Suprema Corte di Cassazione dell'8 luglio 2020. Il tema ha conosciuto rinnovato vigore nelle riflessioni

vo nel momento in cui si dovesse dar seguito il processo di revisione e riforma del Codice civile di cui al d.d.l. delega n. 1151 del 2019⁴.

Potrebbe però essere utile verificare in concreto la portata espansiva dell'obbligo di rinegoziazione e la tenuta di una sua generale applicazione a tutti i rapporti negoziali connotati da una lunga o "lunghissima" durata.

Si ritiene, a tal proposito, che le operazioni in leva finanziaria e, in particolare, la finanza di progetto quale tipologia specifica di operazione complessa in cui se ne fa uso proficuo, possano offrire prospettive interessanti a tal fine.

Volendo descrivere sinteticamente il *project financing*, lo si potrebbe in linea di massima dire una tecnica di finanziamento volta al reperimento dei capitali necessari per far fronte agli ingenti costi di costruzione di opere – normalmente non sostenibili da un unico soggetto privato – e caratterizzata *i*) da una ampia durata di sfruttamento dell'opera oggetto (o del servizio connesso) e *ii*) dall'impiego dei futuri flussi di cassa del progetto quale sorgente di fondi per il rimborso del capitale di debito, e, sostanzialmente, dell'unità economica finanziata come "garanzia collaterale" del prestito⁵.

della dottrina civilistica sugli effetti della pandemia di COVID-19 sul diritto dei contratti. Vedi, senza pretesa di completezza, P. SIRENA, *L'impossibilità ed eccessiva onerosità della prestazione debitoria a causa dell'epidemia di CoViD-19*, in *Nuova. giur. civ. comm.*, 3, 2020, 73-79; A.M. BENEDETTI, *Stato di emergenza, immunità del debitore e sospensione del contratto*, Approfondimento del 29 aprile 2020, disponibile su www.giustiziacivile.com; A. DE MAURO, *Pandemia e contratto: spunti di riflessione in tema di impossibilità sopravvenuta della prestazione*, Editoriale del 27 marzo 2020, disponibile su www.giustiziacivile.com; R. DI RAIMO, *Le discontinuità che seguono i grandi traumi: pensando al credito (e al debito), mentre la notte è ancora fonda*, Approfondimento del 9 aprile 2020, disponibile su www.giustiziacivile.com; A. DOLMETTA, *Il problema della rinegoziazione (ai tempi del coronavirus)*, Approfondimento del 4 giugno 2020, disponibile su www.giustiziacivile.com; A. GENTILI, *Una proposta sui contratti d'impresa al tempo del coronavirus*, Approfondimento del 29 aprile 2020, disponibile su www.giustiziacivile.com; M. GRONDONA, *Dall'emergenza sanitaria all'emergenza economica: l'eccessiva onerosità sopravvenuta tra buona fede e obbligo di rinegoziazione*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, 12 bis, maggio 2020, p. 314 e ss.; L. GUERRINI, *Coronavirus, legislazione emergenziale, e contratto: una fotografia*, Articolo del 7 maggio 2020, disponibile su www.giustiziacivile.com; F. MACARIO, *Sopravvenienze e rimedi al tempo del Coronavirus*, in *Contratti*, 2, 2020, p. 129 e ss.; U. MATTEI, A. QUARTA, *Tre tipi di solidarietà. Oltre la crisi nel diritto dei contratti*, Approfondimento del 7 maggio 2020, disponibile su www.giustiziacivile.com; M. ZACCHEO, *Brevi riflessioni sulle sopravvenienze contrattuali alla luce della normativa sull'emergenza epidemiologica da Covid-19*, Editoriale del 21 aprile 2020, disponibile su www.giustiziacivile.com. Si veda anche il documento della Commissione Covid-19 dell'Accademia dei Lincei, "COVID e Contratti", disponibile su <https://www.lincei.it/it/article/covid-e-contratti> e il commento di A. GAMBARO, *Regolamentare i contratti B2B a circostanze eccezionali come Covid-19*, disponibile su https://www.huffingtonpost.it/entry/regolamentare-i-contratti-a-circostanze-eccezionali-come-covid-19_it_5eb152c5c5b60a92778203ec.

⁴ Per primissimi commenti sul d.d.l. delega, vedi F. GAMBINO, *Il rinegoziare delle parti e il potere del giudice*, in *Juscivile*, 4, 2019, p. 397 e ss.; F. MACARIO, *Dalla risoluzione all'adeguamento del contratto. appunti sul progetto di riforma del codice civile in tema di sopravvenienze*, in *Foro it.*, 2020, V, p. 102 e ss.; P. SIRENA, *Eccessiva onerosità sopravvenuta e rinegoziazione del contratto: verso una riforma del codice civile?*, cit.

⁵ P.K. NEVITT, *Project Financing*, trad. it. ad opera di P. DE SURY, Bari, 1987, p. 13.

Sotto il profilo giuridico, il fenomeno mette luogo a una fitta rete negoziale, una sommatoria di singoli contratti (contratto di finanziamento, contratto di appalto per la costruzione dell'opera, contratto di appalto di servizi per la gestione e manutenzione dell'opera, contratto di fornitura con un *off-taker* per la vendita del bene o del servizio realizzato dal progetto) attorno a cui se ne articola la struttura⁶.

In particolare, l'operazione coinvolge un soggetto promotore industriale (o *sponsor*) che intende realizzare un progetto tramite indebitamento (visti gli alti costi che lo sviluppo del tipo di opere oggetto di tali transazioni implica). A tal fine, è dal promotore costituita una società veicolo (*special purpose vehicle* o *SPV*), generalmente in forma di società a responsabilità limitata per giovare della maggior flessibilità del tipo societario⁷, che diviene il centro di una complessa rete di rapporti contrattuali e a cui vengono attribuite le situazioni soggetti connesse all'investimento. In particolare, la società veicolo contrae il debito con l'ente finanziatore, stipulato un contratto di finanziamento (o *facilities agreement*) dal contenuto particolarmente strutturato.

Il *project financing* è tipicamente un'operazione che fa largo uso del principio della leva finanziaria.

Come detto, essa infatti si presenta come tecnica di finanziamento strutturata per raccogliere sul mercato risorse finanziarie necessarie per la realizzazione di beni produttivi dal costo normalmente elevato nella previsione di rifondere le somme sovvenute tramite il reddito ricavato dall'impiego dell'opera. L'indebitamento è dunque elemento imprescindibile del fenomeno atteso che lo *sponsor* non avrebbe il capitale necessario per portare a compimento il complesso infrastrutturale.

L'impiego della leva finanziaria implica, dunque, che il rapporto tra mezzi propri (*equity*) e indebitamento nella copertura dei costi complessivi dell'opera piega in misura preponderante verso quest'ultimo. Lo *sponsor*, pertanto, realizza il proprio progetto imprenditoriale con un indebitamento complessivo superiore al capitale di rischio apportato. Nella finanza di progetto, in particolare, il rapporto si assesta in media sui valori compresi tra 30:70 e 20:80⁸.

Dall'applicazione del principio della leva finanziaria si possono provare dipanare alcuni corollari: *i*) un elevato livello di *leverage* è un incentivo per chi apporta mezzi propri poiché migliora il rendimento del valore del capitale

⁶ Non è evidentemente possibile condurre una disamina approfondita sulle singole figure contrattuali nel contesto del presente lavoro. Sul tema, vedi le puntuali ricostruzioni dell'apparato negoziale del *project financing* in T.V. RUSSO, *Il project financing*, in P. PERLINGIERI (diretto da), *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, Napoli, 2007, p. 77 e ss.; A. TULLIO, *La finanza di progetto: profili civilistici*, Milano, 2003, p. 231 e ss.; V. MONTANI, *Il project financing. Inquadramento giuridico e logiche manutentive*, Torino, 2018, p. 31 e ss.

⁷ Per tutti si rinvia a S. FORTUNATO, *La società a responsabilità limitata. Lezioni sul modello societario più diffuso*, Torino, 2017; E. LICHERI, *Società a responsabilità limitata*, Torino, 1994.

⁸ T.V. RUSSO (a cura di), *La finanza di progetto. Profili economico-finanziari e problematiche giuridiche*, Napoli, 2009, p. 41.

investito (*Return on Equity* o ROE)⁹; *ii*) la leva finanziaria riduce il costo medio ponderato del capitale aziendale *iii*) con l'uso di una elevata leva finanziaria lo *sponsor* trasferiscono il rischio *economico* di progetto sugli enti finanziatori¹⁰.

Tramite l'effetto *leverage*, dunque, in presenza di un costo del debito inferiore al rendimento degli *assets* viene ad essere dilatato il rendimento atteso dai soci. Lo *sponsor* ha quindi incentivo sostanziale a ricercare l'effetto leva per ottenere in via combinata la riduzione del rischio economico di progetto e l'incremento del valore del proprio investimento.

La letteratura economica dimostra che l'uso della leva può implicare costi di agenzia notevoli tra soci e creditori favorendo la distorsione degli investimenti e particolarmente incrementando il costo-opportunità del sottoinvestimento¹¹. Tuttavia, nel campo della finanza di progetto tali problemi sono temperati in parte dalla natura monodimensionale dell'attività svolta dal soggetto finanziato – che è costituito allo scopo di portare a compimento il solo progetto – e dalla stringente politica di controllo sull'erogazione dei dividendi allo *sponsor* disciplinata nel contratto di finanziamento¹².

2. Finanza di progetto e obbligo di rinegoziazione

Al *project financing* si riconoscono i tratti essenziali¹³ e alcuni elementi tipici della categoria dei “contratti relazionali”¹⁴ (particolare durata, rilievo causale

⁹ T.V. RUSSO (a cura di), *La Finanza di progetto. Profili economico-finanziari e problematiche giuridiche*, cit., p. 42. Si riporta, per agevolare la comprensione, l'esempio ivi proposto. Preso in considerazione un investimento di 1.000 dollari per un rendimento annuo di 100 dollari, se tale investimento è finanziato per il 30% in debito il relativo ROE sarà pari al 12%, laddove con un indebitamento dell'80% il rendimento dei mezzi propri approntati sarà del 22% (e le condizioni di investimento per i soci della società veicolo saranno quindi sensibilmente migliorativi nonostante un incremento del costo del debito dal 5% al 7%).

¹⁰ S. BYOUN, J. KIM, S.S. YOO, *Risk Management with Leverage: Evidence from Project Finance*, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2013, Vol. 48, No. 2, 549-577, p. 551.

¹¹ S. C. MYERS, *Determinants of Corporate Borrowing*, in *Journal of Financial Economics*, 5 (1977), 147-175, *passim*.

¹² La società finanziata si impegna, nel contratto di finanziamento, a distribuire quali dividendi ai soci i profitti ottenuti solo al ricorrere di determinate condizioni. Nello specifico, la distribuzione è consentita purché la società di progetto abbia correttamente adempiuto ai propri obblighi di pagamento verso terzi e verso il finanziatore e non perdurino eventi che mettono a rischio la redditività del progetto (denominati *relevant events* e descritti compiutamente nel contratto di finanziamento). Si deve notare, a tal fine, che i conti correnti della società veicoli sono costituiti in pegno all'istituto finanziatore.

¹³ V. MONTANI, *Il project financing. Inquadramento giuridico e logiche manutentive*, cit., p. 270, ove, testualmente “riconosciuta l'esistenza di un obbligo di rinegoziazione dei c.d. relational contracts, non può, dunque, in conclusione escludersi l'esistenza di un tale obbligo anche nei contratti di project financing”.

¹⁴ Si deve precisare che l'Autrice propende per una qualificazione della finanza di progetto come contratto unitario e, propriamente, come contratto plurilaterale come comunione di

del tempo, non riconducibilità allo scambio istantaneo).

In quanto contratto relazionale parteciperebbe perciò delle comuni esigenze di tali contratti e, in particolare, della previsione forme di rinegoziazione *ex lege* in presenza di sopravvenienze.

D'altra parte, chi nella pagine dedicate allo studio dell'adeguamento dei contratti a lungo termine, si soffermava proprio sul *project financing* e ne notava la caratteristica di "contratto di lungo periodo" e di "struttura contrattuale complessa [che] rappresenta il mezzo giuridico necessario a garantire che l'interesse delle parti, convergente verso il risultato finale, possa concretamente realizzarsi", rilevando come ciò avvenga attraverso "regole di stabilità volte ad irrigidire ... la struttura del contratto" ma soprattutto attraverso "regole di flessibilità che invece tendono a rendere elastico il contatto, sì da consentirne l'operatività in qualsiasi contesto e a fronte di qualsiasi modificazione delle circostanze"¹⁵.

Tali prospettive rinvengono dunque nel *project financing* – in forza di una rilevata sensibilità dell'operazione verso un profilo cooperativo – un luogo particolarmente adatto al recepimento degli obblighi rinegoziativi in presenza di eventi sopravvenienti, in vista della conservazione del contratto e del raggiungimento degli scopi dell'operazione e ai quesiti che sollevavano¹⁶.

Ciò premesso, si deve osservare che le operazioni di *project financing* presuppongono (o consistono nel) l'imputazione di rapporti giuridici particolarmente qualificati da un "progetto imprenditoriale".

In tale prospettiva, un elemento centrale di riflessione ruota attorno al ruolo che l'allocatione del rischio – inteso più che come conseguenza economica di un dato incerto come possibilità della mancata remunerazione, per una parte,

scopo. È perciò il contratto di *project financing* ad essere, adottando la prospettiva cui si fa rimando, ad essere un contratto relazionale. Tuttavia, osserva sempre l'Autrice, le conclusioni non muterebbero laddove si preferisse leggere il fenomeno nella prospettiva del collegamento negoziale. Il riferimento è ad una nota ordinanza del Tribunale di Bari del 31 luglio 2012, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2013, I, p. 117, con nota di F.P. PATTI, *Obbligo di rinegoziazione e collegamento negoziale*, 120-127, che, proprio in un caso di collegamento negoziale, ha rilevato, in base alle norme di cui agli artt. 1366 e 1375 cod. civ., un obbligo di rinegoziare per portare a compimento il risultato contrattuale diviso dalle parti adeguando il regolamento alle nuove mutate circostanze. In capo a tutti i soggetti dell'operazione economica perimetrata dal collegamento negoziale, infatti, deve ritenersi gravare un dovere comune di "rivedere, adeguare o modificare l'assetto contrattuale al variare della situazione di fatto o di diritto, ove le condizioni pattuite non rispondano più alla logica economica sottesa alla conclusione del contratto" (v. p. 124), poiché si è pur sempre in presenza di programmi economici che non si esauriscono in una singola prestazione di scambio ma che, tramite il collegamento, fanno acquisire maggior pregio ai principi di collaborazione, cooperazione e interdipendenza.

¹⁵ F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, cit., p. 53.

¹⁶ Profilo cooperativo che consisterebbe nell'interesse di tutte le parti a perseguire la finalità comune di buona riuscita del progetto, da cui tutti gli attori coinvolti si attenderebbero la remunerazione. Pur esulando il tema dall'ambito del presente lavoro, si deve precisare che, ad opinione di chi scrive, la ricostruzione (in uno con quella dell'operazione quale contratto plurilaterale con comunione di scopo) non convince, non potendosi predicare identità di interessi tra le parti e neanche convergenza verso uno scopo comune.

della prestazione in capo ad essa programmata da un regolamento contrattuale sinallagmatico – gioca nella finanza progettuale.

Si deve infatti dire che nel *project financing* opera un minuzioso meccanismo di allocazione del rischio, distribuito tra le parti (e i rapporti negoziali) che si individuano nella finanza di progetto, che rappresenta, in un certo senso, il filo rosso che ne lega le singole componenti.

Il tema è complesso e richiederebbe ben altre pagine. Si può, tuttavia, concisamente affermare che a svolgersi lungo tutta la trama della finanza di progetto è il rischio di inadempimento che grava sul finanziatore e connesso alla possibilità che la società veicolo non adempia ai propri obblighi di restituzione della somma sovvenuta.

Siffatto rischio diviene oggetto di una apposita disciplina in primo luogo nel contratto di finanziamento e, in aggiunta, viene traslato sugli altri partecipanti all'operazione per mezzo dell'inserimento di apposite clausole nei rispettivi contratti stipulati con la società veicolo¹⁷.

Va tuttavia precisato che se corrisponde al vero che il non sostenere il costo della clausola di esenzione implica, in special modo nei contratti tra imprese (qual è il *project financing*), l'assunzione di un determinato rischio, non per questo il mancato inserimento della pattuizione è indice della volontà di sopportare quel rischio. Un simile equazione, in effetti, (non escludere il rischio con la clausola significa volerlo assumere) è sostenibile là dove vi sia un assetto paritario dei rapporti tra le parti, mentre in presenza di un'asimmetria di potere contrattuale tra imprese questa conclusione meriterebbe di essere rivista.

Tenendo ferma tale determinazione, non può però prescindersi dal fatto che i soggetti della contrattazione di finanza progettuale sono “parti sofisticate”, ossia operatori negoziali con consolidate caratteristiche di professionalità¹⁸.

¹⁷ Si pensi, solo per portare alcuni esempi, alla deroga all'art. 1664 cod. civ. (e in alcuni casi all'art. 1467 cod. civ.) ed espresse deroghe agli articoli 1660 e 1661 cod. civ. in tema di variazioni consentite nel contratto di appalto per la costruzione dell'opera (o *EPC contract*), la cui ragione giustificatrice risiede nell'esigenza di evitare incrementi nei costi di costruzione dell'opera che possano modificare la valutazione di finanziabilità del progetto come rappresentata nel modello finanziario. Si pensi anche alla clausola di rinuncia alla compensazione (*set-off clause*) con la quale l'appaltatore rinuncia a compensare le somme di cui è debitore verso il committente-società veicolo (ad esempio a titolo di penale) con quanto spettante a titolo di corrispettivo. La previsione ha una finalità ben individuabile. Serve infatti ad assicurare la continuità del flusso di cassa che sarebbe invece impedita ove la compensazione fosse consentita, in quanto le penali supplendo al difetto di flusso di cassa dovuto ad inadempimento imputabili all'appaltatore, garantiscono la copertura del servizio del debito e, quindi, del rimborso del finanziamento e per tali ragioni non possono divenire oggetto di compensazione. Per una diversa ricostruzione dei rischi vedi V. MONTANI, *Il project financing. Inquadramento giuridico e logiche manutentive*, cit., p. 158 e ss.

¹⁸ Sebbene il soggetto finanziato sia normalmente una società di scopo in forma di società a responsabilità limitata e con capitale minimo, essa è, di fatto, l'espressione dello *sponsor* del progetto che ne sono soci e che – di prassi – sono realtà economiche di rilevante dimensione. Sono parimenti imprese di particolare dimensione i soggetti appaltatori coinvolti nella costruzione e gestione di opere infrastrutturali cui è normalmente destinata la finanza di progetto.

Si potrebbe dire, perciò, che essi siano in grado, presuntivamente, di valutare nel modo più conforme ai relativi interessi il rapporto tra costo della clausola di esenzione dal rischio, da un lato, e sopportazione del medesimo, dall'altro.

Tuttavia, ciò non può essere condizione sufficiente a fondare un giudizio conclusivo sull'incompatibilità del tipo "finanza di progetto" con l'operatività di meccanismi di modificazione del programma negoziale riferibili a sopravvenienze impreviste.

Con riguardo a rapporti negoziali che ineriscono alla categoria dei contratti di impresa¹⁹, per vero, l'esigenza di verificare la meritevolezza di un principio di assoluta immodificabilità del programma negoziale, e di stabilità degli assetti di gestione del rapporto, deve transitare per una valutazione della strumentalità dell'operazione all'efficienza dei mercati in cui le relative imprese operano²⁰ e non può prescindere dal vaglio delle pattuizioni alla luce della clausola generale di buona fede.

Ove la buona fede si ponga quale limite all'autonomia contrattuale dell'imprenditore, non si può fare a meno di cogliere come in essa le ricostruzioni prettamente solidaristiche (nel senso dell'art. 2 Cost.) si sfumino verso una declinazione che assume come presupposto i principi inderogabili dell'ordinamento in materia di libertà di iniziativa economica e il buon funzionamento del mercato (e perciò l'art. 41, 2 comma, Cost.)²¹.

A ciò si deve dunque guardare e con un giudizio, come si accennava, rivolto alla dialettica tra il singolo atto e l'attività complessivamente considerata in cui il rapporto si compenetra come strumento, per l'impresa, dell'agire nel mercato²².

¹⁹ È noto il dibattito sulla nozione di "contratto di impresa" e sulla suscettibilità della locuzione a tradursi in categoria dogmatici. Le posizioni sono varie, e si alternano tra chi vi ravvisa una variante disciplinare dai tratti più suggestivamente evocativo-descrittivi e chi costitutivo-prescrittivi, dal valore dogmatico ovvero empirico. Sino all'estremo del negarvi ogni validità scientifica. Oltre a A. DALMARTELLO, *I contratti delle imprese commerciali*, Padova, 1962, per una ricognizione delle varie posizioni si veda P. SIRENA (a cura di), *Il diritto europeo dei contratti d'impresa. Autonomia negoziale e regolazione del mercato*, Milano, 2006. Si concorda, tuttavia, con l'impostazione di P. Sirena, *La categoria dei contratti di impresa e il principio di buona fede*, in *Riv. dir. civ.*, 4, 2006, p. 424 pp., il quale ravvisa che i contratti d'impresa non sono categoria di parte speciale, ma di parte generale, perché attengono alla disciplina del contratto in quanto tale, ossia in quanto strumento di autonomia privata, da cui discende la rilevanza del fatto che l'autonomia negoziale sia esercitata nel caso concreto ad esito della libertà di iniziativa economica.

²⁰ Secondo le indicazioni di M. LIBERTINI, *Autonomia individuale e autonomia di impresa*, in G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI (a cura di) *I contratti per l'impresa*, vol. I, *Produzione, circolazione, gestione, garanzia*, Bologna, 2013, p. 46.

²¹ P. SIRENA, *La categoria dei contratti di impresa e il principio di buona fede*, cit., pp. 419-421.

²² La necessaria lettura dei contratti tra imprese nel prisma della dimensione dinamica dell'attività è da considerarsi dato acquisito. Essa si inserisce, peraltro, nel solco delle riflessioni sulla ricommercializzazione del diritto commerciale (M. LIBERTINI, *Profili tipologici e profili normativi della teoria dei titoli di credito*, Milano 1971; e di G.B. PORTALE, *Tra responsabilità della banca e «ricommercializzazione» del diritto commerciale*, in *Jus*, 2-3, 1981, p. 141 e ss.).

3. *Sopravvenienze qualitative e sopravvenienze non impossibilitanti nella finanza di progetto. Disciplina negoziale e controllo del finanziatore nella fase dinamica dell'operazione. Riflessi sull'obbligo legale di rinegoziazione*

Ai fini del presente lavoro prenderemo quale punto di osservazione la gestione delle sopravvenienze quantitative e delle sopravvenienze non impossibilitanti nel contesto della finanza di progetto.

Differentemente dalle variazioni del valore di scambio tra le prestazioni (eccessiva onerosità), le sopravvenienze qualitative hanno l'attitudine ad intervenire sul contenuto contrattuale e sull'equilibrio economico-normativo voluto dalle parti²³.

L'attenzione all'attività reclama, per la comprensione del fenomeno giuridico dell'impresa, l'allontanamento dal modello della fattispecie produttiva di effetti che si organizza attorno alla progressione soggetto – diritto soggettivo – oggetto del diritto. Quest'ultima si attaglia compiutamente alla figura del soggetto proprietario (l'individuo che dispone della propria sfera patrimoniale con singoli atti di disposizione) ma tralascia la prospettiva conoscitiva ulteriore in cui, rispetto all'atto, è prioritaria l'attività, intesa come fenomeno organizzato e rivolto allo scambio di beni e servizi su un mercato in vista di un risultato (atti come prodotto dell'attività, non attività come risultato di atti) (è la prospettiva di P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, *passim* ma specialmente p. 213 e ss., su cui, però, vedi anche M. LIBERTINI, *Diritto civile e diritto commerciale. Il metodo del diritto commerciale in Italia*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2015, 3, 1-45, p. 36, che sottolinea come la valorizzazione dell'elemento funzionale negli studi sull'impresa è risalente e non può essere esclusivamente attribuita alla citata dottrina). In definitiva, si osserva (A. ZOPPINI, *Il contratto asimmetrico tra parte generale, contratti di impresa e disciplina della concorrenza*, in *Riv. dir. civ.*, 5, 2008, 515-541, p. 532) che in tema di contratti di impresa l'indagine sul regolamento contrattuale volta a coglierne eventuali profili di invalidità si deve giovare, oltre che dell'interpretazione orientata all'operazione economica cui inerisce, dell'analisi delle modalità in cui il singolo atto si inserisce nelle rispettive attività di impresa e quindi del riflesso che esso ha sull'attività complessiva delle parti.

²³ La riflessione sulle sopravvenienze “atipiche” muove dalla notazione che la funzione del tempo sul rapporto contrattuale espone ad evenienze che “*possono rendere pessimo un contratto ieri ottimo*” (R. SACCO, *I rimedi per le sopravvenienze*, in R. SACCO, G. DE NOVA, *Il contratto*, Torino, 2016, p. 1708). Tre sono i fattori che si ritiene abbiano impresso una trasformazione ai profili generali di rischio nei contratti di durata e di cui l'ordinamento dovrebbe tener conto: *i*) il ritmo crescente di innovazione tecnologica che aumenta la possibilità di repentina obsolescenza delle prestazioni; *ii*) la interconnessione dei mercati mondiali che rende prezzi e flussi commerciali fattori dei mutamenti delle relazioni politiche; *iii*) i processi di decentramento produttivo. Il tentativo di valorizzare occorrenze che non attingono i parametri dell'art. 1467 cod. civ. (imprevedibilità, straordinarietà, onerosità eccedente l'alea normale) ha fatto assegnamento su referenti normativi di portata generale. In particolare, si è voluto desumere dal principio di buona fede nell'interpretazione del contratto (art. 1366 cod. civ.) che nei contratti a lungo termine sia implicita una clausola *rebus sic stantibus* e che in essi “*la comune intenzione dei contraenti sia quella di rivedere, adeguare o modificare l'assetto contrattuale al variare della situazione di fatto, allorché le condizioni del contratto non corrispondano più alla logica economica sottesa alla conclusione del contratto*” (F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, cit., p. 313). Il dovere di cooperazione tra le parti per riadattare il contratto squilibrato è stato in aggiunta derivato anche dai principi di buona fede in *executivis* (art. 1375 cod. civ.) e di integrazione equitativa del contratto (art. 1374 cod. civ.) (R. SACCO, *I*

Per certi aspetti, le sopravvenienze qualitative si situano al punto di giunzione tra rilevanza della presupposizione, esiti della causa concreta e impossibilità sopravvenuta²⁴.

Le travagliate vicissitudini della presupposizione nel nostro ordinamento, successivamente all'introduzione del codice del 1942, sono di complessa ricostruzione. Una certa indeterminatezza ha da sempre accompagnato l'istituto, dovuta anche all'applicazione frammentata in giurisprudenza a situazioni eterogenee e alla congerie di conseguenze che da essa si sono fatte scaturire²⁵.

Superate le varie concezioni volontaristiche che, in un modo o nell'altro, facevano riferimento ad una ipotetica volontà delle parti²⁶, la definizione di presupposizione pare ormai sintetizzabile come situazione oggettiva di fatto o di diritto (passata o futura) esterna al contratto, nota ad entrambi i contraenti e dotata di valore determinante nella conclusione del contratto²⁷.

Le ragioni del diffuso impiego della teoria della presupposizione, ancorché ne siano spesso incerti i confini, possono essere facilmente riferite all'avvertita percezione di inadeguatezza degli strumenti codificati di reazione ai rapporti negoziali alterati da circostanze contrarie al senso e agli scopi del contratto, cui non sempre le discipline dell'eccessiva onerosità o dell'impossibilità sembrano in grado di fornire risposte²⁸.

La funzione dell'istituto attiene dunque non tanto a presidiare la validità negoziale quanto a salvaguardare l'utilità del programma economico così come voluto dalle parti.

rimedi per le sopravvenienze, cit., p. 1709; P. GALLO, *Sopravvenienza contrattuale e problemi di gestione del contratto*, Milano, 1992, 392-399).

²⁴ E, in sostanza, alla contrapposizione tra irraggiungibilità dello scopo contrattuale (*Zweckvereitelung, frustration*) e rottura del rapporto di equivalenza tra prestazioni (*Äquivalenzstörung*), vedi P. GALLO, *Sopravvenienza contrattuale e problemi di gestione del contratto*, op. cit., pp. 174 e ss.

²⁵ A. NICOLUSSI, *Presupposizione e risoluzione*, in *Europa dir. priv.*, 4, 2001, 843-861, p. 844. L'istituto è, come noto, di derivazione dottrinale e si deve agli studi del Windscheid (B. WINDSCHEID, *Die Lehre des römischen Rechts von der Voraussetzung*, Napoli, 1982) ripresi da P. OERTMANN, *Die Geschäftsgrundlage, ein neuer Rechtsbegriff*, Lipsia, 1921 e, successivamente, K. LARENZ, *Geschäftsgrundlage und Vertragserfüllung*, Monaco, 1957.

²⁶ Anche al fine di superare le eccezioni fondate sul principio di irrilevanza dei motivi. Per un vaglio completo delle varie teorie (e delle critiche) sull'istituto della presupposizione si rinvia a C. CAMARDI, *Economie individuali e connessione contrattuale. Saggio sulla presupposizione*, Milano, 1997.

²⁷ G. GIACOBBE, *La presupposizione*, in N. LIPARI, P. RESCIGNO (diretto da), A. ZOPPINI (coordinato da) *Diritto civile*, III, 2, Milano, p. 485. In giurisprudenza, vedi Cass. civ. sez. un., 20 aprile 2018, n. 9909 in *Giust. Civ. Mass.*, 2018, "Si ha presupposizione quando una determinata situazione di fatto o di diritto – comune ad entrambi i contraenti ed avente carattere obiettivo – essendo il suo verificarsi indipendente dalla loro volontà e attività – e certo – sia stata elevata dai contraenti stessi a presupposto condizionante il negozio, in modo da assurgere a fondamento – pur in mancanza di un espresso riferimento – dell'esistenza ed efficacia del contratto".

²⁸ V. ROPPO, *Il contratto*, in G. IUDICA, P. ZATTI *Trattato di diritto privato*, Milano, 2011, p. 963.

In ciò la presupposizione si può dire contigua alla nozione di causa in concreto nella sua comune accezione di scopo pratico del negozio, sintesi degli interessi che esso è diretto a realizzare²⁹.

Al netto delle difficoltà di segnare con chiarezza i criteri discretivi tra le due fattispecie, alla valorizzazione degli interessi implicati dall'individualità dell'affare – per un verso tramite la circostanza esterna presupposta che si trasfonde sul regolamento pattizio, per altro individuando lo scopo concreto, che è ragione e non presupposto, che il contratto è diretto a realizzare³⁰ – fa in entrambi i casi da rimando l'irrealizzabilità della causa come connesso profilo patologico.

Anche nei casi di sopravvenienze (quantitative) imputabili viene tuttavia avanzata l'idea che la soluzione caducatoria del vincolo negoziale non sia l'*optimum* per i contratti in cui assumono rilievo il fattore temporale e la programmazione nel tempo del risultato atteso dal rapporto.

Ragioni di efficienza (e di giustizia) imporrebbero che alle parti sia riconosciuto il diritto proseguire il rapporto pur con tutti gli accorgimenti e agiustamenti opportuni per ripristinarne l'utilità complessiva pregiudicata³¹.

La soluzione viene proposta, a maggior ragione, per la finanza di progetto atteso che la particolare complessità dell'operazione e il coinvolgimento di più parti in un'ottica che sembra superare la rigidità dello scambio istantaneo, sembrano come abbiamo visto deporre verso il mantenimento o il ripristino dell'equilibrio economico-finanziario perturbato³².

La riconosciuta incidenza delle sopravvenienze qualitative potrebbe facilitare il superamento delle obiezioni che si potrebbero muovere all'ininfluenza degli squilibri economici sul contratto di finanziamento³³.

²⁹ M. MAGGIOLO, *Presupposizione e premesse del contratto*, in *Giust. Civ.*, 3, 867-884, p. 876. Senza pretesa di voler ricostruire l'evoluzione del concetto di causa in concreto, la progressiva definizione della nozione prende le mosse dall'opera di G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966. La figura è pienamente recepita dalla giurisprudenza sicuramente dalla sentenza Cass. civ., 24 luglio 2007, n. 16315, in *Danno e resp.*, 2008, p. 845, con nota di L. DELLI PRISCOLI, *Contratti di viaggio e rilevanza della finalità turistica*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, p. 531, con nota di S. NARDI, *Contratto di viaggio "tutto compreso" e irrealizzabilità della sua funzione concreta*; Vedi, di recente, anche Cass. civ., 29 marzo 2019, n.8766, in *Giust. Civ. Mass.*, 2019 nel senso di "finalità essenziale del contratto". Sul concetto di causa in concreto e sull'utilizzazione giurisprudenziale della categoria, v. V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 4, p. 957 e ss.; C.M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, p. 253 e ss. Su causa in astratto e causa in concreto v. R. ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, Padova, 2008, specie p. 66 e ss. e 230 e ss.

³⁰ C.M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, cit., p. 260.

³¹ V. ROPPO, *Il contratto*, in G. IUDICA, P. ZATTI *Trattato di diritto privato*, cit. p. 968. Evidentemente, rispetto alla inutilizzabilità della prestazione da parte del creditore la possibilità di rimedi manutentivi non potrebbe prescindere dall'accertamento che il contratto (o meglio il rapporto) abbia ancora una sua possibile ragione di proiezione nel tempo.

³² V. MONTANI, *Il project financing. Inquadramento giuridico e logiche manutentive*, cit. pp. 209-212 e 270.

³³ L'eccessiva onerosità legata alla fluttuazione della misura percentuale del tasso di inte-

Si potrebbe infatti dare ingresso al rilievo che la società veicolo non è semplicemente tenuta ad impiegare le somme mutate in conformità alla clausola di vincolo, ma che la funzione auto-liquidante del progetto presuppone che il rimborso avvenga *per mezzo del flusso di cassa generato dall'opera*.

Eventi non imputabili (ipotesi di forza maggiore, mutamenti normativi) che rendessero per ciò il rimborso particolarmente difficoltoso altererebbero il fondativo equilibrio economico-finanziario e dovrebbero pertanto dare adito alla rinegoziazione dell'intera operazione.

La tesi potrebbe forse essere ardita poiché solleverebbe non pochi dubbi sulla legittimità di un recepimento così estensivo degli interessi delle parti e del relativo grado di penetrazione nello scopo pratico del contratto.

Non si potrebbe però escludere che, data la temperie corrente di esteso favore verso i rimedi manutentivi e rinegoziativi, essa possa trovare accoglimento.

Ancor prima, tuttavia, l'evidenza empirica soccorre l'interprete nel far comprendere come i *facilities agreement* sciolgano il nodo alla radice sul piano controllo del finanziatore nella fase dinamica dell'operazione.

Chi scorresse le clausole di un contratto di finanziamento potrebbe agevolmente constatare il livello di dettaglio delle previsioni attributive al soggetto finanziatore del diritto di recedere dal contratto o di risolverlo. Si potrebbe addirittura affermare che è all'opera uno spostamento decisionale sulla fase patologica.

Alcune ipotesi di recesso e di risoluzione sono già state menzionate nelle pagine precedenti.

Tentando tuttavia una sintesi che sia capace di fornire un'idea approssimativa del livello di penetrazione accennato, si possono condensare le previsioni in tema di risoluzione e recesso del finanziatore nelle modalità di cui appresso.

I *facilities agreement* disciplinano la risoluzione stragiudiziale del contratto (*ex art. 1454 cod. ovvero 1456 cod. civ.*) nelle seguenti ipotesi: *i*) mancato pagamento di una somma dovuta in dipendenza del contratto di finanziamento o della documentazione finanziaria ancillare) (*non-payment*); *ii*) violazione dei *covenants* generali disciplinati nel contratto (*breach of covenants*); *iii*) inadempimento della società veicolo alle obbligazioni su di essa gravanti ai sensi contratti di progetto conclusi (*breach of project obligations*); *iv*) falsa o erronea dichiarazione in relazione alle *representations and warranties* rilasciate dal finanziato (*misrepresentations*)³⁴.

resse previsto nel contratto di finanziamento offre infatti modesti margini di manovra per chi sostenga la rinegoziazione, tanto più in presenza di clausole di riduzione automatica del tasso nel caso di superamento del tasso soglia e dell'obbligo per la società veicolo di concludere (spesso con il medesimo ente finanziatore) contratti di *interest rate swap* a copertura delle oscillazioni del detto tasso.

³⁴ A loro volta, le *representations and warranties* dei contratti di finanziamento sono minuziosamente atte a coprire numerosi aspetti dell'organizzazione della società veicolo e della gestione del progetto. In aggiunta, esse espongono, in un certo senso, anche gli assunti che

Il diritto di recedere dal *facilities agreement* è invece accordato: *i*) per violazione dei *covenants* finanziari e in particolare degli indici finanziari di copertura del debito (*breach of financial – default ratios*)³⁵; *ii*) per accertata invalidità di alcuna delle garanzie reali o personali che assistono il credito (*security documents*), purché le garanzie invalide non sia prontamente rimpiazzate; *iii*) a fronte del mancato adempimento di obbligazioni di pagamento da parte del finanziato (o del socio) nei confronti di terzi creditori alla scadenza prevista e per un importo superiore ad una determinata soglia (*cross-default*)³⁶; *iv*) a seguito di inadempimento di una controparte di progetto ai sensi del relativo contratto; *v*) in conseguenza *a*) di revoca o sospensione delle autorizzazioni amministrative, delle licenze o dei permessi necessari per costruire o gestire l'opera, *b*) di eventi di forza maggiore che perduri nel tempo (*force majeure events*) o *c*) di modifiche normative (*change in law*), in ogni caso nella misura in cui le situazioni *sub a*), *b*) o *c*) determinino un effetto sostanzialmente pregiudizievole (*material adverse effect*)³⁷ per il progetto.

l'ente finanziatore ha preso a fondamento della decisione di concessione del finanziamento (sono infatti precedute dalla statuizione che “*The Borrower acknowledges that the Finance Parties have entered into this Agreement in reliance on these representations*”). Esse oggettivano dettagliatamente, come si è detto, i presupposti del contratto (che, in quanto *enunciati*, non potrebbero più essere adagiarsi a “presupposizioni”). Vedi sul punto anche le interessanti riflessioni M. MAGGIOLO, *Presupposizione e premesse del contratto*, cit., p. 882 e ss. sulla possibilità di circoscrivere l'ambito di operatività della presupposizione giovandosi di opportune tecniche redazionali. Si diceva che le *representations and warranties* sono in numero non esiguo: a tal proposito, in relazione all'ampiezza dei contenuti della clausola risolutiva espressa si veda, da ultimo, F.P. PATTI, *Due questioni in tema di clausola risolutiva espressa*, in *I Contratti*, 6, 2017, specialmente p. 700 e ss.

³⁵ Si tenga conto, a tal proposito, che negli indici di copertura finanziaria del debito (come il *Debt Service Cover Ratio* e il *Loan Life Cover Ratio*) prescelti per qualificare le clausole di recesso la proiezione temporale di calcolo (storica, prospettica o media) e il rapporto numerico rilevante sono adattati al singolo progetto e possono pertanto variare per ogni contratto di finanziamento.

³⁶ Correttamente G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 498-519, p. 506 ss. disvela la funzione delle clausole di *cross-default* nel garantire la *par condicio creditorum*, consentendo al finanziatore una pronta reazione qualora il debitore si renda insolvente in un altro rapporto.

³⁷ Le clausole di “*material adverse effect*” (o “*material adverse change*”) nei contratti di finanziamento in *project* hanno solitamente il seguente tenore: “*Material Adverse Effect*” means the consequences, direct or indirect, of any event or circumstance which has materially adverse or could have a material adverse effect on: (a) the business, operation, property, financial condition or performance of the Borrower and/or the Quotaholder and/or the operation of the Project and/or its capability to generate cash flows in line with the Initial Base Case and/or Updated Base Case; and/or (b) the ability of: (i) the Borrower; and/or (ii) the Quotaholder; and/or (iii) any Major Project Party to perform its obligations under any Finance Document or Project Contract to which it is a party...”. In giurisprudenza si annotano due pronunce del TAR Lazio (20 febbraio 2004, n.1631 e 23 gennaio 2017, n.1188) in cui vi è un accenno alla clausola sebbene il giudicante in entrambe le occasioni non si soffermi sui profili di validità. La CONSOB (Comunicazione n. DEM/2047014 del 4 luglio 2002) se ne è occupata relativamente alla prassi di subordinare l'efficacia delle offerte volontarie di acquisto all'assenza, appunto, di “*material adverse change*” ritenendolo assimilabile, in tale contesto, ad una condizione potestativa semplice

Come si può notare, pur avendo tralasciato altre ipotesi significative di *termination* e di *withdrawal events*, la casistica rimane comunque particolarmente ampia e minuziosa.

A tacer d'altro, tre paiono gli elementi su preme soffermarsi perché significativo di un certo atteggiarsi delle modalità di gestione delle patologie dell'operazione.

Due possono in definitiva formare oggetto di trattazione congiunta.

Le nozioni di forza maggiore e di mutamento normativo quali fattispecie integrative del diritto di recesso sono sufficientemente ampie da abbracciare fasci di accadimenti di varia natura idonei a rifluire sulla stabilità economico-finanziaria dell'operazione.

A mero titolo esemplificativo, vi ci si potrebbero infatti includere il perimento dell'opera, l'impossibilità di provvedere alla manutenzione dell'impianto, la difficoltà di erogazione del servizio o del bene e la difficoltà dell'*off-taker* (il destinatario dei beni o dei servizi prodotti dall'opera con cui la società veicolo stipula un contratto di fornitura dal quale deriva il flusso di cassa del progetto) nel poterne usufruire. Ancor, potrebbero essere ricompresi un mutato trattamento fiscale dell'operazione, l'intervenuto divieto di operare in un determinato settore merceologico, la sopravvenuta riduzione o esclusione della misura di incentivazione pubblica prevista a sostegno del flusso di cassa³⁸, la successiva dismissione del controllo diretto o indiretto da parte di una pubblica autorità dell'ente erogatore dell'incentivo.

In ogni caso, il collegamento istituito con la capacità del progetto di continuare a generare *cash flow* quale condizione per l'esercizio del diritto pote-

e pertanto legittima (v. A. TRISCORNIA, *Il contenuto del documento d'offerta come "momento" di integrazione della disciplina regolamentare sull'OPA*, in *Rivista delle Società*, 02-03, 2017, 435-453, p. 443 ss.). G. DE NOVA, *Il sale and purchase agreement: un contratto commentato*, Torino, 2019, p. 100 e ss., evidenzia la possibile circolarità delle definizioni di "effetto sostanzialmente pregiudizievole (seppur in riferimento a un contratto che regola vicende differenti). Il rischio di possibile indeterminazione della clausola con conseguente nullità *ex art.* 1418 cod. civ., specie laddove la valutazione sulla sussistenza di un effetto sostanzialmente pregiudizievole sia rimessa al "ragionevole giudizio" di uno dei contraenti, ci pare però di fatto escluso, nelle operazioni di finanza di progetto, dal riferimento (diretto e indiretto) alla capacità del progetto di generare flussi di cassa conformi alle prospettazioni del modello finanziario, che denota un ancoraggio oggettivo difficilmente contestabile.

³⁸ Ad oggi, nelle operazioni di finanza di progetto in Italia il caso più noto è quello della legge n.116 dell'11 agosto 2014, che ha convertito in legge con modifiche il d.l. n.9 del 24 giugno 2014 (cd. "Decreto Spalma Incentivi"), con cui si è disposta una rimodulazione delle tariffe incentivanti riconosciute agli impianti fotovoltaici. In particolare, agli operatori si è data la facoltà di scegliere tra le seguenti opzioni: *i*) estendere il periodo di riconoscimento della tariffa incentivante da 20 a 24 anni, con una diminuzione della stessa a seconda del periodo di operatività dell'impianto; *ii*) iniziale riduzione della tariffa incentivante per un periodo di 5 anni, con successivo incremento nel secondo periodo; *iii*) riduzione della tariffa incentivante inizialmente riconosciuta del 6%-8%, a seconda della potenza dell'impianto, ma senza alcuna estensione del periodo di incentivazione di 24 anni. La Corte Costituzionale con la sentenza n. 16/2017 ha, peraltro, dichiarato non fondata la questione di legittimità costituzionale relativa all'art. 26, commi 2 e 3 del decreto.

stativo di recesso dal contratto di finanziamento (il *material adverse effect*), fornisce risposte puntali sull'incidenza che le parti accordano alla sopravvenienza qualitativa.

Essa o finisce per compromettere l'attitudine autoliquidante del progetto (e al *finanziatore* è concesso il recesso) oppure ha una ricaduta puramente marginale sull'operazione ma allora si pone per le parti su una curva di indifferenza che non può concedere spiragli a processi rinegoziativi.

Il discorso vale può essere replicato in merito ai rimedi per l'inosservanza degli indici finanziari di progetto (o *financial default ratios*).

Limitandoci al *Debt Service Cover Ratio*, esso è individuabile, finanziariamente, come il rapporto tra *i*) flusso di cassa disponibile al momento di calcolo del parametro finanziario (proventi del progetto meno costi operativi e *ii*) servizio del debito al medesimo momento di calcolo (l'ammontare della rata dovuta dalla società veicolo).

In termini più semplici, il parametro enuclea un indice di stabilità dell'operazione. In particolare, esso segnala che nella misura in cui il progetto è in grado di generare ricavi idonei a remunerare il capitale di debito esso è finanziariamente sostenibile nonostante non sia o sia scarsamente remunerativo per il capitale di rischio.

I *financial default ratios* segnalano il livello minimo che il parametro può raggiungere senza che la capacità autoliquidante del progetto sia messa a rischio.

Nel segmento racchiuso tra il valore iniziale del parametro (gli *initial base case ratios* sulla cui base si valuta la finanziabilità dell'operazione³⁹) e il valore di *default* a variare in negativo è, dunque, la percentuale di remunerazione del capitale investito che lo *sponsor* si attende dalla società di progetto in forma di distribuzione di dividendi.

D'altra parte, qualsiasi evento perturbatore che interessi il progetto o è idoneo ad alterare il flusso di cassa o, in caso contrario, non ha alcun effetto sull'equilibrio economico-finanziario dell'operazione.

In questo senso, l'oscillazione del *cash flow* entro il limite di *default* è accettata dalle parti come fluttuazione prevedibile e rientra nell'alea normale dell'operazione. Oltre il limite, consente al finanziatore il recesso dal contratto di finanziamento.

Quanto precede è di palmare evidenza ove solo si consideri che i decrementi di redditività dell'opera sono imputabili al rischio di impresa sopportato dallo *sponsor* della società di progetto. Sin quando persiste la tranquillante condizione di sostenibilità del progetto, alla contrazione delle utilità percepite dai soci non si può riconoscere nessun diritto alla modifica delle pattuizioni quale ne sia la causa, contrazione generale del mercato, normativa sopravvenuta o innovazione tecnologica che frustra la competitività dell'opera.

³⁹ Nello specifico, il *base case* è costruito in riferimento ad un valore del rapporto tra flusso di cassa prospettico e servizio del debito posto generalmente tra 1,40 e 1,50.

Non è evidentemente rinvenibile nell'ordinamento alcun principio di solidarietà che imponga ad una parte di mitigare i diminuiti profitti di impresa della controparte. Né, d'altronde, il finanziatore potrebbe vantare alcun diritto sui profitti in eccesso rispetto a quelli presunti percepiti dallo *sponsor*.

A tal proposito, è doveroso tener conto di due peculiarità. I parametri di criticità del progetto sono sempre computati in due distinte proiezioni temporali, storica e prospettica⁴⁰. Inoltre, sono conteggiati costantemente su base semestrale.

Da ciò, si può inferirne la predisposizione a stimare l'influenza di qualunque accadimento in un arco temporale sufficientemente agevole da ponderare attentamente le ripercussioni sulla saldezza dell'operazione, con un giudizio che volge lo sguardo anche agli effetti perduranti nel tempo.

Il superamento della soglia critica di *default* attesta perciò con criteri oggettivamente percepibili l'inidoneità del progetto a sostenersi economicamente. Per tali motivi, orienta la decisione dell'istituto finanziatore di recedere dal contratto anteriormente al deterioramento definitivo della situazione patrimoniale del finanziato.

Si deve segnalare che non è inusuale che i *facilities agreements* regolino la facoltà per lo *sponsor* di sanare l'inosservanza dei *default ratios* con apporto di *equity*⁴¹ da destinare poi a rimborso anticipato di quota parte del debito⁴².

Vi è da dirsi che il ricorso all'*equity cure* è però residuale, non potendosene fare impiego più volte nel corso della durata del finanziamento. Esso offre infatti "sollievo" in situazioni contingenti: allorché il progetto sia strutturalmente inefficiente l'effetto palliativo sarebbe solo momentaneo.

Pare con ciò essersi chiaramente posto in luce come nell'architettura negoziale della finanza di progetto non vi sia luogo per una logica di allocazione delle sopravvenienze qualitative (ma anche quantitative) che non trovi già predefinito assetto.

Risulta pertanto fuorviante il riferimento alle prospettive di rinegoziazione in quanto esse non paiono ben coordinarsi con i profili causali dell'operazione che si è tentato di descrivere.

⁴⁰ E, precisamente, l'*Historical Debt Service Cover Ratio* copre i dodici mesi precedenti alla specifica data di calcolo, l'*Average Debt Service Cover Ratio* la media delle future proiezioni del *Debt Service Cover Ratio* dalla relativa data di calcolo fino al termine ultimo di rimborso del finanziamento, mentre il *Forecast Debt Service Cover Ratio* i dodici mesi successivi alla data di calcolo presa in considerazione.

⁴¹ Se ne fa riferimento con l'anglicismo di "*equity cure mechanism*". L'abbondante ricorso a tecnicismi o ad anglicismi può a volte servir lo scopo di adombrare una certa imperizia nel trovare l'equivalente nelle nostre categorie concettuali. A scanso di equivoci, l'apporto di *equity* deve intendersi comprensivo, tra l'altro: *i*) la sottoscrizione di un aumento di capitale; *ii*) le riserve da sovrapprezzo; *iii*) ulteriori riserve di capitale (ad eccezione della riserva per operazioni di copertura di flussi finanziari attesi); *iv*) i versamenti in conto capitale/futuro aumento di capitale; *v*) i finanziamenti soci; *vi*) gli utili non distribuiti.

⁴² Con effetto indiretto sul rapporto flusso di cassa/servizio del debito che viene riportato ad un livello non più critico.

Muovendo da queste premesse, si deve tuttavia comprendere se la trama pattizia di allocazione del rischio, la connessa irrilevanza di sopravvenienze e obblighi rinegoziativi e gli estesi poteri di risoluzione e recesso convenuti per il soggetto finanziatore, al di là del dato che emerge dalla contrattualistica di riferimento, siano espressivi di interessi meritevoli di tutela e, per questa via, non suscettibili di invalidamento.

4. Valori del mercato, meritevolezza e operazioni in leva finanziaria. Prospettive sistematiche del “project financing” in riferimento alle teoriche sull’obbligo di rinegoziazione

Ai fini delle pagine che seguono intenderemo il mercato come istituzione, vale a dire quale unione delle norme e dei principi che regolano un fenomeno sociale in tensione costante con la natura e i fini⁴³.

Più precisamente, accedendo alla distinzione ascarelliana tra concetti giuridici tipologici e concetti giuridici normativi⁴⁴, il mercato si potrà dire quel complesso di regole e norme che determinano i criteri ordinanti degli interessi tipicamente sottesi ad atti e operazioni di scambio di beni, prescrivendone presupposti, condizioni e conformandone il contenuto⁴⁵.

Il mercato come istituzione è, oltre ad insieme di regole, insieme di regole informato a principi costituzionali e sovranazionali⁴⁶ che su di esso inevitabilmente si riflettono.

⁴³ P. DE FRANCISCI, *Storia del diritto romano*, vol. I, Roma, 1926, pp. 46-65;

⁴⁴ T. ASCARELLI, *Interpretazione del diritto e diritto comparato*, in *Riv. dir. comm.*, 5-6, p. 157, gli uni (tipologici) atti a descrivere gli elementi di una fattispecie, gli altri (normativi) cui si addice la cui funzione di descrivere in forma abbreviata una disciplina.

⁴⁵ G. GUIZZI, voce *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, agg. V, Milano, 2001, p. 745. In ciò, dunque, è concetto normativo, in quanto individua “un modo d’essere di una serie di fatti, ovvero l’ordine che caratterizza un insieme di atti e operazioni finalizzati allo scambio di beni o alla prestazione di servizi, i quali, in ragione della loro tipicità e della loro indefinita ripetitività ... si presentano suscettibili di apprezzamento e valutazione unitaria”. Seppur si assume che il mercato sia ordine designato da regole, si prescinde dal prendere posizione sulla eventuale coincidenza tra nozione mercato e di luogo delle regole, vale a dire sull’impossibilità di pensare il mercato al di fuori del sistema di regole che, disciplinandolo, lo concretizzano. In ogni caso, la qualità dell’ordine è regolarità e prevedibilità dell’agire: per riflessioni sul mercato quale luogo artificiale o naturale, si veda N. IRTI, *L’ordine giuridico del mercato*, Bari, [ma 1998], p. 11 e ss. Vedi anche le interessanti riflessioni di L. SAMBUCCI, *Il contratto dell’impresa*, Milano, 2002, p. 87 ss. sulla lettura del mercato come “contesto di senso”.

⁴⁶ Da un lato, l’articolo 41 della Costituzione che nel riconoscere che l’iniziativa economica privata è libera ne ravvisa dei correttivi e dei limiti nell’utilità sociale, e nella sicurezza libertà e dignità umana mentre, dall’altro, si pensi all’art. 3 co. 3 TUE, per cui l’Unione Europea ha quale pietra angolare del suo edificio la creazione di un mercato interno e si pone come obiettivo “lo sviluppo sostenibile dell’Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un’economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento

In quest'ottica i due tratti in cui si manifestano i principi che costituiscono l'architettura degli interventi del legislatore (comunitario e) nazionale in materia sono, tendenzialmente, *i*) la rimozione degli ostacoli che si frappongono al libero dispiegarsi della corretta competizione tra le imprese per favorire la piena concorrenzialità del mercato; e *ii*) l'eliminazione delle asimmetrie informative che ostacolano la libertà di scelta del consumatore o la rendono subottimale⁴⁷.

Tralasciando quest'ultimo aspetto e concentrandosi maggiormente sul primo, si può dire che in esso la libertà contrattuale si candida congegno indispen-

della qualità dell'ambiente", e agli artt. 101-109 TFUE che disciplinano la concorrenza nel mercato interno. Vi è chi nega che tra art. 41 Cost. e l'impianto della costituzione economica europea vi sia concordanza di fini e, in particolare, che la Costituzione accolga il modello della economia sociale di mercato e il principio generale della concorrenza (N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, cit., p. 18 e ss., ove si insiste sul solo rapporto verticale Stato-cittadino che occuperebbe l'art. 41 Cost., escludendo i rapporti orizzontali tra cittadini, effettivo luogo della concorrenza). Per converso, P. PERLINGIERI, *Diritto dei contratti e dei mercati*, in *Liber Amicorum per Angelo Luminoso*, tomo I *Contratto e Mercato*, Milano, 2013, 273-300, p. 278 e ss., chiarisce che, sebbene la Carta Costituzionale menzioni il mercato solo con la riforma del 2001, essa garantisce la concorrenza proprio perché animata da uno spirito in contrapposizione alla logica produttivistica del codice. L'economia sociale di mercato (v. anche art. 1, n. 3 e 4 del Trattato di Lisbona) tiene assieme interessi diversi (imprese, consumatori, lavoratori) per garantire il buon funzionamento e il pluralismo del mercato in cui autonomia contrattuale e concorrenza si incontrano. Sul punto vedi anche le osservazioni di L. MENGONI, *Autonomia privata e costituzione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, p. 3 e ss. Sull'economia sociale di mercato vedi, in particolare, M. LIBERTINI, A "Highly Competitive Social Market Economy" as a Founding Element of the European Economic Constitution, in *Concorrenza e Mercato*, 2011, p. 491 ss.; F. FORTE, F. FELICE (a cura di), *Il liberalismo delle regole. Genesi ed eredità dell'economia sociale di mercato*, 2 ed., Soveria Mannelli, 2016. La formula economia sociale di mercato, come noto, risale alla Scuola di Friburgo, ed agli studi (tra altri) di W. Eucken, e poi di W. Röpké, e, in generale, al pensiero ordoliberal (v. M.M. SIEMES, G. SCHNYDER, *Ordoliberal Lessons for Economic Stability: Different Kinds of Regulation, Not More Regulation*, in *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, Vol. 27, No. 3, July 2014, 377-396). Sul ruolo del pensiero ordoliberal nella gestione della crisi post 2008, J. WHITE, *Between Rules and Discretion: Thoughts on Ordo-Liberalism*, LEQS Paper No. 126/2017. Fa notare A. GENTILI, *Il ruolo della razionalità cognitiva nelle invalidità negoziali*, in G. ROJAS ELGUETA, N. VARDI (a cura di) *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, 75-102, p. 83 (n. 23) l'accostamento ossimorico della formula, osservando che mercato ed economia sociale sono prospettive storicamente per lo più poste in alternativa. Per una disamina critica dell'influenza del pensiero ordoliberal sul processo di europeizzazione del diritto privato si rinvia ad A. SOMMA, *Giustizia sociale nel diritto europeo dei contratti*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1, p. 75 e ss.

⁴⁷ A. BELVEDERE, *Le dinamiche contratto-mercato*, in *Liber Amicorum per Angelo Luminoso*, cit., p. 238. Cfr. anche le considerazioni di RIC. ALESSI, *Contratto e mercato*, in *Scintillae iuris. Studi in memoria di Gino Gorla*, III, Milano, 1994 spec. p. 2342 ss. per cui, anche ad esito dell'influsso del legislatore europeo, la libertà di impresa è funzionale allo svolgimento della concorrenza e lo Stato si pone il compito di garantirne il corretto esercizio. Il mutamento di prospettiva può essere anche colto nella diversa *ratio legis* sottesa all'art. 2596 cod. civ. (difesa della libertà economica individuale dei contraenti concorrenti) e all'art. 2 legge n. 287/1990 (presidio della libertà oggettiva di concorrenza e del corretto funzionamento dei mercati in chiave antimonopolistica).

sabile alla promozione e realizzazione di un sistema concorrenziale individuato come bene giuridicamente tutelato⁴⁸.

A presidio vi è posto il vario strumentario della repressione delle intese restrittive (art. 2 legge n. 287/1990), del divieto di abuso di posizione dominante (articolo 3 della legge n. 287/90) e del divieto di abuso di dipendenza economica (art. 9 della legge n. 192/1998).

La migliore dottrina ha costruito un concetto normativo di concorrenza imperniato sull'idea di *Leistungswettbewerb* e orientato al favore per la concorrenza dinamica intesa come “*processo dinamico virtuoso orientato dalle libere scelte dei consumatori*”⁴⁹.

In questo senso il mercato concorrenziale è anche prodromico al miglioramento del “*la produzione o [del]la distribuzione dei prodotti o a[lla] prom[ozione] [de]l progresso tecnico ed economico*” (così leggendo dall'art. 101, 3 del TFUE, sulle intese dispensate dal divieto del 101, 1 TFUE).

Immeritevole di tutela è l'accordo che falsa il gioco della concorrenza. Meritevole è, d'altra parte, quello da cui segue un guadagno di efficienza complessiva a beneficio diffuso, purché ne sia riservato agli utilizzatori “*una congrua parte degli utili*” che ne sia derivati.

Ciò è la spia che il meccanismo concorrenziale svolge (anche) la funzione di permettere un'allocazione ottimale delle risorse, convogliando attività e investimenti in settori che assicurano un certo grado di sviluppo economico e innescando un processo di efficienza dinamica dei mercati.

Gli organismi imprenditoriali operano tenendo conto di una complessità di fattori e hanno comportamenti orientati ai fini. Tra i fini vi rientra, evidentemente, anche il dovere di massima valorizzazione del capitale investito⁵⁰.

In tale ambito la stessa buona fede oggettiva è stata oggetto di riletture peculiari che ne hanno sondato il coordinamento con le logiche di mercato⁵¹. In particolare, ne è stata proposta un'articolazione che ha evidenziato l'arricchimento delle funzioni riferibili al precetto di buona fede.

Alla buona fede *costruens* che pertiene alle tradizionali capacità correttive e integrative del principio e prescinde da condizioni di squilibrio nell'esercizio

⁴⁸ M. LIBERTINI, *La tutela della concorrenza nell'ordinamento italiano: dal codice civile del 1942 alla riforma costituzionale del 2001*, in *Moneta e Credito*, 68, 272, p. 381.

⁴⁹ M. LIBERTINI, voce *Concorrenza*, in *Enciclopedia del Diritto, Annali*, III, Milano, 2011, p. 244.

⁵⁰ M. LIBERTINI, *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, Milano, 2010, 551-575, p. 553.

⁵¹ Vedi, esemplificativamente, M. BARCELLONA, *La buona fede e il controllo giudiziale del contratto*, in S. MAZZAMUTO (a cura di) *Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto europeo*, Torino, 2002, spec. p. 324 e ss., per cui la buona fede servirebbe a far emergere il “voluto” dal mercato e, dunque, l'equilibrio economico del contratto ottenibile in situazioni di concorrenza perfetta.

dell'autonomia dei privati⁵², si è affiancata una buona *destruens* come criterio ermeneutico che si muove tra le linee del controllo normativo sul contratto squilibrato da asimmetrie del potere contrattuale⁵³ e affina l'armamentario rimediale delle nullità, nullità speciale ed inefficacia.

In aggiunta, si è ritenuto che la buona fede *costruens* come regola del rapporto che concorre alla costruzione del programma negoziale non soffra di limitazioni ai contratti di impresa⁵⁴. La flessibilità di contenuto connaturata alla attività di impresa e intimamente legata alla difficoltà di compiuta gestione e dal diverso grado di prevedibilità dei rischi complessi che vi afferiscono necessiterebbe infatti del concorso integrativo della buona fede oggettiva⁵⁵.

L'interesse per i comportamenti vessatori nei rapporti tra imprese ha poi rivitalizzato l'attenzione per l'abuso del diritto come strumento di analisi per la repressione di condotte distorsive dell'autonomia negoziale⁵⁶. I comportamenti oggetto di scrutinio hanno proprio riguardato gli atti di esercizio dell'autonomia privata strumentali all'estinzione del rapporto, e particolarmente il recesso⁵⁷.

In tutti casi l'impressione è che la logica (*rectius* i principi) del mercato permei(no) l'indagine sulla concretizzazione fattuale (e normativa) del giudizio di meritevolezza di un particolare atteggiarsi dei rapporti tra le parti attraverso il prisma della buona fede.

In questo senso, riferirsi al mercato – seppur non equivale a far riflettere puramente la buona fede nella ragione mercantistica – vuol dire trovare il criterio “*del bilanciamento in senso qualitativo delle posizioni contrattuali in conflitto*” e dell'accettabile sacrificio della controparte in esigenze di correttezza che sono legate a doppio filo allo scopo di garantire il buon funzionamento del mercato stesso⁵⁸.

⁵² E. NAVARRETTA, *I contratti di impresa e il principio di buona fede*, in P. SIRENA (a cura di) *Il diritto europeo dei contratti di impresa*, cit., p. 525 e ss.

⁵³ Per una ricostruzione puntuale del fenomeno si rinvia a L. NONNE, *Contratti tra imprese e controllo giudiziale*, Torino, 2013.

⁵⁴ Vedi però la diversa opinione di chi riporta la contrattazione di impresa al modello conflittuale di contratto, P.G. MONATERI, *Ripensare il contratto: verso una visione antagonista del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 4, 2003, p. 413 e ss.; ID., *I contratti di impresa e il diritto comunitario*, in P. SIRENA (a cura di) *Il diritto europeo dei contratti di impresa*, cit., p. 85 e ss.

⁵⁵ Ne è una applicazione concreta, d'altronde, la stessa teoria della rilevanza delle sopravvenienze atipiche nei contratti di lunga durata.

⁵⁶ Si fa riferimento a F. MACARIO, *Abuso di autonomia negoziale e disciplina dei contratti fra imprese: verso una nuova clausola generale?*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, I, p. 663 e ss. Per una rilettura critica vedi invece L. NONNE, *Contratti tra imprese e controllo giudiziale*, cit., p. 201. Cfr. invece F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, cit., p. 410 e ss., per cui il saldo appiglio normativo dell'abuso del diritto è nella buona fede in funzione valutativa.

⁵⁷ E, più in generale, la minaccia di interruzione del rapporto in atto o di suo mancato rinnovo. In particolare, Cass., 18 settembre 2009, n. 20106, in *Giust. civ.*, 2009, I, p. 2671 e ss., variamente commentata in dottrina. Per tutti, si rinvia a S. PAGLIANTINI (a cura di), *Abuso del diritto e buona fede nei contratti*, Torino, 2010, e specialmente p. 21 e ss.

⁵⁸ E. NAVARRETTA, *I contratti di impresa e il principio di buona fede*, cit., in particolare p. 522. L'A. puntualizza che la base assiologica della buona fede nei contratti di impresa rimane invariata (spec. p. 534), ma è pur sempre vero che il “*mercato corretto dalla buona fede*” (p. 541)

Da queste brevi premesse occorre delle conseguenze sul tema che qui ci interessa.

Si sono individuate, in apertura, le caratteristiche principali di una operazione in leva finanziaria, e si è precisato, tra l'altro, che con l'uso di una elevata leva finanziaria lo *sponsor* trasferisce il rischio *economico* di progetto sugli enti finanziatori.

A prima vista, non sembrano pertanto facilmente intuibili i motivi che – stante quanto appena tratteggiato – dovrebbero convincere un istituto bancario a partecipare ad un'operazione di finanziamento in leva.

C'è però da dire che il finanziatore è disposto ad accettare il maggior livello di esposizione creditoria soltanto perché, di tutta evidenza, a ciò segue un maggior costo del debito⁵⁹ e soprattutto perché gli è riconosciuto contrattualmente un estensivo potere di controllo sul progetto⁶⁰.

Il ben coordinato sistema di clausole che concedono all'ente finanziatore il diritto di richiedere la risoluzione stragiudiziale del contratto di finanziamento, di esercitare il diritto di recesso o, ancora, di impedire la distribuzione dei dividendi all'occorrere dei *relevant events* corredo di parzialmente descritti in precedenza rappresenta un doveroso bilanciamento rispetto al particolare profilo di indebitamento dello *special purpose vehicle*.

I soci della società veicolo godono dei vantaggi connessi alla collocazione fuori bilancio del finanziamento⁶¹ e del segnalato miglioramento della re-

è corretto dalla buona fede *nel mercato*, cioè da una contestualizzazione della buona fede che non può prescindere dal sapiente riconoscimento dell'effettivo atteggiarsi delle dinamiche del mercato, né può obliare i fini che la regolamentazione del mercato si pone. Così pure nell'approccio ai fenomeni di *hold-up* e, in generale, ai comportamenti opportunistici che si giovano della possibilità di interrompere o non rinnovare il rapporto contrattuale per ottenere fraudolentemente condizioni oltremodo migliorative a detrimento della controparte, le discipline dell'abuso di posizione dominante e l'abuso di dipendenza economica mirano alla protezione dell'attore di mercato poiché l'estorsione post-contrattuale dissuade gli operatori economici dall'effettuare investimenti specifici e dunque “*costituisce un ostacolo al raggiungimento dei suddetti effetti, [e del]l'obiettivo di politica economica connesso al miglioramento della concorrenza mediante l'incentivo allo sviluppo e all'innovazione, entrambi legati alla fisiologica cooperazione tra le imprese*” (L. NONNE, *Contratti tra imprese e controllo giudiziale*, cit., p. 213). Vedi anche le accorte puntualizzazioni di G. PALMIERI, *Le grandi riforme del diritto dell'impresa nell'Italia contemporanea*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 3, p. 258 secondo il quale il diritto dell'impresa è luogo privilegiato di osservazione per comprendere l'emersione di conflitti tra plurimi interessi “*tutti in sé leciti e meritevoli di tutela*” cui fa da contrappunto G. D'AMICO, «*Regole di validità*» e principio di correttezza nella formazione del contratto, Napoli, 1996, p. 339, dove precisamente “[...] ogni sistema legislativo reca in sé una inevitabile “rigidità”, quanto meno nel senso della lentezza (se non della resistenza) ad adattarsi al continuo evolversi della vita degli affari”.

⁵⁹ E, peraltro, maggiori importi per la strutturazione dell'operazione (*structuring fee*) e per la messa a disposizione della somma (*commitment fee*) che il prenditore è tenuto a corrispondere al finanziatore.

⁶⁰ S. BYOUN, J. KIM, S.S. YOO, *Risk Management with Leverage: Evidence from Project Finance*, cit., pp. 551-552.

⁶¹ Come si è detto, infatti, il debito non è contratto direttamente dallo *sponsor* bensì da una società veicolo appositamente costituita. Pertanto, l'indebitamento è riferibile allo stato

munerazione del capitale investito che discende dall'appropriamento della composizione tra capitale di rischio e capitale di credito in misura diseguale.

Opportuno contrappeso, allora, è dato dalla facoltà per il *lender* di potersi svincolare dall'operazione al concretizzarsi di eventi che denotano il prodursi di criticità di progetto. Ciò è ancor più di particolare rilevanza ove si rammenti che il debitore è pur sempre una società sottocapitalizzata, con una sola fonte di reddito a disposizione e che il sistema di garanzie accordato è largamente insufficiente a tutelare il creditore.

Pertanto, presentatosi un evento critico il finanziatore deve aver la possibilità di rendere il credito esigibile prima che la situazione sia pregiudicata definitivamente o, se l'erogazione non è ancora avvenuta nella sua interezza, di recedere dall'impegno a prestare le ulteriori somme. In aggiunta, se il progetto è in difficoltà l'ente finanziatore deve avere gli appigli adeguati a forzare il mutuatario al tavolo delle trattative, nelle limitate circostanze in cui residuano spiragli che ne possono evitare la totale compromissione. Funzionale a tal fine può essere la pressione esercitata, congiuntamente, dal ventaglio di ipotesi di risoluzione o recesso riconosciute al finanziatore e dalla possibilità di inibire la distribuzione degli utili⁶².

Non si vuole qui tanto recuperare il paradigma del contratto "rude" che si svela dietro alle faglie del contratto "rugiadoso"⁶³ ma dar conto di come anche meccanismi reputazionali interagiscano con una certa conformazione del contenuto negoziale in modo da orientare il comportamento delle parti.

Si è detto che la risoluzione o il recesso permettono al finanziatore di risolvere il contratto di finanziamento prima che si superi una soglia definitiva di criticità. Tuttavia, operano (anche) come deterrente ad atteggiamenti opportunistici del finanziato.

Non bisogna infatti dimenticare che fattore vivificante del mercato è la fiducia tra gli agenti. Ne segue che l'affidamento nel mercato di riferimento sulle capacità imprenditoriali dello *sponsor* verrebbe pregiudicato qualora giungesse a conoscenza degli operatori la notizia dell'estinzione anticipata

patrimoniale della società veicolo (e non a quello del socio). Con tale meccanismo si esclude l'incidenza del finanziamento sulla complessiva capacità patrimoniale dello *sponsor* e sulla sua rappresentazione bilancistica. Vedi, per tutti, T.V. RUSSO, P. MARCHETTI, *Manuale di diritto e tecnica del project financing*, Napoli, 2009, p. 36.

In effetti, per i promotori il debito è in tal modo collocato fuori bilancio (integra cioè un *off-balance sheet financing*) e l'unica posta attiva relativa al progetto è rappresentata dalla partecipazione acquisita nello *special purpose vehicle*

⁶² G. VINTER, *Project Finance: A Legal Guide*, Londra, 1995, p. 145.

⁶³ Il riferimento è all'efficace espressione di P.G. MONATERI, *Ripensare il contratto: verso una visione antagonista del contratto*, cit., ove la bipartizione tra contratto rugiadoso e contratto rude insiste sul ruolo che spirito cooperativo e buona fede interpretano nell'uno di contro alla ricerca della completezza contenutistica, alla resistenza a forme di integrazione extra-testuale e all'antagonismo del *bargaining* nell'altro.

del rapporto di finanziamento tra la società veicolo controllato e l'istituto di credito finanziatore⁶⁴.

Sulla base di tali premessi si può affermare con un certo grado di certezza che la descritta composizione dell'accordo negoziale è condizione determinante affinché l'istituto di credito scelga di finanziare il progetto imprenditoriale.

È condizione determinante perché le operazioni di *project financing* possano avere luogo nel nostro ordinamento, in particolare, che l'unico sistema ammesso di allocazione del rischio del sopravvenuto sia esclusivamente quello concordato dalle parti in aderenza ad un principio di assoluta immodificabilità del programma negoziale ai cui effetti gli unici adeguamenti ammessi sono eventualmente quelli esplicitamente regolati *ex contractu*⁶⁵.

Si può sostenere che l'interesse sotteso a un simile atteggiarsi dei rapporti tra le parti possa agevolmente superare il vaglio di meritevolezza *ex art.* 1322, 2 comma, cod. civ., che sia pertanto tutelabile dall'ordinamento⁶⁶. Ciò per una serie di ragioni.

⁶⁴ Su mercati e fiducia vedi le ricche pagine di E. RESTA, *Le regole della fiducia*, Bari, 4 ed., 2013, spec. p. 31 e ss. e p. 63 e ss. Ivi anche la riflessione sullo scarto sostanziale tra fiducia e buona fede dove la seconda costituisce, più che lo sviluppo, la giuridificazione della fiducia. Ci ricorda l'A. che, tuttavia, l'incorporazione della fiducia nei dispositivi del diritto, la trasmutazione categoriale in buona fede, ne muta definitivamente i caratteri di fondo giacché la rimuove dal campo semantico dell'etica per collocarla in quello prescrittivo del diritto. Se il *creditor* è originariamente colui che *credendo* investe le sue aspettative sulla base della fiducia accordata al debitore, il diritto è chiamato a neutralizzare le conseguenze che l'affidamento tradito si porta dietro. D'altra parte *«una volta che la fiducia è giuridificata tutto si replicherà intorno ad essa ed è a partire da questa lunga e importante operazione che la semantica giuridica userà la buona fede come criterio «elastico» per dare orientamento al rapporto obbligatorio»*. La buona fede inizia a regolare i rapporti quando la spontaneità regolatrice della fiducia viene meno (e riecheggia l'avvertimento dell'*Etica a Nicomaco* (1156(a)) per cui *«quando si è amici non c'è bisogno di giustizia (dikaiosynē)»*), convertendosi in *«criterio di orientamento interpretativo, principio generale del rapporto obbligatorio»*. C'è da chiedersi, seguendo l'A. nei percorsi argomentativi, quanto allora la buona fede possa essere regola conformativa di condotta che esalta lo spirito cooperativo e relazionale quando essa invece appare nei suoi esiti evolutivi propriamente risposta ad un gioco cooperativo che non è più.

⁶⁵ P. CARRIÈRE, *Project financing. Profili di compatibilità con l'ordinamento giuridico italiano*, Padova, 1999, p. 67 e ss.

⁶⁶ Una parte consistente e autorevole della dottrina ha con vari argomenti sostenuto la sostanziale irrilevanza normativa dell'art. 1322, 2 comma, cod. civ., ritenendola una mera duplicazione del controllo sulla liceità della causa (art. 1343 cod. civ.) o sulla mancanza di causa, v. G. GORLA, *Il contratto. Problemi fondamentali trattati con il metodo comparativo e casistico*, vol. I, Milano, 1954, p. 220; G.B. FERRI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1971, II, p. 81 e ss.; A. GUARNIERI, voce *Meritevolezza dell'interesse*, in *Digesto disc. priv.*, Sez. Civ., Agg. XI, Torino, 2018, p. 341 e ss. (che conclude per una lettura abrogativa della norma); V. ROPPO, *Il Contratto*, cit., pp. 402-403, nel senso che il contratto merita disapprovazione solo perché illecito e, dunque, contrario alla legge, all'ordine pubblico o al buon costume a ragione del fatto che il nostro ordinamento non promuove modalità di controllo di tipo dirigistico o moralistico sull'autonomia privata e di conseguenza *«poss[o] no trovare spazio anche contratti conclusi per soddisfare bisogni o interessi esclusivamente individuali – fino ai limiti della frivolezza o del capriccio – senza realizzare alcuna significativa utilità sociale»*. Per una diversa prospettiva v., ad esempio, P. PERLINGIERI, *Il diritto civile*

Anzitutto, la finanza di progetto consente alle istituzioni finanziarie di volgere le proprie risorse allo sviluppo di idee imprenditoriali il cui ostacolo all'ingresso è rappresentato dagli elevati costi iniziali e quindi non realizzabili altrimenti con i soli mezzi propri, perseguendo un'allocazione efficiente dei capitali⁶⁷ orientata alla promozione di beni produttivi di utilità diffusa. Specularmente, facilita l'accesso al credito del soggetto imprenditore e così ampliando i canali di finanziamento all'impresa⁶⁸.

D'altro canto, l'impiego della leva finanziaria assicura allo *sponsor* di mettere a frutto le proprie capacità nell'attuazione di progetti industriali complessi con un costo medio del capitale più basso e una remunerazione per capitale investito maggiore. Al contempo, l'architettura negoziale dell'operazione tutela il soggetto finanziatore da eventuali condotte opportunistiche poste in atto dai soci della società veicolo che l'impiego della leva finanziaria potrebbe generale.

Vi è infine un effetto sistemico generale dato dall'influenza positiva indotta dalla presenza di infrastrutture efficienti e di impianti di produzione di energia rinnovabile (tipicamente le opere cui è diretta l'attività di finanziamento in *project*), sia sulla crescita economica del paese sia sul raggiungimento degli obiettivi del Piano Nazionale Integrato per l'Energia e il Clima (PNIEC) in attuazione del Regolamento (UE) 2018/1999⁶⁹.

In questo senso, la promozione della finanza di progetto quale particolare operazione di finanziamento diretta alla realizzazione e gestione di opere di

nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti, Napoli, 2006, p. 319 e ss., secondo cui l'atto di autonomia negoziale non è un valore di per sé, e ne è requisito di validità la rispondenza ad un interesse meritevole di tutela, con giudizio che deve essere incentrato sugli aspetti teleologici e assiologici dell'atto di autonomia e da cui ricavare il giudizio sulla meritevolezza secondo i principi dell'ordinamento giuridico (e, in particolare, i principi di ispirazione costituzionale). Deve darsi però atto di una recente tendenza di senso opposto da parte di numerose pronunce di merito e di legittimità che dimostrano la rivitalizzazione del giudizio di meritevolezza in funzione di controllo dell'autonomia privata (vedi, tra molte, Cass. civ., 30 settembre 2015, n. 19559 con nota di A. TUCCI, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2, 2016, 141-150; Cass. civ. 28 aprile 2017, n. 10506 e Cass. civ. 28 aprile 2017, n. 10509, con nota di L. LOCATELLI, *Primi cedimenti delle clausole "claims made" di fronte al giudizio di meritevolezza*, in *La Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2017, 1377-1383; Trib. Roma, 19 ottobre 2017, n. 19708 sulla clausola di *russian roulette*, disponibile su www.dejure.it).

⁶⁷ Che non si può negare sia una finalità cui l'ordinamento mira.

⁶⁸ Con modalità per giunta che assicurano uno stringente controllo sulla potenziale capacità di rimborso del debitore. Non si può fare a meno di menzionare, in tale senso, il considerando n. (58) della Direttiva 2014/17/UE del Parlamento Europeo del Consiglio del 4 febbraio 2014 in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2013/36/UE e del regolamento (UE) n. 1093/2010 che, sebbene riferita al credito ipotecario verso i consumatori, valorizza l'attenta valutazione del merito di credito come mezzo per la stabilità finanziaria dei mercati.

⁶⁹ Pubblicato dal Ministero dello Sviluppo Economico e predisposto con il Ministero dell'Ambiente e della tutela del territorio e del mare e il Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti.

interesse pubblico potrebbe indicarsi come un tema centrale per lo sviluppo generale del Paese⁷⁰ e concorrerebbe a dare attuazione all'intento più volte manifestato di attrarre investimenti⁷¹.

Le osservazioni che precedono non sembrano del tutto peregrine solo ove si consideri la trama del ragionamento di una recente pronuncia della Suprema Corte in tema di validità della clausola *put* a prezzo predeterminato avente ad oggetto le azioni sottoscritte dal socio-finanziatore⁷². Chiamata a pronunciarsi sulla validità dell'accordo negoziale concluso tra soci di società per azioni con il quale l'uno – in occasione del finanziamento partecipativo operato dall'altro – si era obbligato a manlevare, mediante attribuzione del diritto di vendita, lo stesso dalle eventuali conseguenze negative del conferimento effettuato in società, la Corte ne ha negato la contrarietà a norma imperativa e, precisamente, il contrasto con il divieto di patto leonino.

Di là dalle osservazioni sulla *ratio* dell'art. 2265 cod. civ. e sulla causa concreta dell'operazione di acquisto delle azioni con opzione *put*, si rilevano di interesse, ai nostri fini, due passaggi dell'arresto in parola.

Nel primo viene precisato che il controllo del giudice sul regolamento degli interessi voluto dai soggetti, nel limitare l'esercizio di autonomia privata, deve pur sempre tenere nel proprio orizzonte interpretativo il principio generale della garanzia costituzionale ex articolo 41 Cost., chiarendo – in concordanza con quanto in precedenza accennato – che quando si tratti di soggetti entrambi imprenditori che abbiano concordato un regolamento pattizio nel pieno esercizio dell'autonomia negoziale privata “ogni intervento giudiziale ex articolo 1322 cod. civ. – col suo effetto d'autorità rispetto ad equilibri negoziali liberamente contrattati – non può che essere del tutto residuale”.

Nello sciogliere il nodo sulla meritevolezza dello schema negoziale adottato dalle parti, il giudice di legittimità conferma poi un giudizio positivo sul presupposto che il finanziamento partecipativo correlato ad un'operazione strategica di potenziamento produce un incremento del valore societario e risponde quindi a un interesse generale dell'ordinamento congruente con i fini d'incentivazione economica perseguiti dal legislatore⁷³.

⁷⁰ D. SICLARI, *Opere pubbliche e project financing: tra standardizzazione e tipizzazione contrattuale*, in *Contratto e impresa*, 2, 2020, 591-604, p. 592.

⁷¹ Si guardi, ad esempio, al risultato non propriamente confortante dell'indice “Getting Credit” del nostro Paese secondo il *Doing Business Report 2019* del *World Bank Group* accessibile al sito <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/country/i/italy/ITA.pdf>.

⁷² Cass. civ., sez. I, 04 luglio 2018, n. 17498, con nota di E. MAZZOLETTI, *Ancora sulla validità della put option con prezzo a consuntivo. Per un'applicazione moderna del divieto di patto leonino*, in *Notariato*, 2018, 6, 642-649; con nota di A. PETRUZZI, *Opzioni put & call, finanziamento partecipativo e divieto del patto leonino*, in *Giur. it.*, 2, 2019, 370-371; con nota di M. PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*; in questa *Giur. Comm.*, 2019, 276-306; con nota di N. DE LUCA, *Il socio «leone». Il revirement della cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*; in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2019, p. 81 e ss.

⁷³ Vedi anche gli interessanti appunti di D. MALTESE, *La presunta inderogabilità dei*

Se ne può trarre la conclusione che l'incidenza del mercato come istituzione e la considerazione dei suoi profili assiologici penetrano (o quantomeno dovrebbero penetrare) nella valutazione complessiva di meritevolezza di complesso negoziale elaborato da parti imprenditrici e, in specie, soggetti particolarmente sofisticati. La valutazione si attaglia pienamente al *project financing* per quanto descritto nei paragrafi precedenti. In aggiunta, si attaglia ad operazioni che ad esso si avvicinano nello spirito e nell'intelaiatura⁷⁴.

5. Profili sistematici delle operazioni in leva finanziaria: tutela della relazione, rinegoziazione e differenziazione dei modelli nei contratti di impresa. Accenni per una proposta di indagine

Si può dotare di una certa prospettiva sistematica i risultati cui si è pervenuti poc'anzi. Sembrano, però, doverose alcune precisazioni.

Presenza di una componente relazionale, incidenza del tempo e rilievo della durata sono contrassegni comuni a situazioni negoziali a volte difficilmente sovrapponibili.

criteri di liquidazione per le cause convenzionali di recesso da società per azioni (in corso di pubblicazione e consultata su gentile concessione dell'Autore), sulla pattuizione con la quale si rinunci preventivamente al diritto di recesso per il caso di fusione da *trade sale*. Ponendo enfasi sulla funzionalizzazione della clausola contenuta nell'accordo parasociale a favorire la partecipazione dei fondi di *private equity* al finanziamento dell'impresa societaria – e prevenendo eventuali censure mosse da chi possa vederne una modalità attraverso la quale aggirare il disposto dell'art. 2437, ult. comma, cod. civ. – l'A. ne ravvisa i tratti di meritevolezza nella idoneità a moltiplicare le possibilità di finanziamento dell'impresa. (Ove anche la preoccupazione avverso “enforcement “per principia”” che spesso conducono a “fenomeni di “judicial overwriting” del contratto sociale insensibili alle indicazioni positive e [...] negli effetti analoghi ad una opportunistica rinegoziazione dei suoi contenuti” sintomatici di “atteggiamento paternalistico che si nutre della ingiustificata presunzione che l'ordinamento sappia sempre e comunque quale sia il miglior assetto di interessi per le parti private”). Da un punto di vista comparatistico, appare poi di utile menzione la *Letter of Opinion* del *Vice Chancellor* della *Court of Chancery of the State of Delaware*, Sam Glasscock III, (Re: Manti Holdings, LLC et al. v. Authentix Acquisition Co., Civil Action No. 2017-0887-SG, disponibile presso <https://courts.delaware.gov/>), nella quale viene reputato legittima la rinuncia preventiva all'*appraisal right* (i.e. il diritto che attribuisce agli azionisti che dissentano da una delibera che approvi operazioni specificamente previste (ad es. fusioni) il potere di richiedere alla *Court of Chancery* di determinare il l'equa valorizzazione della liquidazione della propria partecipazione) anche rimarcando che “*the corporation determined it was in the corporate interest to entice investment. It, and its stockholders individually, all entered an agreement with the Carlyle Group that was presumably to the benefit of all parties*”.

⁷⁴ Vedi ad esempio le posizioni iniziali di gran parte della dottrina nei confronti delle operazioni di *leveraged buy-out*, sul principiare viste con sospetto per il preteso carattere predatorio e speculativo e di cui si sono tuttavia successivamente riconosciute le varie funzioni positive (e meritevoli di essere promosse) tra le quali quella di fluidificazione del mercato del controllo societario. Cfr. R. PARDOLESI, *Leveraged buyout: una novità a tinte forti (o fosche)?*, in *Giur. Comm.*, I, 1989, 402-418, specialmente p. 416 e ss.; S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out*, Milano, 2007, p. 1 e ss.

Dopotutto, si potrebbe anche dire che ogni rapporto è relazione (ed un *riferirsi* continuo) e crea relazionalità. D'altronde, anche in termini generali, quando parliamo di *rapporto* causa – effetto intendiamo la *relazione* cognitiva che si instaura tra due eventi che siamo in grado di apprezzare naturalisticamente.

La relazionalità più che un modo di essere di determinati rapporti, e di qui la scoperta di una *legge* conformativa che occorre corredare di una sovrastruttura giuridica, dà l'impressione di essere una pregnante formula descrittiva che normativamente può forse dir poco.

Deve tuttavia esserle riconosciuto il merito di aver collocato saldamente nel dibattito il tema della sufficienza dei modelli ablativi a rispondere ai quesiti che le sopravvenienze contrattuali pongono nei contratti protratti nel tempo e aver sospinto la riflessione dottrinale alla ricerca di uno strumentario giuridico su cui far poggiare l'obbligo rinegoziativo.

Al di là della pretesa rilevanza della relazionalità o di qualsiasi gioco cooperativo di fondo, il principio di buona fede potrebbe apparire una ragione argomentativa bastante a sorreggere il costruito.

Preso perciò atto che l'evoluzione dottrinale e giurisprudenziale (e probabilmente anche normativa) sembra progressivamente accedere a questa prospettiva, preme segnalare l'opportunità di adottare alcune cautele nell'estendere in via generalizzata il rimedio manutentivo a tutti i contratti cd. di "lunga durata".

Da un punto di vista strutturale, si potrebbero infatti distinguere in un'ottica *de iure condendo*, tre modelli: *i*) i contratti di durata della tradizione classica, caratterizzati, per usare le parole di Oppo, dalla proporzionalità dell'utilità del contratto alla sua durata⁷⁵; *ii*) i contratti in cui emerge l'interesse a restare nel contratto per un certo tempo specifico e in cui l'attenzione è volta alla protezione degli investimenti effettuati in costanza di rapporto⁷⁶; e *iii*) i contratti destinati al finanziamento di attività complesse e in cui la stabilità del rapporto è condizione dell'operazione.

Per i primi, cui ben risponde lo schema dei contratti di distribuzione, di somministrazione, la locazione e gli altri contratti per i quali si è recentemente proposta una "terza via" rimediale⁷⁷, la rinegoziazione sembra poter ragionevolmente assurgere a criterio di gestione degli eventi perturbatori.

Rispetto ai secondi la protezione della relazione economica dovrebbe avvenire, invece, tramite la procedimentalizzazione del procedimento di uscita dal contratto e, dunque, attraverso il riconoscimento diffuso del diritto ad un congruo preavviso in caso di recesso, specularmente collegato alla tutela degli

⁷⁵ G. OPPO, *I contratti di durata*, in *Riv. dir. comm.*, 1, 1943, p. 157.

⁷⁶ Vedi A. FONDRIESCHI, *Contratti relazionali e tutela del rapporto contrattuale*, Milano, p. 305 e ss.

⁷⁷ Il riferimento è allo studio di E. TUCCARI, *Soppravvenienze e rimedi nei contratti di durata*, Padova, 2018, p. 210 e ss.

specifici investimenti effettuati e rapportato al tempo necessario per il relativo ammortamento, in modo da bilanciare correttamente l'interesse della parte maggiormente esposta ai rischi legati alle occorse sopravvenienze⁷⁸. Un parametro di riferimento ne può essere rappresentato dai contratti di affiliazione commerciale.

Anche per i contratti destinati al finanziamento di attività complesse il tempo assume rilievo: la logica dell'economia classica è, dopotutto, imperniata sul nesso credito, tempo e rischio⁷⁹. Tuttavia, ove la complessiva operazione di finanziamento avvenga sfruttando il principio della leva finanziaria le ragioni suesposte impongono conclusioni differenti. Tale proprietà non ricorre però in modo isolato nel *project financing* ma contraddistingue anche le attività di *acquisition financing*, vale a dire le attività di finanziamento connesse ad operazioni di *leveraged buy-out*⁸⁰. In questi modelli negoziali deve riconoscersi – per i motivi che si è provato ad indicare a più riprese – la più estesa possibilità delle parti di gestire autonomamente gli eventi perturbatori dell'operazione ed escludere qualsiasi capacità espansiva all'obbligo di rinegoziazione. Ad essere salvaguardato non è tanto l'equilibrio economico

⁷⁸ A. FONDRIESCHI, *Contratti relazionali e tutela del rapporto contrattuale*, cit., p. 344 e ss. Lo studio si propone di mettere in luce quella che sarebbe una tendenza progressiva dell'ordinamento alla tutela della relazione contrattuale nella forma specifica della protezione degli investimenti delle parti (non nel mantenimento della relazione in sé stessa). A giudizio dell'A. lo schema potrebbe informare di sé una serie di modelli negoziali (di impresa) caratterizzati dall'interesse a restare nel contratto per un certo tempo. L'A. ricava indici sistematici a sostegno della propria tesi principalmente dalla disciplina codicistica dell'appalto e dalla disciplina dell'affiliazione commerciale (l. 129/04) e dalla norma generale in tema di abuso di dipendenza economia (art. 9 l. 192/98) e. Si argomenta che se, in principio, ciascun contraente è responsabile esclusivamente dei propri investimenti e non degli altrui, tale modello vale per quei rapporti di impresa in cui ciascuna delle parti ha tanto la "ownership" quanto il "control" dei mezzi di produzione. Ciò non ricorre nella generalità delle relazioni tra imprenditori. Non ricorre, ad esempio, nei contratti di *franchising* in cui il *franchisor* esercita un controllo particolarmente esteso sulla sfera imprenditoriale del *franchisee*. Osservazioni simili sono tratte anche in riferimento all'impianto codicistico dell'appalto (che però potrebbe anche rientrare nel primo dei modelli proposti). Dalla lettera degli artt. 1660 cod. civ. e 1662 cod. civ. sembra emergere che la difficoltà per l'appaltatore di riallocare sul mercato il bene destinato alla soddisfazione del creditore (e di recuperare costi e investimenti specifici) abbia spinto il legislatore a prevedere limiti alla libertà del committente di sciogliere il contratto (termine di grazia ex 1662 cod. civ.; obbligo di corrispondere il mancato guadagno a seguito di recesso del committente ex 1671 cod. civ.). Da ciò l'A. deduce un principio di ordine generale diretto alla tutela degli investimenti, rafforzato dalle previsioni in materia di durata minima nel contratto di *franchising* e dall'art. 9, comma 2, l. 192/98. Ne segue, che se l'ordinamento giuridico promuove un interesse alla tutela degli investimenti, gli obblighi delle parti nei contratti che presentano tali caratteristiche devono essere teleologicamente letti in tale prospettiva.

⁷⁹ A. MONTANARI, *La ratio dell'articolo 2358 codice civile e la diffidenza verso il leveraged buy-out*, in *Rivista di diritto privato*, 2, 2001, p. 384.

⁸⁰ L'analisi dei testi contrattuali dei *facilities agreement* utilizzati nel contesto di operazioni di *acquisition financing* mostra piuttosto chiaramente una notevole prossimità nell'intessitura negoziale e l'identità di *ratio* delle stringenti previsioni che consentono all'istituto di credito di recedere o risolvere il contratto (nonché la medesima disciplina dei *default ratios*, con l'unica differenza che la garanzia del rimborso è offerta dal flusso di cassa futuro della società acquisita).

del rapporto quanto, al contrario, il diritto di uscita dal contratto dell'ente finanziatore⁸¹.

L'emersione *in nuce* di una categoria di rapporti governati dal principio del *leverage* (*project financing* e *acquisition financing*) può essere quindi punto di partenza per estendere gli esiti raccolti in relazione alla finanza di progetto ad altri modelli negoziali che ne condividono la medesima *ratio* economico-giuridica.

Essa invita anche a mettere in questione la validità generale dell'obbligo legale di rinegoziazione come schema per affrontare le sopravvenienze contrattuali. In particolare, esorta forse ad indagare il corretto perimetro di impiego del rimedio manutentivo della rinegoziazione e ad interrogare le modalità con cui, specie nei contratti di impresa, essa possa effettivamente porsi come modello rimediale univoco.

6. *La finanza di progetto come modello di "governance" del contratto nell'ottica della gestione delle patologie negoziali. Le "waiver requests" e le "consent letters"*

Dal fatto che il finanziatore abbia la possibilità di risolvere o di recedere dal contratto in presenza di un *relevant event* – come si è visto, di un accadimento che determina la decadenza dal beneficio del termine oppure consente la risoluzione o il recesso ai sensi del contratto di finanziamento – non ne deriva inevitabilmente che la soluzione prescelta in ogni caso dall'istituto di credito sia la caducazione degli effetti del negozio.

La prassi dimostra che difficilmente alla violazione di un *covenant* o di una o più *representations and warranties* o al mancato pagamento di una rata segue, in prima battuta, la risoluzione del *facilities agreement*⁸².

Ove il progetto non sia irrimediabilmente compromesso e mantenga una funzione autoliquidante, ancora, ove l'ente creditizio abbia al momento la convenienza a rimanere nell'operazione, si innesca un processo di gestione negoziale della patologia contrattuale che può portare ad esiti differenti.

Il procedimento si struttura secondo schemi negoziali ormai consolidati nell'uso commerciale. Segnatamente, prevede l'invio da parte del debitore in *default* di una *waiver request* con cui si chiede al finanziatore la rinuncia ad avvalersi dei rimedi previsti in contratto⁸³.

⁸¹ Considerazioni differenti potrebbero tuttavia farsi per il *real estate financing*. Sebbene, in principio, si faccia anche qui uso della leva finanziaria, il flusso di cassa è qui assicurato dai proventi rinvenienti dai canoni di locazione o di affitto conclusi. Per tale motivo, si dovrebbe propendere – in simile ipotesi – per l'accoglimento del primo dei modelli prospettati.

⁸² C. DEMIROGLU, C.M. JAMES, *The Information Content of Bank Loan Covenants*, in *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 10, (2010), pp. 3729 – 3730.

⁸³ Cfr. *"The Company hereby request the Facility Agent, also on behalf of the Finance Parties pursuant to Clause [...] of the Facilities Agreement [...] to waive the following provisions of the*

Nella misura in cui lo ritengo opportuno, l'istituto finanziatore può acconsentire alla richiesta con risposta in forma di *consent letter*, subordinando il più delle volte il proprio consenso al rispetto da parte della società veicoli precise condizioni. Tra queste, il più delle volte ricorre l'accettazione alla modifica di singole previsioni del contratto di finanziamento.

A discapito della terminologia adoperata, si può dire che il processo dà luogo ad una vicenda transattiva con esiti a volte modificativi del rapporto (*rectius* di singole pattuizioni del contratto di finanziamento). Non di rado, essa involge una complessa attività di verifica dei presupposti dell'inadempimento prima e di negoziazione tra le parti e i rispettivi consulenti poi.

Deve però dubitarsi che tutto ciò possa essere in qualche modo ricondotto al paradigma della rinegoziazione.

A tal fine difetta, in primo luogo, qualsivoglia atteggiamento cooperativo tra le parti. Non vi è, in particolare, nessuna volontà di attenuare le conseguenze di un evento che ha interessato la parte onerata e di dividerne il peso.

Al contrario, per il finanziatore il consenso è posto in rapporto di corrispettività con l'imposizione di *covenants* addizionali, o con la modifica in senso più restrittivo di quelli già esistenti, con il pagamento di una *waiver fee* o, in casi estremi, con un aumento del tasso di interesse. Lo scopo divisato non mira certa a riprodurre l'equilibrio economico perturbato⁸⁴.

D'altra parte, è il *lender* a valutare l'opportunità di modifiche di struttura o, viceversa, a inclinare verso la decisione di riorganizzare diversamente i propri interessi sciogliendosi dal contratto⁸⁵.

Si può in un certo senso parlare di *governance through the contract*, per riprendere un'espressione ormai nota⁸⁶, con l'intesa che l'accezione è qui quella più ristretta di governo contrattuale dei "meccanismi più idonei a gestire le criticità che abbiano a manifestarsi nello sviluppo del rapporto tra le parti"⁸⁷.

Finance Documents: (i) Clause [...] of the Facilites Agreement; (ii) Clause [...] of the Pledge over Quotas; [...] as well as any other provision under the Finance Documents that, in absence of such waiver, would be triggered or breached in consequence of [...]". Si noti che la richiesta è volta ad evitare che il finanziatore si avvalga del diritto di risolvere il contratto in via stragiudiziale o di recedervi e non di rinunciare all'effetto risolutivo già prodottosi (rinuncia alla risoluzione già avvertasi che, sebbene tendenzialmente ammessa dalla giurisprudenza – cfr. Cass. civ, 12 febbraio 2014, n. 3207 – in *Contr.*, 7, 2014, p. 379 e ss. e ivi, con nota di P. CRISCUOLI, *Preliminare condizionato sospensivamente e violazione degli obblighi di buona fede* p. 642 e ss., incontra perplessità in dottrina, v., per tutti, V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 904; D. CARUSI, *La risoluzione per inadempimento*, in E. NAVARRETTA e A. ORESTANO (a cura di) *Dei contratti in generale*, artt. 1425-1469 bis, in E. GABRIELLI (diretto da) *Commentario del codice civile*, Torino, 2011., pp. 422, 426 e s., 442 e ss.).

⁸⁴ C. DEMIROGLU, C.M. JAMES, cit., p. 3730.

⁸⁵ C. DEMIROGLU, C.M. JAMES, *op. loc. ult. cit.*, dove anche alcune approfondite analisi su vari scenari che seguono alla situazione di inadempimento ai *covenants* e alle motivazioni che guidano i *lenders* nella scelta tra le possibili opzioni.

⁸⁶ P. ZUMBANSEN, *The Law of Society: Governance Through Contract*, in *Indiana Journal of Global Legal Studies*: Vol. 14, No. 2 (2007), 192-233.

⁸⁷ V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 975. Sulla *contract governance* si vedano in particolare S. GRUNDMANN, F. MÖSLEIN, K. RIESENHUBER (eds.), *Contract Governance. Dimensions*

Si vuol dire che nel *project financing* – e, *amplius*, nelle operazioni affini – vi è una peculiare attenzione al governo attraverso il contratto del momento patologico del rapporto, secondo un paradigma irriducibile, per i motivi che si sono detti, alla rinegoziazione e che, d'altro canto, vede sostanzialmente re-gredire il ruolo dell'autorità giudiziaria come auspicato centro di riferimento per la risoluzione di controversie⁸⁸.

Ciò è dovuto, ad opinione di chi scrive, alla convergenza di una varietà di motivi tra loro distinti e che necessiterebbero di ben altro approfondimento rispetto a quello che se ne può dare nelle poche righe che seguono.

Ad ogni modo, si può rintracciare un primo fattore che induce l'ente finanziatore a soppesare con cautela l'opzione per il rimedio ablativo nella posizione piuttosto uniforme della giurisprudenza (e della dottrina) secondo cui il dovere di correttezza e buona fede, avendo portata di carattere generale, grava sulla banca anche nei casi in cui le parti nel contratto bancario hanno tipizzato i casi di giusta causa che legittimano la stessa al recesso immediato⁸⁹.

Il controllo sull'autonomia privata – ed ecco dunque il ruolo che la buona fede oggettiva continua inevitabilmente a giocare nell'articolazione contrattuale della finanza di progetto – deve appurare che non si palesi una reazione sproporzionata “rispetto a quanto in concreto accaduto e rispetto al contemperamento degli interessi sottostante”. Certamente tale controllo deve sempre tenere in debito conto la natura dell'operazione e, dunque, l'apporto in leva finanziaria e la circostanza che il finanziato sia una società veicolo. Tuttavia,

in Law and Interdisciplinary Research, Oxford University Press, Oxford, 2015; F. MÖSLEIN, K. RIESENHUBER, *Contract Governance – A Draft Research Agenda*, in *ERLC*, 2009, p. 248 ss. Per una prospettiva teorica sulla funzione del contratto come strumento di pianificazione di attività complesse, v. C. BRIDGEMAN, *Contracts as plans*, in *University of Illinois Law Review*, No. 2 (2009), 341-402. Di recente, se ne è occupata F. BARTOLINI, *Strutture contrattuali complesse. Problemi della trilateralità nei contratti di finanziamento*, Napoli, 2019, pp. 11-14 e p. 225 e ss. Il discorso dell'A. enfatizza il ruolo della *governance* attraverso il contratto quale strumento di gestione di relazioni complesse (ragionamento riferito, nel caso di specie, prevalentemente ai contratti di *leasing* e quindi, *a fortiori*, suscettibile di esser astrattamente replicato, con alcune precisazioni per la verità, per operazioni di ancora superiore complessità come i *project financing*) e, giustamente, ne coglie la connessione con la lettura unitaria dell'operazione nell'ottica delle causa concreta così valorizzando “l'aspetto strutturale unitario, coordinato con una dimensione funzionale espressa in una pluralità di contratti”. Non è, tuttavia, in questa prospettiva che si intende – nel presente testo – accennare alla *contract governance*.

⁸⁸ Con ciò non si vuol dire che le parti preferiscano il ricorso a composizioni stragiudiziali delle controversie tramite arbitrati internazionali. Al contrario, almeno per quanto è dato osservare limitatamente ai *facilities agreement* conclusi nel nostro Paese, al netto dell'accenno alla facoltà di adire l'*Arbitro Bancario Finanziario*, è riconosciuta la giurisdizione del tribunale ordinario (con preferenza per il foro di Milano).

⁸⁹ Cfr., *ex multis*, Cass. civ., 2 aprile 2005, n. 6923, disponibile su www.dejure.it; v. anche ABF, Decisione n. 11497 del 21 settembre 2017, Collegio di Roma, per cui “L'obbligo di salvaguardia delle ragioni e dell'interesse della controparte, oggi riconosciuto anche alla stregua di esigenze di tutela ispirate al principio di solidarietà sociale di cui all'art. 2 Cost., legittima l'esercizio di un controllo sul contenuto del contratto, fungendo esso da limite dell'autonomia privata”.

esso costituisce un elemento di ponderazione per il finanziatore rispetto al comportamento da tenere⁹⁰.

Un secondo aspetto, probabilmente trascurato, attiene alla disciplina prudenziale comunitaria in materia di requisiti prudenziali degli enti creditizi⁹¹.

Nell'ambito del complesso di regole sulla valutazione del rischio di credito, è previsto un obbligo per gli enti creditizi di gestire con efficacia i crediti problematici, nonché di operare rettifiche di valore e accantonamenti adeguati su tali esposizioni⁹².

In particolare, gli enti creditizi sono chiamati a un giudizio prognostico sull'adempimento dell'obbligazione da parte del debitore e, laddove l'esposizione venga classificata come *non-performing*, l'ente creditizio è tenuto a incrementare gli accantonamenti prudenziali mediante deduzioni dai fondi propri nell'ambito del patrimonio di vigilanza, sulla base di precise tempistiche (c.d. "*calendar provisioning*")⁹³.

La classificazione delle esposizioni è una responsabilità dell'ente creditizio, che deve attenersi alle indicazioni normative/regolamentari⁹⁴ e alle aspettative di vigilanza delle Autorità competenti, che includono tra gli indicatori di *default* anche l'ipotesi in cui il prestito sia stato "accelerato o richiamato"⁹⁵

Ne consegue che una richiesta di rimborso anticipato del finanziamento da parte dell'ente creditore obbligherebbe quest'ultimo a classificare l'esposizione creditoria come *non-performing* e a procedere a rettifiche contabili e ulteriori accantonamenti prudenziali mediante deduzioni dai fondi propri. In tal senso, la disciplina sui requisiti prudenziali impone di fatto agli istituti di credito di soppesare attentamente ogni richiesta di rimborso anticipato del finanziamento.

⁹⁰ Gli istituti di credito sono infatti ben consci dell'indirizzo descritto e ne fanno elemento di riflessione.

⁹¹ In particolare, il Regolamento (UE) n. 575/2013 Del Parlamento Europeo del Consiglio del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (cd. "CRR") e il Regolamento (UE) 2019/876 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il regolamento (UE) n. 648/2012 (cd. "CRR II").

⁹² Vedi art. 79, lett. b) e c), del CRDIV.

⁹³ Vedi art. 47 *quater* del CRR da ultimo introdotto con Regolamento 2019/63.

⁹⁴ Maggiormente precisati con la Comunicazione di Banca d'Italia del 26 giugno 2019, in attuazione al Regolamento delegato UE 171/2018 della Commissione Europea del 19 ottobre 2017 relativo alla soglia di rilevanza delle obbligazioni creditizie in arretrato, dagli Orientamenti dell'EBA sull'applicazione della definizione di *default* ai sensi dell'articolo 178 del Regolamento (UE) n. 575/2013 (EBA/GL/2016/07) e dalla Circolare 272 di Banca d'Italia (matrice dei conti) che recepisce le menzionate linee guida EBA.

⁹⁵ Quindi ne sia chiesto il rimborso anticipato, come indicato dalle Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL) della BCE del marzo 2017. Si precisa che le Linee guida in parola costituiscono mere "aspettative di vigilanza" e non hanno natura giuridicamente vincolante.

Vi è poi una sfiducia di massima delle istituzioni bancarie verso la capacità del giudice di ricostruire adeguatamente l'assetto contrattuale complessivo dell'operazione, di comprenderne gli le direttrici fondamentali e la razionalità economico-giuridica che la regge.

Si teme, dunque, la non prevedibilità delle decisioni che un'autorità giudiziaria con scarsa dimestichezza può produrre. Pertanto, si tende a mitigare il rischio di contenziosi arbitrari promossi dalla società finanziata (di cui non è possibile controllare gli esiti) attraverso almeno una fase iniziale di gestione del momento patologico, prima di promuovere per la risoluzione o il recesso dal contratto di finanziamento.

Infine, la *contract governance* è anche favorita dalla posizione di forza in cui si viene a trovare il finanziatore a fronte dell'occorrere del *relevant event*.

Si è visto infatti che l'istituto di credito può da un lato sciogliersi dal contratto di finanziamento e dall'altro, in qualità di creditore pignoratizio dei conti correnti della società veicolo, può impedire qualsiasi distribuzione di utili in forma di dividendi allo *sponsor*.

Ottiene così un duplice risultato: la garanzia di una minima consistenza del patrimonio del finanziato in vista del processo di gestione negoziale dell'indempimento e un utile mezzo di pressione sulla società finanziata per mitigare il rischio di comportamenti opportunistici e incoraggiarne un atteggiamento più accondiscendente verso le soluzioni proposte.

Abstract [Ita]

Le teorie sull'obbligo di rinegoziazione, le quali indubbiamente hanno ritrovato rinnovato vigore in conseguenza della crisi pandemica e che sembrano comunque porsi in linea con l'evoluzione del diritto privato europeo, tendono a promuovere un modello di contratto di durata – articolato su una più o meno incisiva relazionalità – che rischia di presentarsi come eccessivamente monodimensionale. L'Autore, traendo spunto dallo studio delle operazioni finanziarie complesse in cui è fatto impiego del principio della leva finanziaria, prova a fare emergere l'esistenza di modelli di *governance through contract*, i quali, pur inseriti in negozi di durata, sono irriducibili ai paradigmi della relazionalità e degli obblighi rinegoziativi, dando vita a un predeterminato assetto di gestione delle sopravvenienze di cui deve essere riconosciuta la meritevolezza.

Parole chiave: rinegoziazione; sopravvenienze; leva finanziaria; *default events*; proporzionalità.

Abstract [Eng]

The theories on the duty to renegotiate, which have undoubtedly regained renewed vigour as a result of the pandemic crisis and which, in any case, seem to be in line with the evolution of European private law, tend to promote a model of non-discrete contract – articulated on a more or less incisive relationality – which is likely to be perceived as an excessively one-dimensional. The Author, basing his analysis from the study of financing transactions in which the principle of leverage is used, tries to bring out the existence of governance through contract models which, even though included in long-term agreements, are irreducible to the paradigms of relationality and renegotiation, since they give rise to a structure of predetermined contingency management whose legitimacy must be recognised.

Keywords: renegotiation; unforeseen circumstances; leverage; default events; proportionality.