



Pirelli & C. S.p.A.

**Sede in Milano Viale Piero e Alberto Pirelli n. 25
Capitale sociale euro 1.345.380.534,66
Registro delle Imprese di Milano n. 00860340157
Repertorio Economico Amministrativo n. 1055**

Integrazione al Documento informativo

Il presente documento è stato predisposto su richiesta della Consob, formulata ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF, comunicata in data 9 maggio 2013 e costituisce parte integrante del Documento Informativo redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento approvato dalla Consob con Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010 e dell'art. 18 della procedura per le operazioni con parti correlate adottata dalla Società con delibera del Consiglio di Amministrazione del 3 novembre 2010, relativo alla partecipazione di Pirelli & C. S.p.A. all'operazione volta al rafforzamento patrimoniale, al riequilibrio finanziario e al rilancio delle attività industriali di Prelios S.p.A. tramite una ricapitalizzazione della stessa e la rimodulazione del suo indebitamento finanziario complessivo.

Il presente documento informativo è messo a disposizione del pubblico presso la sede legale di Pirelli & C. S.p.A. in Milano, Viale Piero e Alberto Pirelli n. 25 e sul sito internet di Pirelli & C. S.p.A. www.pirelli.com nonché presso Borsa Italiana S.p.A. (Milano, Piazza degli Affari n. 6).

13 MAGGIO 2013

La presente integrazione al Documento Informativo (“**Integrazione**”) è stata predisposta, resa disponibile all’Assemblea degli Azionisti della Società tenutasi in data 13 maggio 2013, e pubblicata dalla Società su richiesta della Consob, formulata ai sensi dell’art. 114, comma 5, del TUF, comunicata alla Società con lettera del 9 maggio 2013, con la quale la Consob ha chiesto al Comitato OPC di pubblicare ulteriori informazioni in merito all’Operazione.

I termini con la lettera maiuscola non espressamente definiti nell’Integrazione hanno il significato ad essi attribuito nel Documento Informativo pubblicato da Pirelli & C. in data 3 aprile 2013.

Di seguito vengono riportati le richieste di chiarimenti formulate dalla Consob e le relative risposte.

- 1. Chiarimenti sulle motivazioni per le quali il Comitato OPC ha valutato, come confermato dall’esperto incaricato Barclays che ad esito dell’Operazione “*la posizione di Pirelli & C. rispetto alle Banche Finanziatrici sia ragionevolmente comparabile alla posizione di Pirelli & C. come concedente la Terza Linea di Credito rispetto a quella delle Banche Finanziatrici come concedenti il Nuovo Finanziamento Club Deal*”, tenuto altresì conto della circostanza che l’Operazione prevede la conversione del credito finanziario di Pirelli parte in azioni di Prelios e parte nello strumento Convertendo.**

Preliminarmente va ricordato che, in assenza dell’Operazione, il credito di Pirelli & C. verso Prelios sarebbe soggetto sia a elementi di postergazione nei confronti delle Banche Finanziatrici sia a un rischio di postergazione legale.

In particolare, in virtù della disciplina contrattuale dei rispettivi finanziamenti e dell’accordo inter-creditorio del 28 dicembre 2011, il rimborso del credito Pirelli & C. ai sensi della Terza Linea di Credito sarebbe, anche in uno scenario ordinario, temporalmente postergato al rimborso del credito delle Banche Finanziatrici ai sensi del Nuovo Finanziamento Club Deal per effetto della diversa data di scadenza contrattualmente stabilita (31 dicembre 2014 per il credito delle Banche Finanziatrici e 31 luglio 2017 per il credito di Pirelli & C., salvo recesso di Pirelli & C. esercitabile comunque dopo l’integrale rimborso del credito delle Banche Finanziatrici). Inoltre, sempre per effetto degli impegni contenuti nell’accordo inter-creditorio, Pirelli & C. non avrebbe diritto di esercitare nei confronti di Prelios alcun rimedio contrattuale prima della data di rimborso del finanziamento concesso dalle Banche Finanziatrici, se non nei casi in cui le stesse Banche Finanziatrici avessero esercitato rimedi contrattuali volti a far valere l’inadempimento di Prelios per violazioni degli obblighi di pagamento o degli impegni di natura finanziaria, ovvero nel caso di mancato rimborso a scadenza (31 luglio 2017) del credito di Pirelli & C..

Inoltre, indipendentemente dagli elementi di postergazione contenuti all’accordo inter-creditorio e dal grado di efficacia degli stessi anche in un’eventuale procedura concorsuale di Prelios, in base ad un’analisi giuridica circa l’origine e l’evoluzione del credito di Pirelli & C., è stato rilevato un rischio significativo che il credito di Pirelli & C. possa essere ritenuto soggetto al regime di postergazione legale di cui agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* cod. civ. (v. *infra* § punto 3, nonché il parere legale di cui all’allegato *sub* 1 al presente documento).

Tali elementi di postergazione (volontaria e legale) del credito di Pirelli & C. spiegano perché, nell'ambito delle negoziazioni con le Banche Finanziatrici, Pirelli & C. si sia trovata nella posizione di aderire a una rimodulazione del proprio credito tramite conversione in Azioni Prelios e nel Convertendo. Sotto questo profilo, infatti, nell'ambito dell'Operazione, la posizione di Pirelli & C. rispetto alle Banche Finanziatrici risulta coerente e comparabile con la posizione che Pirelli & C. aveva nei rapporti inter-creditori originari con le Banche Finanziatrici stesse. Nonostante tali considerazioni in merito alla postergazione del credito di Pirelli & C., peraltro, come sarà indicato successivamente (v. *infra* § punto 2), va sottolineato che l'Operazione offre, in caso di raggiungimento degli obiettivi del Piano Strategico di Prelios, prospettive di recuperare integralmente il valore del credito di Pirelli verso Prelios e i mezzi finanziari apportati nell'ambito dell'Operazione, garantendo a Pirelli & C. un valore percentuale di recupero del proprio credito che è sostanzialmente analogo a quello delle Banche Finanziatrici.

2. Maggiori informazioni sull'esame, effettuato anche con l'ausilio dell'esperto Indipendente Barclays, degli scenari migliorativi e peggiorativi rispetto al Piano Strategico di Prelios e dei conseguenti effetti sul valore di recupero del credito Pirelli.

L'esame è stato fondato sul valore teorico di recupero del credito originario Pirelli & C., così come rimodulato per effetto dell'accordo con Prelios e tenendo conto dell'apporto di nuovi mezzi finanziari, in funzione di una simulazione del valore d'impresa di Prelios alla data del 31 dicembre 2016, che coincide con il termine del periodo esplicito di proiezioni del Piano Strategico di Prelios.

La simulazione del valore di impresa di Prelios è stata effettuata identificando le due principali componenti di valore:

- la piattaforma di *asset* management e servizi, il cui valore è stato simulato attribuendo un moltiplicatore all'EBIT atteso per l'anno 2016;
- il capitale investito netto degli attivi immobiliari ("CIN"), il cui valore è stato assunto pari a quello derivante dal Piano Strategico di Prelios.

Il valore di impresa così simulato è stato successivamente attribuito ai prestatori di capitale proprio e di terzi, in funzione degli accordi tra Feidos e Prelios, così come risultanti dagli accordi sottoscritti tra le parti e delle posizioni negoziali tra i creditori finanziari di Prelios alla data in cui il Comitato OPC si è riunito per formulare il proprio parere sull'Operazione. Il valore così ottenuto per ciascuno dei creditori finanziari di Prelios è stato, infine, rapportato in termini percentuali alla somma tra: i) il valore nominale del credito atteso al 31 dicembre 2012 (comprensivo degli interessi accumulati e non corrisposti) e ii) i mezzi finanziari di nuovo apporto. Sulla base di un confronto tra i rapporti percentuali risultanti per Pirelli & C. e per le Banche Finanziatrici, il Comitato è giunto alla conclusione che l'Operazione garantisce a Pirelli & C. un valore percentuale di recupero del proprio credito finanziario originario sostanzialmente analogo a quello delle Banche Finanziatrici in caso di raggiungimento degli obiettivi fissati nel Piano Strategico di Prelios.

In ragione della dipendenza del valore teorico di recupero del credito Pirelli & C. dal valore del CIN, il Comitato ha esaminato un'analisi di sensitività del valore di recupero del credito, in ipotesi di scenari migliorativi e peggiorativi rispetto a quello risultante dall'applicazione del Piano Strategico di Prelios. Tale analisi è stata effettuata applicando dapprima un

intervallo di premi e sconti percentuali al valore di riferimento degli attivi immobiliari dei veicoli di investimento e dei fondi immobiliari partecipati da Prelios e ricalcolando successivamente il valore del capitale investito di competenza di Prelios, al netto del debito finanziario in tali veicoli e fondi.

Come già riportato nel parere del Comitato OPC pubblicato in allegato al Documento Informativo del 3 aprile 2013, si rileva che il valore teorico di recupero del credito Pirelli & C. risulta più esposto all'incertezza del mercato immobiliare rispetto a quello delle Banche Finanziatrici; di conseguenza, a valorizzazioni del CIN di Prelios inferiori rispetto al valore del Piano Strategico di Prelios, corrisponde un progressivo minor valore teorico di recupero del credito per Pirelli & C. rispetto alle Banche Finanziatrici. Peraltro, tale circostanza risulta in linea con la posizione relativa di Pirelli & C. rispetto alle Banche Finanziatrici, in ragione degli impegni contrattuali assunti da Pirelli & C. nei confronti delle Banche Finanziatrici che configurano una situazione di postergazione di Pirelli & C. rispetto alle medesime (v. *supra* §1).

A fini illustrativi, la seguente tabella riporta il valore percentuale di recupero del credito Pirelli & C. (comprensivo degli interessi accumulati e non corrisposti e dei mezzi finanziari di nuovo apporto) confrontato con quello delle Banche Finanziatrici, sia per il caso di raggiungimento degli obiettivi fissati nel Piano Strategico di Prelios, sia per scenari migliorativi o peggiorativi rispetto allo stesso Piano Strategico.

	Scenario Peggiorativo	Raggiungimento del Piano	Scenario Migliorativo
Premio / sconto su valore attivi immobiliari	-10%	0%	10%
Premio / sconto implicito su CIN	-33%	0%	33%
Valore di recupero % per Pirelli & C.	80%	111%	133%
Valore di recupero % per Banche Finanziatrici	94%	110%	128%

3. Maggiori informazioni sulla valutazione effettuata, anche con l'ausilio dell'esperto legale, in merito alla recuperabilità del credito sia in relazione all'ipotesi di non dare luogo ad alcuna operazione di rimodulazione dell'indebitamento finanziario di Prelios sia in relazione all'ipotesi di una eventuale procedura concorsuale.

L'analisi delle stime di recuperabilità del credito di Pirelli & C. verso Prelios negli scenari alternativi all'esecuzione dell'Operazione dimostra che, tenuto conto delle difficoltà economiche, patrimoniali e finanziarie in cui versa Prelios, il perfezionamento dell'Operazione e l'adesione di Pirelli & C. risultano essenziali per consentire a Pirelli & C. di massimizzare il valore del proprio credito verso Prelios.

Posto che le Banche Finanziatrici non avrebbero dato corso all'Operazione senza la partecipazione di Pirelli & C. quale creditore finanziario rilevante di Prelios e che l'Operazione è il risultato di un processo di negoziazione con Prelios, le Banche Finanziatrici e Feidos, avviato sin a partire dal luglio 2012 all'esito di una gara competitiva promossa dalla stessa Prelios per la ricerca di un *partner* industriale, va precisato che, se non fosse stata attuata alcuna rimodulazione dell'indebitamento finanziario di Prelios (comprensivo del credito vantato da Pirelli & C.) a livelli sostenibili, come contemplato dall'Operazione, non vi sarebbe stata in concreto la possibilità di perseguire alcun'altra operazione straordinaria per il riequilibrio patrimoniale e finanziario di Prelios. In tale scenario, pertanto, sarebbero venuti immediatamente meno i presupposti di continuità aziendale di Prelios, con le inevitabili conseguenze in termini di insolvenza di Prelios e ricorrenza dei presupposti per l'avvio di una procedura concorsuale. Ciò è stato più volte dichiarato dalla stessa Prelios nella sua documentazione societaria. Si consideri, in particolare, la relazione del consiglio di amministrazione all'approvazione del progetto di bilancio al 31 dicembre 2012 (che ha evidenziato un risultato netto civilistico negativo per 214,7 milioni, con riduzione del patrimonio netto a 4,6 milioni di euro rispetto a euro 218,7 milioni al 31 dicembre 2011), ove è stato ribadito come l'avvio e il buon esito dell'Operazione abbia costituito un presupposto essenziale ai fini del giudizio di continuità aziendale delle attività di Prelios ⁽¹⁾. Tale giudizio è stato da ultimo confermato dal consiglio di amministrazione di Prelios anche nel Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2013².

Considerando, quindi, l'ipotesi di insolvenza di Prelios ed effettuando le valutazioni del credito di Pirelli & C. in un ipotetico contesto di procedura concorsuale, appare evidente che le aspettative di recuperabilità del credito sarebbero gravemente pregiudicate da tale scenario in termini, sia di tempi, sia di percentuali di realizzazione.

Inoltre, in base ad un'analisi giuridica circa l'origine e l'evoluzione del credito di Pirelli & C. svolta nel parere qui allegato (allegato sub 1 al presente documento), è stato rilevato un rischio significativo che il credito finanziario ad oggi vantato da Pirelli & C. nei confronti di Prelios possa essere considerato soggetto al regime di postergazione legale di cui agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* cod. civ., in quanto derivante, tramite vari atti di rinnovo e modifica, da un finanziamento concesso prima dell'operazione di separazione delle attività immobiliari da quelle nel settore dei pneumatici (conclusa nell'ottobre del 2010), quando ancora Pirelli & C. era socio di controllo ed esercitava direzione e coordinamento nei confronti di Pirelli RE

¹ ("Il Consiglio di Amministrazione ritiene, pur nelle incertezze del quadro rappresentato, che le azioni poste in essere e in corso di attuazione, siano tali da consentire al Gruppo Prelios di operare in una situazione di continuità aziendale, grazie al previsto rafforzamento patrimoniale della Società, all'immissione di nuove risorse finanziarie e alla prevista rimodulazione dei termini relativi ai finanziamenti esistenti, come precedentemente descritto, fornendo alla stessa – in una prospettiva evolutiva del contesto economico e di mercato – nuove prospettive di crescita e sviluppo, nei termini previsti dalla complessiva operazione straordinaria e dal term sheet relativo agli accordi di ristrutturazione definitivi, da ultimo approvato dai soggetti finanziatori che hanno confermato la conclusione dei loro iter deliberativi. Tali assunzioni rappresentano, pertanto, l'elemento in base al quale è stato adottato il presupposto della continuità aziendale nella redazione della presente Relazione Finanziaria Annuale").

² In tale occasione è stato ribadito che "il perfezionamento e l'esecuzione della prospettata Operazione rappresentano la condizione per consentire al Gruppo Prelios di operare in una situazione di continuità aziendale" e che l'Operazione appare peraltro, idonea "ad integrare anche gli opportuni provvedimenti da adottare ai sensi dell'art. 2446 cod. civ. – a seguito dei risultati rilevati al 30 giugno 2012 e successivamente confermati alla data del 30 settembre 2012, che hanno fatto emergere una perdita superiore al terzo del capitale sociale – oggetto, come noto, di rinvio da parte dell'Assemblea degli Azionisti in data 18 dicembre 2012 e dovrebbero consentire, oltre al rafforzamento patrimoniale di Prelios, il riequilibrio della struttura finanziaria complessiva della Società e del Gruppo Prelios, nonché, in una prospettiva evolutiva di contesto economico e di mercato, il rilancio delle prospettive di sviluppo industriale della Società e del Gruppo Prelios".

(oggi Prelios). Sotto questo profilo è evidente che, in caso di postergazione legale, ogni recuperabilità del credito di Pirelli & C. in un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios sarebbe sostanzialmente compromessa.

4. Chiarimenti sulle motivazioni per le quali è stato riportato nel parere che l'Operazione "garantisce a Pirelli un valore percentuale di recupero del proprio credito finanziario originario sostanzialmente analogo a quello delle Banche Finanziatrici ..."

Si rinvia in proposito a quanto già chiarito al punto 2 che precede.

5. Le motivazioni per le quali le relazioni intrattenute dall'esperto Barclays con Pirelli, Prelios, Feidos e le banche finanziatrici sono state considerate irrilevanti ai fini del giudizio sull'indipendenza dell'esperto da parte del Comitato OPC, come richiesto dal Regolamento OPC, Allegato 4, par. 2.4.

Si precisa che alla data di conferimento dell'incarico e per l'intera durata dello stesso, a quanto ci risulta, Barclays non ha (e continua ad oggi a non avere) alcun rapporto di *advisory* o di altro tipo né con Feidos né con Prelios.

Operando in Italia come banca commerciale e svolgendo attività di *Corporate Investment Banking*, Barclays intrattiene con le Banche Finanziatrici normali relazioni finanziarie che rientrano nell'operatività tipica e ordinaria del sistema bancario.

Alla data di conferimento dell'incarico a Barclays da parte del Comitato OPC e per tutto il periodo sino ad oggi, Barclays non ha intrattenuto né intrattiene relazioni economiche rilevanti con Pirelli & C.. Le uniche relazioni economiche tra Barclays e Pirelli & C. in tale periodo rientrano nei normali rapporti che Pirelli & C. intrattiene nell'ambito della sua attività ordinaria con le principali banche mondiali.

L'ultima operazione rilevante svolta da Pirelli & C. con *Barclays*, in qualità di *joint bookrunner* (unitamente ad altre quattro banche), è risalente al febbraio 2011 e riguarda l'emissione del prestito obbligazionario da 500 milioni di euro emesso da Pirelli & C.

Si segnala inoltre che il corrispettivo definito per l'assistenza di Barclays al Comitato OPC è stato determinato in misura fissa in nessun modo legata al buon esito dell'Operazione.

* * *

Le risposte alle richieste di chiarimenti formulate dalla Consob ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF sono state predisposte dal Comitato OPC, approvate nella riunione del Comitato OPC del 13 maggio 2013 e rese disponibili alla Società per la pubblicazione dell'Integrazione al Documento Informativo e la messa a disposizione dell'Assemblea degli Azionisti del 13 maggio 2013, così come richiesto dalla Consob.

LOMBARDI MOLINARI E ASSOCIATI
STUDIO LEGALE

AVV. GIUSEPPE LOMBARDI	AVV. PAOLO BARBANTI SILVA	AVV. CARLA CONDORELLI	DOTT. EMMA BERDINI
AVV. UGO MOLINARI	AVV. ANDREA BAZZIGALUPPI	AVV. GIOVANNI CUCCHIARATO	DOTT. GIACOMO BERTONE
AVV. MANUELA SOLIGO	AVV. FEDERICO BONETTI	AVV. ELISABETTA FARAONI	DOTT. CRISTINA BIANCHI
AVV. CARLA MAMBRETTI	AVV. ELENA CANNAZZA	AVV. CRISTIAN FISCHETTI	DOTT. FRANCESCO CAPPELLO
AVV. JOHANNES KARNER	AVV. PROF. ZENO CRESPI REGHIZZI	AVV. JACOPO GARONNA	DOTT. FLAVIA CARMINA
AVV. ALESSANDRO DE BOTTON	AVV. ALBERTO DEASTI	AVV. MARIA ANTONIETTA GOFFREDO	DOTT. ROBERTA DELLA VECCHIA
AVV. PROF. LOTARIO DITTRICH	AVV. LAURA FIORELISI	AVV. FILIPPO ISACCO	DOTT. PIETRO FERRETTI
AVV. MAURO PISAPIA	AVV. MARA FITTIPALDI	AVV. CHIARA MANCINI	DOTT. FRANCESCA FLEMAC
AVV. NICCOLÒ BACCETTI	AVV. ALESSANDRO FONTANA	AVV. MARIO MICCICHÈ	DOTT. PIETRO FOGARI
AVV. PROF. PIERDANILO BELTRAMI	AVV. CRISTINA GRASSI	AVV. MARCELLO MIGLIACCIO	DOTT. ALESSANDRO GUARINO
AVV. RENATO BOCCA	AVV. MARCO ANDREA LAVIANO	AVV. PIERANTONIO MUSSO	DOTT. ELENA MARTIGNONI
AVV. MARINELLA CIACCIO	AVV. MARIA MILANO	AVV. NICOLA NACCARI	DOTT. GIOVANNI ROSANIO
AVV. DANIELE COLICCHIO	AVV. BEATRICE NERI	AVV. SILVESTRO NASTURZIO	DOTT. PIETRO RUGGERI
AVV. DANIELE COLICCHIO	AVV. CHRISTIAN PATELMO	AVV. MIRKO NAVA	DOTT. LUCA TORRETTA
AVV. ROBERTO CROSTI	AVV. LUIGI PONTRELLI	AVV. ALBERTO NURZIA	
AVV. MARCO DELLI NOCI	AVV. FILIPPO ROSSI	AVV. FEDERICO PASSAMONTI	
AVV. DAVID FONTANA	AVV. FRANCESCA TREMOLADA	AVV. EUGENIO PIZZETTI	
AVV. MAURIZIO FRASCHINI	AVV. ENRICO TROIANIELLO	AVV. LUCIA PROFUMO	OF COUNSEL:
AVV. STEFANO NANNI COSTA	AVV. BRUNO VISENTINI	AVV. GIULIO ROSSETTO	
AVV. ALESSANDRO SALVADOR	AVV. MARCO BERGAMASCHI	AVV. STEFANIA ROSSINI	MAFFEI ALBERTI STUDIO LEGALE
AVV. MARGHERITA SANTOIEEMMA	AVV. CHIARA BIELLA	AVV. PATRIZIA SANGALLI	BOLOGNA 40121 – VIA GALLIERA, 39
AVV. FEDERICO SCARLATO	AVV. VALENTINA BONOMO	AVV. FRANCESCO SCHIANO DI COLA	
AVV. DARIO SPINELLA	AVV. FRANCESCO BUOSO	AVV. VINCENZO STANCANELLI	AVV. ALBERTO CROZE
AVV. LUCA TAVERNA	AVV. ELISABETTA CARRADORI		
AVV. LAZARE VITTONI	AVV. GUIDO CAVALIERE		

Milano, lì 22 gennaio 2013

Spettabile
Pirelli & C. S.p.A.,
Viale Piero e Alberto Pirelli n. 25
20126 Milano

**alla c.a. del Direttore Amministrazione e
Finanza Dott. Francesco Tanzi**

Via corriere
anticipata via email a Francesco.Tanzi@pirelli.com

Oggetto: Parere sulla disciplina legale e convenzionale del credito di Pirelli & C. S.p.A. nei confronti di Prelios S.p.A. oggetto del contratto di finanziamento del 28 dicembre 2011.

Egregi Signori,

facciamo seguito alla Vostra cortese richiesta di un nostro parere sulla disciplina legale e convenzionale del credito che Pirelli & C. S.p.A. (“**Pirelli**”) vanta nei confronti di Prelios S.p.A. (“**Prelios**”) per circa complessivi €173,5 mln (di cui €160 mln a titolo di

capitale e circa €13,5 mln per interessi al 31 dicembre 2012) in base, da ultimo, al contratto di finanziamento concluso tra Pirelli e Prelios in data 28 dicembre 2011.

In particolare ci si chiede di esprimere il nostro parere sui seguenti quesiti:

- a) *«se il credito finanziario ad oggi vantato da Pirelli nei confronti di Prelios in virtù, da ultimo, del contratto di finanziamento del 28 dicembre 2011, sia o non sia soggetto, in via diretta o analogica, al regime di postergazione legale dei finanziamenti anomali dei soci di cui agli artt. 2467 e 2497-quinquies cod. civ.»;*
- b) *«se, a prescindere dalla risposta al quesito a), sia ravvisabile una postergazione convenzionale con riguardo alla clausola contenuta nell'articolo 3 dell'accordo inter-creditorio sottoscritto tra le banche creditrici di Prelios e Pirelli in data 28 dicembre 2011 e quali effetti possano essere ricondotti a una tale clausola nell'ipotesi in cui Prelios dovesse essere ammessa a una procedura concorsuale.»*

Come ci è stato spiegato, tale parere ci viene richiesto in relazione alle negoziazioni di un'operazione di rafforzamento patrimoniale e ristrutturazione dell'indebitamento finanziario di Prelios collegata all'ingresso di un nuovo socio, con particolare riguardo alla definizione di nuovi accordi con le banche creditrici della medesima società.

**** **** ****

SOMMARIO: Parte I. Executive Summary. – 1. Con riferimento al quesito sub a). – 1.1. La concessione della Prima Linea di Credito, la sua rinnovazione nel periodo 2008-2009 e l'aumento di capitale di Pirelli RE. – 1.2. La Seconda Linea di Credito di Pirelli e l'operazione di separazione. 1.3. La Terza Linea di Credito di Pirelli, la mancata soddisfazione dei covenant finanziari assunti da Prelios e le trattative per un'operazione di ristrutturazione del debito di Prelios. – 2. Con riferimento al quesito sub b). – 3. Conclusioni. – Parte II. Parere – 1. Le circostanze in cui è sorto ed è stato successivamente rifinanziato il credito di Pirelli verso Prelios. – 2. Documentazione esaminata. – 3. Premessa. L'ambito di applicazione del regime di postergazione legale dei finanziamenti anomali dei soci. – 3.1 Il presupposto oggettivo della postergazione legale. Lo squilibrio patrimoniale o finanziario della società finanziata. – 3.2 L'ambito soggettivo di applicazione della postergazione legale nei diversi tipi societari e nei gruppi di società. – 4. La concessione della Prima Linea di Credito, le sue rinnovazioni nel periodo 2008-2009 e l'Aumento di Capitale. – 4.1 La concessione della Prima Linea di Credito nel novembre del 2007. – 4.2 Gli atti di modificazione e rinnovazione della Prima Linea di Credito nel novembre del 2008 e nel novembre del 2009. – 4.3 Gli effetti dell'Aumento di Capitale. – 5. La Seconda Linea di Credito e l'Operazione di Separazione. – 6. La Terza Linea di Credito, la mancata soddisfazione dei covenant finanziari assunti da Prelios e le trattative per l'operazione di Ristrutturazione del Debito di Prelios. – 7. La clausola di cui all'art. 3 dell'Accordo Inter-creditorio. – 8. Risposte ai quesiti e conclusioni. – 8.1 Sul quesito sub a). – 8.2 Sul quesito sub b). – 8.3 Conclusioni.

**** **** ****

Parte I

EXECUTIVE SUMMARY

1. Con riferimento al quesito sub a).

A nostro parere, sussiste un rischio significativo che il credito finanziario ad oggi vantato da Pirelli nei confronti di Prelios in virtù, da ultimo, del contratto di finanziamento del 28 dicembre 2011, possa essere considerato soggetto al regime di postergazione legale di cui agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* cod. civ.

Il grado di materialità di tale rischio dipende dalla effettiva configurabilità di uno stato di squilibrio patrimoniale o finanziario di Pirelli & C. Real Estate S.p.A. (“**Pirelli RE**”)/Prelios ai sensi dell’art. 2467, comma 2, cod. civ. alle date qui di seguito indicate come rilevanti.

Il giudizio su tale squilibrio deve essere svolto in concreto alla stregua di una valutazione oggettiva che guarda al «*tipo di attività esercitata dalla società*» (art. 2467, comma 2, cod. civ.) e ai parametri di mercato, secondo un apprezzamento che deve essere effettuato da un esperto in base alle regole tecniche elaborate dalle scienze economico-aziendali.

Il rischio di postergazione legale del credito finanziario di Pirelli nei confronti di Prelios sarebbe destinato ad aumentare in modo significativo nel caso in cui le attuali negoziazioni relative a un’operazione di ristrutturazione del debito di Prelios non dovessero avere un buon esito e la stessa Prelios dovesse essere ammessa a una procedura concorsuale.

In estrema sintesi, e rinviando per un più ampio approfondimento al prosieguo del presente parere, le conclusioni raggiunte sono motivate da un’analisi delle circostanze in cui è sorto ed è stato successivamente rinnovato il finanziamento concesso da Pirelli a Pirelli RE/Prelios.

1.1 La concessione della Prima Linea di Credito, la sua rinnovazione nel periodo 2008-2009 e l’aumento di capitale di Pirelli RE.

A) Il 25 ottobre 2007 Pirelli ha concesso una prima linea di credito *revolving* nei confronti di Pirelli RE per massimi 750 mln, con tasso di interessi Euribor + 0,30% e durata 18 mesi (la “**Prima Linea di Credito**”). A tale data, Pirelli, per quanto dichiarasse di non esercitare direzione e coordinamento nei confronti di Pirelli RE, possedeva una partecipazione di controllo nella medesima società pari al 53,5% del capitale sociale. Sul piano soggettivo, pertanto, alla data del finanziamento, erano configurabili circostanze tali da giustificare l’applicazione dell’orientamento prevalente che tende a estendere la postergazione legale ai finanziamenti anomali concessi dai c.d. soci imprenditori alle s.p.a. che non sono soggette a direzione e coordinamento. Ciò nella misura in cui sia possibile dimostrare che, alla data di concessione di tale finanziamento (25 ottobre 2007): (a) Pirelli RE si trovasse effettivamente in condizioni di squilibrio patrimoniale e finanziario rilevanti ai sensi dell’art. 2467, comma 2, cod. civ.; e (b) Pirelli fosse a conoscenza di un tale squilibrio di Pirelli RE.

B) Il 6 novembre 2008, tramite la stipulazione di apposito accordo, la Prima Linea di Credito concessa da Pirelli viene rinnovata sino al 5 maggio 2010 con un incremento del tasso di interessi. Fermo quanto già indicato sul piano soggettivo, in relazione al presupposto oggettivo, la possibilità di invocare la postergazione legale permane anche se alla data di concessione della Prima Linea di Credito (25 ottobre 2007) non fosse

configurabile alcun squilibrio patrimoniale o finanziario di Pirelli RE. Secondo la dottrina prevalente, infatti, se è vero che, ai fini della postergazione, lo squilibrio patrimoniale o finanziario delle società finanziata deve sussistere «*al momento*» della concessione del finanziamento (art. 2467, comma 2, cod. civ.), lo squilibrio sopravvenuto al finanziamento dà luogo alla postergazione legale quando tale squilibrio è configurabile in concomitanza di un atto di rinnovazione del credito già concesso dal socio. Pertanto, il credito finanziario di Pirelli derivante dalla Prima Linea di Credito potrebbe essere ritenuto postergato *ex lege* anche nel caso in cui si potesse dimostrare che, alla rinnovazione del finanziamento in data 6 novembre 2008: (a) Pirelli RE si trovava in una condizione di squilibrio patrimoniale o finanziario rilevante ai sensi dell'art. 2467, comma 2, cod. civ.; e (b) Pirelli era a conoscenza di un tale squilibrio di Pirelli RE. Al riguardo, va tenuto presente che, l'11 febbraio 2009, ovvero a poco più di tre mesi dalla rinnovazione della Prima Linea di Credito, Pirelli e Pirelli RE hanno annunciato al mercato un piano industriale per il triennio 2009-2011, in cui si dà atto di una crisi economica e finanziaria delle attività immobiliari del gruppo e si annuncia un'operazione di aumento di capitale di Pirelli RE che trova la sua giustificazione proprio nell'esigenza di ridurre l'indebitamento e di ripristinare un rapporto equilibrato con i mezzi propri.

C) Il 5 novembre 2009, la Prima Linea di Credito è stata oggetto di un ulteriore atto di modifica e rinnovo che ha dato luogo a un nuovo incremento del tasso di interessi e a un differimento della scadenza al 16 maggio 2011. Per quanto attiene al presupposto soggettivo della postergazione legale, a tale data risulta direttamente applicabile la disciplina della postergazione infragruppo (art. 2497-*quinquies* cod. civ.). Ciò in quanto, almeno a partire dal 24 marzo 2009, Pirelli dichiara formalmente di esercitare attività di direzione e coordinamento nei confronti di Pirelli RE. Quanto invece alla configurabilità di uno squilibrio patrimoniale o finanziario rilevante di Pirelli RE alla data di tale seconda rinnovazione del finanziamento Pirelli, occorre considerare, da un lato, gli effetti dell'indebitamento assunto da Pirelli RE nei confronti di un *pool* di banche (le "Banche") con il finanziamento del 29 luglio 2009 per complessivi €320 mln, tasso di interessi Euribor + 300 *b.p.s.* e scadenza 31 luglio 2012 (il "Finanziamento Club Deal") e, dall'altro, quelli dell'aumento di capitale deliberato dall'assemblea di Pirelli RE in data 17 aprile 2009. A tal ultimo riguardo, va tenuto presente che, secondo l'orientamento prevalente, quand'anche la postergazione legale dovesse operare al di fuori di una procedura concorsuale, si tratterebbe comunque di un rimedio temporaneo e reversibile destinato a venir meno al cessare dello stato di squilibrio che è a tal fine rilevante. Pertanto, anche se il finanziamento concesso da Pirelli risultasse postergato a partire dalla data in cui la Prima Linea di Credito è stata concessa (25 ottobre 2007) o rinnovata (6 novembre 2008), si dovrebbe ulteriormente verificare se l'aumento di capitale di Pirelli RE abbia avuto l'effetto di ripristinare l'equilibrio patrimoniale e finanziario della medesima società. Sotto questo profilo, va considerato che Pirelli ha sottoscritto integralmente la propria quota di aumento di capitale per €231,8 mln mediante compensazione di un corrispondente importo del suo credito nei confronti di Pirelli RE, con la conservazione di un credito residuo di Pirelli nei confronti di Pirelli RE pari a €278,1 mln ⁽¹⁾.

1.2 La Seconda Linea di Credito di Pirelli e l'operazione di separazione.

Il 18 ottobre 2010, Pirelli ha stipulato un accordo per la concessione di una seconda linea di credito a Pirelli RE, per massimi €150 mln (la "Seconda Linea di Credito"), volta a rifinanziare le medesime somme già messe a disposizione da Pirelli con la Prima Linea di Credito (come successivamente modificata e utilizzata sino a tale data). L'estinzione della

(1) In relazione alla concessione e ai vari atti di rinnovazione della Prima Linea di Credito, nonché agli effetti dell'aumento di capitale di Pirelli RE, v. *infra* Parte II, §4.1-4.3.

Prima Linea di Credito e l'erogazione della Seconda Linea di Credito è perfezionata in data 25 ottobre 2010, contestualmente all'esecuzione di un'articolata operazione di separazione che ha dato luogo alla perdita da parte di Pirelli della partecipazione di controllo in Pirelli RE e alla conseguente cessazione dell'attività di direzione e coordinamento sulla medesima società.

Al 18 ottobre 2010, Pirelli era ancora socio di controllo di Pirelli RE ed esercitava attività di direzione e coordinamento nei confronti della stessa società, con applicabilità (in via diretta) della fattispecie soggettiva di postergazione infragruppo (art. 2497-*quinquies* cod. civ.). In senso contrario, si potrebbe osservare che l'erogazione della Seconda Linea di Credito ha avuto luogo contestualmente all'esecuzione dell'operazione di separazione e, quindi, proprio a partire dalla data in cui Pirelli ha perso il controllo e la direzione e coordinamento di quella che è ormai divenuta Prelios. Ciò in una prospettiva di rifinanziamento del credito di Pirelli volta a ridefinire i termini e condizioni dello stesso in coerenza con l'avvenuta separazione. Tali rilievi, tuttavia, sembrano in qualche misura contrastare con il contesto negoziale in cui si è collocata l'operazione di separazione che risultava condizionata al preventivo assenso delle Banche e della stessa Pirelli. A quel tempo, infatti, tanto negli accordi relativi alla Prima Linea di Credito, quanto in quelli relativi al Finanziamento Club Deal, ogni operazione che avesse comportato il cambio di controllo di Pirelli RE senza il preventivo consenso di tali creditori avrebbe causato la risoluzione del finanziamento con conseguente rimborso anticipato di ogni importo dovuto da Pirelli RE. È allora ragionevole presumere che la decisione di Pirelli e Pirelli RE di rifinanziare il precedente credito di Pirelli tramite la stipulazione della Seconda Linea di Credito sia stata ricompresa nell'esercizio di quelle prerogative di influenza societaria e imprenditoriale che competevano a Pirelli quale soggetto che, prima della separazione, esercitava direzione e coordinamento nei confronti di Pirelli RE. Del resto, in seguito alla richiesta di *waiver* di Pirelli RE del 4 marzo 2010, in data 11 maggio 2010 le Banche hanno definito con Pirelli e Pirelli RE separati accordi in cui sono indicate le condizioni a cui è subordinato l'assenso delle Banche all'operazione di separazione. Nel contesto di tali pattuizioni, Pirelli RE ha assunto l'impegno nei confronti delle Banche di continuare a beneficiare, almeno sino alla scadenza del Finanziamento Club Deal, del finanziamento già concesso da Pirelli per un importo complessivo sino a €150 mln. Inoltre, il consenso delle Banche era subordinato all'assunzione da parte di Pirelli di un impegno a rinnovare la propria linea di credito verso Pirelli RE sino al luglio 2012, ma con obbligo di Pirelli nei confronti delle Banche a estendere la durata di tale nuova linea di credito, a seconda dei casi: (a) alla data di eventuale differimento del Finanziamento Club Deal comunque non successiva al febbraio 2013; (b) al 31 luglio 2015, in caso di mancata soddisfazione da parte di Pirelli RE di determinati parametri economico-finanziari; nonché (c) al 31 dicembre 2017, in caso di mancata soddisfazione di altri parametri economico-finanziari da parte di Pirelli RE, ovvero di una violazione dei *covenant* finanziari da essa assunti nel Finanziamento Club Deal.

Pertanto, per stabilire se il finanziamento concesso da Pirelli con la Seconda Linea di Credito possa essere considerato soggetto a postergazione legale, occorre valutare anche se, alla data della concessione di quest'ultima (18 ottobre 2010), la beneficiaria Pirelli RE si trovasse effettivamente in condizioni di squilibrio patrimoniale o finanziario rilevanti ai sensi dell'art. 2467 cod. civ. ⁽²⁾. Sotto questo profilo, va peraltro considerato che, nel documento informativo pubblicato da Pirelli in relazione all'operazione di separazione, sono indicati tutta una serie di fattori di rischio che, specie se letti in una prospettiva *ex post* nell'ambito di un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios, potrebbero essere adoperati

⁽²⁾ Questo perché, come già indicato, lo squilibrio della società beneficiaria sopravvenuto al finanziamento è ritenuto idoneo a causare la postergazione quando tale squilibrio risulta configurabile in occasione di un atto di rinnovazione del finanziamento da parte del socio finanziatore.

per cercare di dimostrare che lo squilibrio patrimoniale o finanziario di Prelios fosse già in atto a partire dall'ottobre 2010 ⁽³⁾.

1.3 *La Terza Linea di Credito di Pirelli, la mancata soddisfazione dei covenant finanziari assunti da Prelios e le trattative per un'operazione di ristrutturazione del debito di Prelios.*

Il 28 dicembre 2011, Pirelli e Prelios hanno stipulato una terza linea di credito che rinnova e modifica la Seconda Linea di Credito, la quale viene così incrementata sino a massimi €160 mln ed estesa al luglio 2017, salva la facoltà di Prelios di recedere (con 60 giorni di preavviso) dopo l'integrale rimborso del Finanziamento Club Deal (la "**Terza Linea di Credito**"). In pari data, le Banche e Prelios hanno stipulato un contratto volto a rifinanziare il Finanziamento Club Deal mediante rinnovo sino al 31 dicembre 2014 e incremento dell'importo prestato sino a massimi €359 mln (il "**Nuovo Finanziamento Club Deal**"). Sempre il 28 dicembre 2011, Pirelli e le Banche hanno stipulato un accordo inter-creditorio in virtù del quale (v. art. 3) Pirelli s'impegna nei confronti delle Banche, tra l'altro, a non esercitare nei confronti di Prelios alcun rimedio contrattuale relativo alla Terza Linea di Credito sino alla data dell'integrale rimborso del Nuovo Finanziamento Club Deal, fatta eccezione per: (a) il rimborso del capitale alla scadenza della Terza Linea di Credito (31 luglio 2017, salvo recesso di Pirelli dopo l'integrale rimborso del Nuovo Finanziamento Club Deal); e (b) l'ipotesi in cui le Banche abbiano esercitato rimedi contrattuali volti a far valere l'inadempimento di Prelios al Nuovo Finanziamento Club Deal per violazioni degli obblighi di pagamento o degli impegni di natura finanziaria (l' "**Accordo Inter-creditorio**").

Al riguardo, si potrebbe osservare che, alla data di concessione della Terza Linea di Credito, Pirelli aveva cessato da oltre un anno di possedere una partecipazione di controllo e di esercitare attività di direzione e coordinamento nei confronti di Prelios. Questo rilievo, tuttavia, non sembra cogliere le peculiarità del caso di specie. La Terza Linea di Credito, infatti, rinnova il credito di Pirelli derivante da un precedente finanziamento che potrebbe essere sorto in condizioni di postergazione legale in quanto concesso, o comunque rinnovato, a una data in cui Pirelli controllava di diritto Pirelli RE e (almeno a partire dal 24 marzo 2009) esercitava anche direzione e coordinamento nei confronti della medesima società ⁽⁴⁾.

Se infatti si arrivasse ad affermare la postergazione del credito di Pirelli in base a tali criteri, si dovrebbe riconoscere che, secondo l'orientamento prevalente, la postergazione produce la sua efficacia nei confronti dell'atto di finanziamento indipendentemente dall'evolversi delle vicende del soggetto che lo ha posto in essere. In altri termini, la successiva perdita in capo al finanziatore delle qualità di socio imprenditore (o comunque dei criteri di influenza imprenditoriale cui l'ordinamento collega il regime degli artt. 2467 e 2497-*quinquies* cod. civ.) non sarebbe in grado di far cessare l'effetto di postergazione nei confronti del credito che è sorto e rimane postergato. Questo argomento sembra particolarmente appropriato nel caso di specie, poiché la rinnovazione del finanziamento Pirelli compiuta con la Terza Linea di Credito sembra riconducibile all'esecuzione di un obbligo che la stessa Pirelli ha assunto, ancorché nei confronti di terzi (le Banche), quando ancora era socio di controllo di Prelios ed esercitava direzione e coordinamento nei

⁽³⁾ In relazione alla Seconda Linea di Credito e all'operazione di separazione, v. *infra*, Parte II, §5.

⁽⁴⁾ In particolare, come si è visto, una tale postergazione potrebbe essere affermata: (a) sia nel caso in cui uno squilibrio patrimoniale o finanziario rilevante di Pirelli RE ai sensi dell'art. 2467, comma 2, cod. civ. fosse rilevabile alla data di concessione della Prima Linea di Credito (25 ottobre 2007) o degli atti di sua rinnovazione (6 novembre 2008 e/o 5 novembre 2009) e non fosse poi sanato dal successivo aumento di capitale di Pirelli RE; (b) sia nel caso in cui un tale squilibrio rilevante di Pirelli RE fosse riscontrabile anche solo alla data di concessione della Seconda Linea di Credito (18 ottobre 2010).

confronti della medesima società. Come si è visto, infatti, tale rinegoziazione dell'esposizione finanziaria di Prelios va ricondotta all'esigenza di Pirelli di dar attuazione alle intese intervenute con le Banche per ottenere il consenso all'attuazione dell'operazione di separazione.

Tale rinegoziazione, peraltro, può essere valorizzata al fine di affermare la postergazione legale del credito di Pirelli anche nel caso in cui non fosse possibile dimostrare la sussistenza di uno squilibrio patrimoniale o finanziario di Prelios, né alla data di concessione (25 ottobre 2007) o rinnovazione (6 novembre 2008 e/o 5 novembre 2009) della Prima Linea di Credito, né alla data di concessione della Seconda Linea di Credito (18 ottobre 2010). Se infatti il credito di Pirelli che è stato da ultimo rinnovato e modificato con la Terza Linea di Credito fosse riconducibile a un impegno di rifinanziamento assunto da Pirelli quando ancora era socio ed esercitava direzione e coordinamento di Prelios, potrebbero essere invocate le tesi già esposte che ammettono la postergazione anche nel caso in cui lo squilibrio patrimoniale o finanziario della società finanziata sopravvenga alla concessione del finanziamento e sia comunque riscontrabile alla data in cui il finanziatore ha compiuto l'atto di rinnovazione del finanziamento già concesso. In base a tali argomenti, quindi, la postergazione legale del credito di Pirelli potrebbe essere affermata anche ove fosse dimostrato che, alla data della Terza Linea di Credito (28 dicembre 2011), Prelios si trovasse effettivamente in condizioni di squilibrio patrimoniale o finanziario rilevanti (art. 2467, comma 2, cod. civ.). E per quanto un tale giudizio debba essere oggetto di un accertamento tecnico da effettuarsi secondo criteri economico-aziendalistici, diversi sono gli indici potrebbero essere utilizzati per rappresentare uno squilibrio di Prelios già a partire da fine dicembre 2011 ⁽⁵⁾.

Infine, a partire dal luglio 2012, Prelios ha avviato negoziazioni con Pirelli, le Banche e nuovi investitori per definire una complessa operazione di rafforzamento patrimoniale e di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario di Prelios da effettuarsi in esecuzione di un piano idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria la cui ragionevolezza deve essere attestata da un esperto ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. d), l. fall.

Tale nuova rinegoziazione potrebbe essere vista come una conferma di una condizione di squilibrio patrimoniale e finanziario di Prelios. In particolare, se una siffatta ristrutturazione del debito di Prelios non dovesse avere buon esito e Prelios dovesse essere ammessa a procedura concorsuale, le negoziazioni di un'operazione *ex art. 67, comma 3, lett. d), l. fall. l. fall.* potrebbero essere utilizzate per cercare di dimostrare, in una prospettiva *ex post*, che lo squilibrio patrimoniale o finanziario di Prelios fosse in realtà già configurabile alla data di concessione della Terza Linea di Credito (28 dicembre 2011) ⁽⁶⁾.

2. Con riferimento al quesito sub b).

⁽⁵⁾ Dalla documentazione esaminata, infatti, emerge che l'esigenza di rifinanziare il Finanziamento Club Deal e la Seconda Linea di Credito è stata espressamente ricondotta dalla stessa Prelios a un quadro di progressivo deterioramento della crisi dei mercati finanziari e, in particolare, del settore immobiliare, nonché a una situazione di insostenibilità dei *covenant* finanziari assunti da Prelios nei confronti delle Banche e della stessa Pirelli. Insostenibilità che è apparsa manifesta, sia con la revisione in senso negativo degli obiettivi finanziari previsti dal c.d. piano di "Trend 2012-2014", sia con l'accordo del 12 dicembre 2001 volto a sospendere i *covenant* finanziari assunti da Prelios ai sensi del Finanziamento Club Deal. Inoltre, tali elementi dovrebbero essere visti anche alla luce dell'andamento negativo successivo che, tra il giugno e il luglio 2012, ha indotto Prelios a pattuire con Pirelli e le Banche atti di moratoria del Nuovo Finanziamento Club Deal e della Terza Linea di Credito, nonché a rivedere ulteriormente gli obiettivi finanziari previsti dal piano di *Trend* per il periodo 2012-2014.

⁽⁶⁾ In relazione alla Terza Linea di Credito, alla mancata soddisfazione dei *covenant* finanziari assunti da Prelios e all'operazione di ristrutturazione dell'indebitamento finanziario di Prelios, v. *infra* Parte II, §6.

A nostro parere, è ragionevolmente difficile ravvisare nell'art. 3 dell'Accordo Inter-creditorio una vera e propria postergazione volontaria del credito vantato da Pirelli nei confronti di Prelios ai sensi della Terza Linea di Credito a favore del credito vantato dalle Banche verso la stessa Prelios ai sensi del Nuovo Finanziamento Club Deal.

Con tale clausola, Pirelli si è impegnata nei confronti delle Banche, tra l'altro, a non esercitare nei confronti di Prelios alcun rimedio contrattuale relativo alla Terza Linea di Credito sino alla data dell'integrale rimborso del Nuovo Finanziamento Club Deal, fatta eccezione per: (a) il rimborso del capitale alla scadenza della Terza Linea di Credito (31 luglio 2017, salvo recesso di Pirelli dopo l'integrale rimborso del Nuovo Finanziamento Club Deal); e (b) l'ipotesi in cui le Banche, a fronte di una violazione da parte di Prelios degli obblighi di pagamento o degli impegni di natura finanziaria da essa assunti nel Nuovo Finanziamento Club Deal, abbiano esercitato rimedi contrattuali volti a far valere tale inadempimento di Prelios.

La pattuizione di subordinazione, infatti, non ha carattere assoluto e risulta sprovvista di un obbligo in capo a Pirelli di retrocedere alle Banche le somme che la stessa Pirelli dovesse ricevere dal debitore comune Prelios in violazione dell'ordine di soddisfazione contenuto nell'Accordo Inter-creditorio.

In ogni caso, si può dubitare che, quand'anche s'individuasse nella previsione in esame una forma di postergazione volontaria specifica, tale postergazione possa operare in sede di un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios. Da un lato, infatti, nella clausola in esame non è previsto che la stessa sia destinata a produrre effetti anche in caso di concorso dei creditori. Dall'altro, la clausola prevede espressamente che Pirelli possa avvalersi dei rimedi contrattuali ad essa spettanti ai sensi della Terza Linea di Credito proprio in caso di attivazione dei rimedi contrattuali previsti in favore delle Banche a seguito della violazione da parte di Prelios degli obblighi di pagamento o degli impegni di natura finanziaria previsti dal Nuovo Finanziamento Club Deal. È sembra ragionevole che analogo effetto possa conseguire anche in caso di accelerazione *ex lege* del Finanziamento Club Deal in un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios, con la conseguenza che Pirelli potrebbe a quel punto far valere i propri diritti nella procedura *pari passu* con le Banche. Tale eventualità è peraltro probabile anche in considerazione del fatto che, in un eventuale procedura concorsuale di Prelios, le Banche tenderanno ad avvalersi degli strumenti (contrattuali e legali) volti a risolvere o recedere dal Nuovo Finanziamento Club Deal al fine di accelerare il credito al rimborso delle somme prestate e a insinuarsi al passivo della procedura.

Il rischio di postergazione volontaria e, soprattutto, di opponibilità ed efficacia della clausola in esame in un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios dovrebbe, comunque, essere verificato in concreto a seconda della tipologia di procedura cui Prelios venisse eventualmente sottoposta e, in particolare, sulla base del contenuto di eventuali accordi conclusi tra Prelios ed il ceto creditorio, così come delle proposte formulande da Prelios in queste sedi. Non si può infatti escludere che, in tali procedure, specialmente in una prospettiva di favorire la continuità operativa dell'attività imprenditoriale, Prelios e le Banche si accordino per mantenere in essere il Nuovo Finanziamento Club Deal (se del caso sospendendone, in tutto o in parte, gli effetti per un determinato periodo temporale), con ciò impedendo a Pirelli di azionare i propri diritti ai sensi della Terza Linea di Credito in virtù delle limitazioni contenute nell'Accordo Inter-creditorio ⁽⁷⁾.

3. Conclusioni

(7) In relazione agli effetti della clausola di cui all'art. 3 dell'Accordo Inter-creditorio.

È ragionevole ritenere che le clausole contenute nell'Accordo Inter-creditorio volte a subordinare il credito di Pirelli verso Prelios al credito delle Banche nei confronti della stessa Prelios siano destinate a non operare in un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios. Tale conclusione sconta alcuni margini di incertezza che dipendono dalle specifiche caratteristiche dell'ipotetica procedura concorsuale di Prelios e dal contenuto degli accordi che potrebbero essere conclusi in tale contesto tra Prelios, i suoi creditori ed eventualmente gli organi della procedura.

In ogni caso, quand'anche le clausole di subordinazione contenute nell'Accordo Inter-creditorio non dovessero essere opponibili in un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios, sussiste un rischio rilevante che il credito finanziario ad oggi vantato da Pirelli nei confronti di Prelios possa essere considerato soggetto al regime di postergazione legale di cui agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* cod. civ. e, quindi, risulti postergato *ex lege* al credito vantato dalle Banche nei confronti della stessa Prelios.

**** * * * * *

Parte II

PARERE

1. Le circostanze in cui è sorto ed è stato successivamente rifinanziato il credito di Pirelli verso Prelios.

Ai fini della redazione del presente parere, ci è stato rappresentato quanto segue:

- 1.1 In data 25 ottobre 2007, Pirelli, Pirelli Servizi Finanziari S.p.A. e Pirelli Finance (Luxembourg) S.A. ⁽⁸⁾ stipulano un contratto con Pirelli RE per la concessione a quest'ultima di una linea di credito *revolving* per massimi 750 mln, con tasso di interessi Euribor + 0,30% e durata 18 mesi (la c.d. Prima Linea di Credito) ⁽⁹⁾.

La Prima Linea di Credito è soggetta, tra l'altro, a una clausola di: (i) rimborso anticipato senza penalità su richiesta dei concedenti o della stessa Pirelli RE; e (ii) risoluzione e rimborso anticipato nel caso in cui Pirelli RE non dovesse più risultare soggetta al controllo di diritto di Pirelli ai sensi dell'art. 2359 cod. civ.

Alla data della Prima Linea di Credito, Pirelli è una *holding* di partecipazioni attiva tra, l'altro, nel settore dei pneumatici attraverso Pirelli Tyre S.p.A. e nel settore immobiliare attraverso Pirelli RE. Con particolare riferimento alle attività immobiliari, a tale data Pirelli possiede un numero di azioni ordinarie di Pirelli RE (escluse le azioni proprie detenute dalla stessa Pirelli RE) complessivamente pari a circa il 53,5% del capitale sociale ed esercita il controllo di diritto di Pirelli RE ai sensi dell'art. 93 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("Tuf").

⁽⁸⁾ Alla data del 25 ottobre 2007, Pirelli Servizi Finanziari S.p.A. e Pirelli Finance (Luxembourg) S.A. sono società possedute integralmente e direttamente da Pirelli che dichiara anche di esercitare attività di direzione e coordinamento su Pirelli Servizi Finanziari S.p.A.. In ogni caso, la Prima Linea di Credito è stata effettivamente erogata da Pirelli.

⁽⁹⁾ V. *Facility Agreement* del 25 ottobre 2007 tra, Pirelli, Pirelli Servizi Finanziari S.p.A. e Pirelli Finance (Luxembourg) S.A., da un lato, e Pirelli RE, dall'altro.

Nel periodo 2004-2008, i Consigli di Amministrazione di Pirelli e Pirelli RE, *«preso atto della situazione di controllo di diritto sopra descritta, ma considerati anche gli elementi di fatto ricorrenti nel caso di specie, hanno valutato non esservi attività di direzione e coordinamento di Pirelli & C. nei confronti di Pirelli RE e, pertanto, hanno ritenuto superata la presunzione prevista all'art. 2497-sexies cod. civ. L'esito delle valutazioni effettuate e le relative motivazioni sono state, quindi, comunicato al pubblico, da ultimo, con le relazioni annuali sulla corporate governance relative all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2007»* di entrambe le società ⁽¹⁰⁾.

- 1.2 La Prima Linea di Credito risulta utilizzata da Pirelli RE per circa €526 mln al 31 dicembre 2007 ⁽¹¹⁾, nonché per circa €714 mln al 30 settembre 2008 ⁽¹²⁾.
- 1.3 In data 6 novembre 2008, le parti della Prima Linea di Credito stipulano un accordo modificativo di alcuni termini e condizioni della stessa per effetto del quale, tra l'altro, il tasso di interesse è incrementato a Euribor + 1,30% e la durata è estesa per ulteriori 18 mesi sino al 5 maggio 2010 ⁽¹³⁾.
- 1.4 In data 11 febbraio 2009, Pirelli e Pirelli RE annunciano l'approvazione del piano industriale di gruppo e l'avvio di un'operazione di aumento di capitale in opzione per sostenere il *turnaround* del settore immobiliare e migliorare il rapporto tra mezzi propri e indebitamento (il "**Piano Industriale 2009-2011**") ⁽¹⁴⁾.
- 1.5 In data 24 marzo 2009 è stata iscritta ai sensi dell'art. 2497-bis cod. civ. presso il registro delle imprese di Milano la dichiarazione di assoggettamento di Pirelli RE alla attività di direzione e coordinamento di Pirelli. Invero, *«rilevanti interventi effettuati da Pirelli & C. sull'assetto organizzativo di Pirelli RE (anche attraverso l'assunzione da parte del Direttore Generale Operativo di Pirelli & C. [...] della carica di Amministratore Delegato Finanza di Pirelli RE) e il percorso che ha portato alla predisposizione del nuovo Piano Industriale 2009-2011 hanno modificato la situazione [precedente], evidenziando una rilevante integrazione e coordinamento di attività e funzioni tra l'Emittente e la controllante Pirelli & C. [...]. In ragione di quanto sopra, i Consigli di Amministrazione di Pirelli & C. e Pirelli RE hanno ritenuto essere venuti meno gli elementi fattuali che avevano determinato il superamento della presunzione prevista dall'art. 2497-sexies cod. civ. Pertanto, considerato che Pirelli & C. controlla, ai sensi dell'art. 93 del TUF, Pirelli RE e consolida i bilanci di quest'ultima, tenuto conto dell'assenza di elementi che consentano il superamento della presunzione di cui all'art. 2497-sexies cod. civ., si è concluso che a tale data Pirelli RE risulta sottoposta all'attività di direzione e coordinamento da parte di Pirelli* ⁽¹⁵⁾.

⁽¹⁰⁾ V. Prospetto di Pirelli RE depositato in Consob il 12 giugno 2009 relativo all'Aumento di Capitale (come di seguito definito), p. 124.

⁽¹¹⁾ V. comunicato di Pirelli e Pirelli RE del 11 febbraio 2009.

⁽¹²⁾ V. comunicato di Pirelli e Pirelli RE del 11 febbraio 2009.

⁽¹³⁾ V. *Amendment Agreement* del 6 novembre 2008 tra Pirelli, Pirelli Servizi Finanziari S.p.A. e Pirelli Finance (Luxembourg) S.A., da un lato, e Pirelli RE, dall'altro.

⁽¹⁴⁾ V. comunicato congiunto Pirelli e Pirelli RE e presentazione *«Pirelli Group 2009-2011 Industrial Plan»* in data 11 febbraio 2009.

⁽¹⁵⁾ V. Prospetto di Pirelli RE relativo all'Aumento di Capitale, pp. 124-125.

- 1.6 In data 31 marzo 2009, il debito finanziario di Pirelli RE nei confronti di Pirelli ai sensi della Prima Linea di Credito risulta pari a circa €490 mln ⁽¹⁶⁾.
- 1.7 In data 17 aprile 2009, l'assemblea straordinaria di Pirelli RE delibera un aumento di capitale scindibile da offrire in opzione a tutti gli azionisti sino a massimi €400 mln (comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo), con delega al Consiglio di Amministrazione di determinare il prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione da calcolarsi secondo le metodologie correnti e la prassi di mercato per operazioni similari (l'“**Aumento di Capitale**”) ⁽¹⁷⁾.
- 1.8 In data 11 giugno 2009, in attuazione della deliberazione di Aumento di Capitale dell'assemblea di Pirelli RE, il Consiglio di Amministrazione della medesima società, dopo aver fissato il prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione e il rapporto di assegnazione in opzione, delibera l'emissione di un massimo di n. 798.574.564 nuove azioni Pirelli RE per un aumento del capitale sociale pari a massimi €399,3 mln ⁽¹⁸⁾.
- 1.9 In data 12 giugno 2009, Pirelli e Pirelli RE stipulano un accordo modificativo della Prima Linea di Credito che riduce l'importo di massimo utilizzo della stessa a circa €518 mln.
- 1.10 In data 9 luglio 2009, Pirelli RE comunica che Pirelli ha sottoscritto integralmente la propria quota di aumento di capitale per complessivi 231,8 mln, convertendo parte del proprio credito finanziario ⁽¹⁹⁾. Pertanto, in seguito all'Aumento di Capitale e al netto dei costi di transazione, Pirelli resta titolare di un credito finanziario nei confronti di Pirelli RE ai sensi della Prima Linea di Credito complessivamente pari a €278,1 mln ⁽²⁰⁾.
- 1.11 In data 31 luglio 2009, Pirelli RE stipula con un *pool* di Banche ⁽²¹⁾, tra cui Intesa Sanpaolo S.p.A. in qualità di banca agente (la “**Banca Agente**”), un contratto di finanziamento per €320 mln, con tasso di interessi Euribor + 300 *b.p.s.* e scadenza 31 luglio 2012 (il c.d. Finanziamento Club Deal) che prevede, tra l'altro, una causa di rimborso anticipato nel caso in cui Pirelli, senza il previo consenso delle banche, cessi di detenere, direttamente o indirettamente almeno il 34% del capitale sociale di Pirelli RE, ovvero di nominare la maggioranza dei consiglieri di Pirelli RE senza previo consenso delle Banche ⁽²²⁾.

⁽¹⁶⁾ V. Prospetto di Pirelli RE relativo all'Aumento di Capitale p. 320.

⁽¹⁷⁾ V. Prospetto di Pirelli RE relativo all'Aumento di Capitale p. 11.

⁽¹⁸⁾ V. comunicato di Pirelli RE in data 11 giugno 2009.

⁽¹⁹⁾ V. comunicato di Pirelli RE del 9 luglio 2009.

⁽²⁰⁾ V. *term sheet* tra Pirelli e Pirelli RE del 12 giugno 2009 relativo agli impegni di sottoscrizione dell'Aumento di Capitale da parte di Pirelli, nonché Prospetto di Pirelli RE relativo all'Aumento di Capitale, p. 321.

⁽²¹⁾ Il *pool* di banche risulta composto da Intesa Sanpaolo S.p.A. (sostituita successivamente da Banca IMI S.p.A) in qualità di Banca Agente, nonché, in qualità di banche finanziatrici, da Intesa Sanpaolo S.p.A., Unicredit Corporate Banking S.p.A., Banca Popolare di Milano Soc.coop.p.az., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., Banca Popolare di Sondrio soc.coop.p.a., Centrobanca – Banca di Credito Finanziario e Mobiliare S.p.A., Banca Popolare dell'Emilia Romagna soc.coop. e Banca Carige S.p.A. – Cassa di Risparmio di Genova e Imperia.

⁽²²⁾ V., in particolare, artt. 6 e 7.3 del Finanziamento Club Deal.

- 1.12 In data 5 novembre 2009, Pirelli e Pirelli RE stipulano un secondo accordo modificativo della Prima Linea di Credito che differisce la scadenza della stessa al 16 maggio 2011 e incrementa il tasso di interessi a Euribor + 1,80% ⁽²³⁾. Inoltre, in pari data, l'importo utilizzabile da Pirelli RE ai sensi della Prima Linea di Credito viene ridotto a massimi €150 mln ⁽²⁴⁾.
- 1.13 In data 10 marzo 2010, il Consiglio di Amministrazione di Pirelli avvia lo studio di un'operazione di separazione delle attività immobiliari dalle attività industriali del gruppo Pirelli (l'«**Operazione di Separazione**») che contempla la perdita da parte di Pirelli della partecipazione di controllo in Pirelli RE e la conseguente cessazione dell'attività di direzione e coordinamento sulla medesima società ⁽²⁵⁾, rendendosi così necessario l'ottenimento del preventivo consenso delle Banche ai sensi del Finanziamento Club Deal.
- 1.14 In data 4 marzo 2010, Pirelli RE invia alla Banca Agente formale richiesta di assenso (*waiver*) per procedere all'attuazione dell'Operazione di Separazione ⁽²⁶⁾.
- 1.15 Nell'aprile 2010, le Banche, tramite la Banca Agente, comunicano a Pirelli RE il consenso all'Operazione di Separazione con rinuncia a qualsiasi diritto di rimborso anticipato subordinatamente a una serie di condizioni tra cui: (i) la stipulazione di nuovi termini e condizioni del Finanziamento Club Deal con modificazione dei *covenant finanziari* relativi a Pirelli RE; (ii) l'assunzione da parte di Pirelli «*di alcuni impegni nei confronti delle banche intesi sostanzialmente ad accordare alla Beneficiaria, mediante una nuova linea di credito, la disponibilità delle stesse risorse finanziarie già messe a disposizione dalla Concedente con la Vecchia Linea di Credito anche a seguito della Separazione e almeno sino alla scadenza del Finanziamento Sindacato. In particolare, tali impegni [...] prevedono che la nuova linea di credito dovrà essere di pari grado (pari passu) rispetto ai crediti delle banche ai sensi del Finanziamento Sindacato e da essi impegni [...] consegue che la stessa non potrà essere dichiarata risolta o comunque prematuramente rimborsabile*» in caso di violazione degli impegni di natura finanziaria, delle dichiarazioni e garanzie, nonché degli eventi rilevanti previsti in tale nuova linea di credito e nel Finanziamento Club Deal, «*fin tantoché [...] il Finanziamento Sindacato sarà in essere o non verrà dichiarato risolto o comunque prematuramente rimborsabile*» ⁽²⁷⁾].
- 1.16 In data 4 maggio 2010, Pirelli dichiara di aver ricevuto «*il pieno supporto*» delle Banche e annuncia al mercato l'avvio dell'Operazione di Separazione delle attività immobiliari da realizzarsi tramite l'assegnazione agli azionisti di Pirelli della quasi totalità delle azioni Pirelli RE detenute dalla stessa Pirelli pari a circa il 58% del capitale sociale di Pirelli RE, con contestuale riduzione volontaria del capitale sociale di Pirelli ai sensi dell'art. 2445 cod. civ. per un importo non superiore a circa €329 mln ⁽²⁸⁾.

⁽²³⁾ V. *Amendment Confirmation* del 5 novembre 2009 tra Pirelli e Pirelli RE.

⁽²⁴⁾ V. *Cancellation notice* del 5 novembre 2009 tra Pirelli e Pirelli RE.

⁽²⁵⁾ V. verbale del Consiglio di Amministrazione di Pirelli in data 10 marzo 2010, p. 6.

⁽²⁶⁾ V. lettera di Pirelli RE a Intesa San Paolo S.p.A. del 4 marzo 2010.

⁽²⁷⁾ V. premessa D della Seconda Linea di Credito (come di seguito definita), nonché il documento informativo di Pirelli in data 3 luglio 2010 relativo all'Operazione di Separazione, pp. 64-65.

⁽²⁸⁾ V. il comunicato di Pirelli e Pirelli RE del 4 maggio 2010 relativo all'Operazione di Separazione, nonché la premessa C della Seconda Linea di Credito e il documento informativo di Pirelli sull'Operazione di Separazione, p. 2.

- 1.17 In data 11 maggio 2010, Pirelli RE e le Banche stipulano un accordo per effetto del quale queste ultime concedono il consenso all'Operazione di Separazione nell'ambito di un accordo che prevede modifiche del Finanziamento Club Deal volte a ridefinire i *covenant* finanziari a carico di Pirelli RE e introdurre un impegno specifico a carico della stessa Pirelli RE di continuare a beneficiare, almeno sino alla scadenza del Finanziamento Club Deal, del finanziamento già concesso da Pirelli con la Prima Linea di Credito per un importo complessivo sino a €150 mln. Tale consenso delle Banche è espressamente subordinato alla conclusione di un accordo inter-creditorio tra Pirelli e le Banche che rifletta i termini già oggetto di puntuazione tra le parti ⁽²⁹⁾.

A conferma di tale puntuazione, in pari data la Banca Agente sigla con Pirelli un *term sheet* ove si indica che il consenso delle Banche all'attuazione dall'Operazione di Separazione è subordinato all'assunzione da parte di Pirelli di un impegno, tra l'altro, a rinnovare una linea di credito *pari passu* al *senior debt* di Prelios sino a 150 mln, a termini e condizioni di soddisfazione di Pirelli e delle Banche, con scadenza al luglio 2012, restando tuttavia inteso che Pirelli si impegna a estendere la durata di tale nuova linea di credito al: (i) febbraio 2013, in caso di differimento della scadenza del Finanziamento Club Deal; (ii) al 31 luglio 2015, in caso di mancato raggiungimento di determinati parametri economico-finanziari da parte di Pirelli RE; ovvero (iii) al 31 dicembre 2017, in caso di mancata soddisfazione di altri parametri economico-finanziari da parte di Pirelli RE ovvero di violazione dei *covenant* finanziari assunti dalla stessa Pirelli RE nel Finanziamento Club Deal (come modificati) ⁽³⁰⁾.

- 1.18 In data 15 luglio 2010, l'assemblea straordinaria di Pirelli approva l'Operazione di Separazione dando luogo a una riduzione volontaria del capitale di Pirelli ai sensi dell'art. 2445 cod. civ. per circa complessivi €178 mln ⁽³¹⁾.
- 1.19 In data 18 ottobre 2010, in attuazione delle condizioni poste dalle Banche per acconsentire all'Operazione di Separazione, viene stipulato un contratto di finanziamento (linea di credito *revolving*) tra Pirelli e Pirelli RE per massimi €150 mln volto a rifinanziare mediante estinzione il debito esistente derivante dalla Prima Linea di Credito (la c.d. Seconda Linea di Credito). La Seconda Linea di Credito prevede, tra l'altro: (i) un tasso di interessi pari a Euribor + 300 *b.p.s.*; (ii) la scadenza al 31 luglio 2012, eventualmente prorogabile sino a data non successiva al 31 luglio 2017 su iniziativa della stessa Pirelli; (iii) una causa di risoluzione e rimborso anticipato nel caso in cui Pirelli risulti titolare di una partecipazione in Pirelli RE inferiore al 12% del capitale sociale; (iv) il riconoscimento da parte di Pirelli RE degli impegni assunti da Pirelli verso le Banche per ottenere il consenso all'Operazione di Separazione (*v. supra* §1.17), con esclusione tuttavia del fatto che tali impegni possano essere considerati pattuizioni a favore di Pirelli RE ⁽³²⁾.

⁽²⁹⁾ V. accordo in data 11 maggio 2010 tra le Banche e Pirelli RE relativo ad alcune modificazioni del Finanziamento Club Deal.

⁽³⁰⁾ V. *term sheet* dell'11 maggio 2010 siglato, tra l'altro, da Pirelli e la Banca Agente in relazione all'Operazione di Separazione, nonché il comunicato di Pirelli e Pirelli RE del 4 maggio 2010 e il Documento informativo di Pirelli sull'Operazione di Separazione, p. 69.

⁽³¹⁾ V. verbale di assemblea straordinaria di Pirelli del 15 luglio 2010.

⁽³²⁾ V., in particolare, la premessa D, nonché gli artt. 2, 6, 7.3 e 8 della Seconda Linea di Credito.

- 1.20 In data 25 ottobre 2010, si perfeziona il *closing* dell'Operazione di Separazione e, quindi, tra l'altro: (i) Pirelli cessa di detenere la partecipazione di controllo in Pirelli RE e conserva solo una partecipazione minima pari a circa lo 0,067% del capitale sociale (ii) Pirelli RE assume la nuova denominazione di Prelios; (iii) la Prima Linea di Credito viene rimborsata da Prelios a Pirelli e la Seconda Linea di Credito viene erogata da Pirelli a Prelios ⁽³³⁾.
- 1.21 In data 1 marzo 2011, Pirelli e Prelios stipulano un accordo modificativo della Seconda Linea di Credito che, tra l'altro, ridefinisce alcuni *covenant* finanziari a carico di Prelios ⁽³⁴⁾.
- 1.22 Nel settembre 2011, «in considerazione della recente negativa evoluzione dei mercati finanziari e al fine di garantire alla Società un ordinato svolgimento delle proprie attività, assicurando con continuità il connesso supporto finanziario», Prelios avvia trattative con le Banche per il rifinanziamento sino al 2014 del Finanziamento Club Deal e con Pirelli per il rinnovo della Seconda Linea di Credito ⁽³⁵⁾.
- 1.23 Nel periodo settembre-dicembre 2011, «alla luce del significativo deterioramento dello scenario macroeconomico e sulla base dei risultati conseguiti al 30 settembre» dell'esercizio 31 dicembre 2011, Prelios rivede in senso negativo gli obiettivi finanziari indicati dalle linee guida del c.d. piano di Trend 2012-2014. «I nuovi obiettivi comunicati al mercato avrebbero determinato in ogni caso le condizioni per l'insorgenza dell'obbligo a suo tempo assunto da P&C nei confronti del Club Deal per dare corso al rinnovo del Finanziamento P&C fino a luglio 2017». ⁽³⁶⁾.
- 1.24 In data 22 novembre 2011, in attuazione dell'accordo tra Pirelli RE e le Banche dell'11 maggio 2010 e del *term sheet* tra Pirelli e la Banca Agente siglato in pari data (v. *supra* §1.17), Pirelli stipula un primo accordo inter-creditorio con le Banche, per effetto del quale Pirelli si impegna a estendere la durata della Seconda Linea di Credito al: (i) 28 febbraio 2013, in caso di differimento della scadenza del Finanziamento Club Deal; (ii) al 31 luglio 2015, in caso di mancato raggiungimento di determinati parametri economico-finanziari da parte di Prelios; ovvero (iii) al 31 dicembre 2017, in caso di mancato raggiungimento di altri parametri economico-finanziari da parte di Prelios ovvero di violazione dei *covenant* finanziari assunti da Prelios nel Finanziamento Club Deal. Inoltre, Pirelli si impegna a esercitare i rimedi contrattuali della Seconda Linea di Credito solo laddove la Banca Agente abbia fatto valere il mancato pagamento del Finanziamento Club Deal da parte di Pirelli RE o comunque la violazione dei relativi *covenant* finanziari da quest'ultima assunti;
- 1.25 In data 12 dicembre 2011, in seguito alla revisione da parte di Prelios degli obiettivi finanziari del piano di Trend 2012-2014 e in vista della conclusione dell'operazione di rifinanziamento in corso di negoziazione, Prelios e le Banche

⁽³³⁾ V., in particolare, la premessa F e la definizione di "Periodo di Utilizzo" della Seconda Linea di Credito, nonché la *Termination Notice* di Pirelli del 25 ottobre 2010.

⁽³⁴⁾ V. l'accordo del 1 marzo 2011 tra Pirelli e Pirelli RE.

⁽³⁵⁾ V. il documento informativo di Prelios del 30 dicembre 2011 per l'operazione di maggior rilevanza con parte correlata relativa al «contratto di finanziamento da 160 milioni di euro da parte di Pirelli & C. S.p.A. a favore di Prelios S.p.A.», p. 2.

⁽³⁶⁾ V. il documento informativo di Prelios del 30 dicembre 2011 per l'operazione di maggior rilevanza con parte correlata relativa al «contratto di finanziamento da 160 milioni di euro da parte di Pirelli & C. S.p.A. a favore di Prelios S.p.A.», p. 4.

stipulano un accordo che dispone la sospensione dei *covenant* finanziari assunti da Prelios ai sensi del Finanziamento Club Deal sino al 31 dicembre 2011 ⁽³⁷⁾.

- 1.26 In data 28 dicembre 2011: (i) Pirelli e Prelios stipulano un contratto per la concessione di una nuova linea di credito a quest'ultima società volta a rifinanziare la Seconda Linea di Credito modificandone termini e condizioni, tra l'altro, incrementando l'importo massimo utilizzabile sino a €160 mln e il tasso d'interessi a Euribor + 700 *b.p.s.*, nonché posticipando la scadenza sino al luglio 2017, fatto salvo il diritto di Pirelli di recedere *ad nutum* con 60 giorni di preavviso dopo che sia avvenuto l'integrale rimborso del Finanziamento Club Deal (come modificato) (la c.d. Terza Linea di Credito) ⁽³⁸⁾; (ii) le Banche e Prelios stipulano un contratto per la sostituzione e incremento del Finanziamento Club Deal con un nuovo finanziamento in *pool* per massimi €359 mln con tasso d'interessi Euribor + 650 *b.p.s.* e rimborso tramite ammortamento sino al 15 dicembre 2014 (il c.d. Nuovo Finanziamento Club Deal) ⁽³⁹⁾; (iii) Pirelli e le Banche stipulano un accordo inter-creditorio (il c.d. Accordo Inter-creditorio) per effetto del quale, tra l'altro, Pirelli si impegna nei confronti delle Banche a non esercitare nei confronti di Prelios alcun rimedio contrattuale relativo alla Terza Linea di Credito sino alla data dell'integrale rimborso del Nuovo Finanziamento Club Deal, fatta eccezione per: (a) la richiesta di rimborso del capitale prestato alla scadenza della Terza Linea di Credito (31 luglio 2017, salvo il recesso di Pirelli dopo che il Nuovo Finanziamento Club Deal è stato integralmente rimborsato), e (b) l'ipotesi in cui le Banche, a fronte di una violazione da parte di Prelios degli obblighi di pagamento o degli impegni di natura finanziaria da essa assunti nel Nuovo Finanziamento Club Deal, abbiano esercitato rimedi contrattuali volti a far valere tale inadempimento di Prelios ⁽⁴⁰⁾.
- 1.27 In data 27 giugno 2012, Pirelli e Prelios stipulano un accordo modificativo della Terza Linea di Credito che dispone, tra l'altro: (i) la sospensione dei *covenant* finanziari assunti da Prelios per il periodo dal 30 giugno 2012 al 30 giugno 2013; (ii) il differimento al 30 giugno 2013 della scadenza per il pagamento degli interessi dovuti da Prelios al 30 giugno 2012 e al 31 dicembre 2012; e (iii) alcune modificazioni alle previsioni finanziarie del piano di *Trend* di Prelios per il periodo 2012-2014 ⁽⁴¹⁾.
- 1.28 In data 18 luglio 2012, le Banche e Prelios stipulano un accordo modificativo del Nuovo Finanziamento Club Deal (con effetto retroattivo al 30 giugno 2012) che dispone, tra l'altro: (i) la sospensione dei *covenant* finanziari assunti da Prelios sino al 30 giugno 2013; (ii) il differimento al 31 dicembre 2012 della scadenza per il pagamento degli interessi dovuti da Prelios al 30 giugno 2012; e (iii) alcune modificazioni alle previsioni finanziarie del piano di *Trend* di Prelios per il periodo 2012-2014 ⁽⁴²⁾.

⁽³⁷⁾ V. l'accordo tra Prelios e le Banche del 12 dicembre 2011.

⁽³⁸⁾ V., in particolare, gli artt. 6, 8 e 19 della Terza Linea di Credito.

⁽³⁹⁾ V., in particolare, gli artt. 6 e 8 del Nuovo Finanziamento Club Deal.

⁽⁴⁰⁾ V., in particolare, l'art. 3 dell'Accordo Inter-creditorio tra Prelios e le Banche del 28 dicembre 2011.

⁽⁴¹⁾ V. gli artt. 2-4 dell'accordo del 27 giugno 2012 tra Pirelli e Prelios.

⁽⁴²⁾ V. gli artt. 2-4 dell'accordo del 18 luglio 2012 tra Pirelli e le Banche.

- 1.29 In data 20 luglio 2012, Pirelli e le Banche stipulano un accordo modificativo dell'Accordo Inter-creditorio che prende atto delle modifiche al Nuovo Finanziamento Club Deal e alla Terza Linea di Credito ⁽⁴³⁾.
- 1.30 A partire dal luglio 2012, Prelios avvia negoziazioni con Pirelli, le Banche e dei nuovi investitori al fine di definire una complessa operazione di rilancio industriale del gruppo Prelios attraverso il rafforzamento patrimoniale e il riequilibrio della sua struttura finanziaria di Prelios. In particolare, in data 14 novembre 2012, Prelios e Feidos S.p.A. (il "**Nuovo Investitore**") hanno sottoscritto un *memorandum of understanding* per un'operazione che, allo stato attuale delle negoziazioni, prevede, tra l'altro: (i) un aumento di capitale in denaro di Prelios per complessivi €185 mln, di cui: (a) €68 mln riservato a una società veicolo partecipata da Pirelli, le Banche e il Nuovo Investitore con emissione di azioni Prelios di categoria speciale; e (b) €117 mln offerto in opzione agli azionisti Prelios con emissione di azioni ordinarie Prelios e garanzia di sottoscrizione da parte di Pirelli e delle Banche per la parte rimasta eventualmente inoptata (per €85 mln mediante compensazione dei loro crediti finanziari verso Prelios e per €5 mln in denaro); nonché (ii) una ristrutturazione del residuo debito finanziario di Prelios da effettuarsi in esecuzione di un piano di risanamento da attestarsi ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. d), l. fall. che si prevede dia luogo alla costituzione di: (a) un debito finanziario *super senior* di Prelios per circa €50 mln; (b) un debito finanziario *senior* di Prelios per circa €200 mln; e (d) un debito convertendo in azioni Prelios per la parte residua dell'indebitamento di Prelios che potrà variare tra €226 mln e €269 mln (la "**Ristrutturazione del Debito di Prelios**").

2. Documentazione esaminata.

Ai fini della redazione del presente parere, sono stati esaminati i seguenti documenti:

- 2.1 *Facility Agreement* del 25 ottobre 2007 tra Pirelli, Pirelli Servizi Finanziari S.p.A., Pirelli Finance (Luxembourg) S.A., da un lato, e Pirelli RE, dall'altro;
- 2.2 *Amendment Agreement* del 6 novembre 2008 tra Pirelli, Pirelli Servizi Finanziari S.p.A. e Pirelli Finance (Luxembourg) S.A., da un lato, e Pirelli RE, dall'altro;
- 2.3 comunicato congiunto di Pirelli e Pirelli RE in data 11 febbraio 2009 relativo alla presentazione del Piano Industriale;
- 2.4 presentazione «*Pirelli Group 2009-2011 Industrial Plan*» del 11 febbraio 2009;
- 2.5 comunicato Pirelli RE dell'11 giugno 2009 relativo alla fissazione del prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione ai sensi dell'Aumento di Capitale;
- 2.6 prospetto di Pirelli RE depositato in Consob il 12 giugno 2009 relativo all'Aumento di Capitale;
- 2.7 *Term Sheet* del 12 giugno 2009 tra Pirelli e Pirelli RE relativo agli impegni di sottoscrizione dell'Aumento di Capitale da parte di Pirelli;
- 2.8 comunicato di Pirelli RE del 9 luglio 2009 relativo all'offerta in borsa dei diritti d'opzione non esercitati ai fini dell'Aumento di Capitale;
- 2.9 contratto di finanziamento del 31 luglio 2009 tra Pirelli e le Banche (il Finanziamento Club Deal);

⁽⁴³⁾ V. l'accordo del 20 luglio 2012 tra Pirelli e le Banche.

- 2.10 *Amendment Confirmation* del 5 novembre 2009 tra Pirelli e Pirelli RE;
- 2.11 *Cancellation Notice* del 5 novembre 2009 tra Pirelli e Pirelli RE;
- 2.12 lettera di Pirelli RE a Intesa San Paolo S.p.A. del 4 marzo 2010 relativa alla richiesta di consenso delle Banche ai fini dell'Operazione di Separazione;
- 2.13 verbale del Consiglio di Amministrazione di Pirelli del 10 marzo 2010 relativo all'avvio di una fase di studio dell'Operazione di Separazione;
- 2.14 comunicato di Pirelli e Pirelli RE del 4 maggio 2010 che annuncia al mercato l'Operazione di Separazione;
- 2.15 documento informativo di Pirelli in data 3 luglio 2010 relativo all'Operazione di Separazione;
- 2.16 accordo dell'11 maggio 2010 tra le Banche e Pirelli RE relativo ad alcune modificazioni del Finanziamento Club Deal;
- 2.17 *Term Sheet* dell'11 maggio 2010 tra Pirelli e la Banca Agente in relazione all'Operazione di Separazione;
- 2.18 verbale di assemblea straordinaria di Pirelli del 15 luglio 2010 che approva l'Operazione di Separazione e la conseguente riduzione volontaria del capitale di Pirelli per circa €178 mln;
- 2.19 contratto di finanziamento del 18 ottobre 2010 tra Pirelli e Pirelli RE (la Seconda Linea di Credito);
- 2.20 *termination notice* del 25 ottobre 2010 da Pirelli a Pirelli RE;
- 2.21 accordo del 1° marzo 2011 tra Pirelli e Prelios relativo a «*modifica del contratto di finanziamento sottoscritto in data 18 ottobre 2010, per un importo complessivo massimo di Euro 150.000.000,00*»;
- 2.22 primo accordo inter-creditorio tra Pirelli e le Banche del 22 novembre 2011;
- 2.23 accordo tra Prelios e le Banche del 12 dicembre 2011 avente ad oggetto la sospensione degli impegni finanziari del Finanziamento Club Deal;
- 2.24 accordo di finanziamento del 28 dicembre 2011 tra Prelios e le Banche (il Nuovo Finanziamento Club Deal);
- 2.25 contratto di finanziamento tra Pirelli e Prelios del 28 dicembre 2011 (la Terza Linea di Credito);
- 2.26 secondo accordo intercreditorio del 28 dicembre 2011 tra Prelios e le Banche;
- 2.27 documento informativo di Prelios del 30 dicembre 2011 per l'operazione di maggior rilevanza con parte correlata relativa al «*contratto di finanziamento da 160 milioni di euro da parte di Pirelli & C. S.p.A. a favore di Prelios S.p.A.*»;
- 2.28 *memorandum of understanding* tra Prelios e Feidos S.p.A. del 14 novembre 2012; e
- 2.29 bozza di *term sheet* relativo all'operazione di Ristrutturazione del Debito di Prelios del 29 novembre 2012.

3. Premessa. L'ambito di applicazione del regime di postergazione legale dei finanziamenti anomali dei soci.

In via preliminare, è opportuno riassumere brevemente gli elementi essenziali del regime di postergazione legale dei finanziamenti concessi dai soci alle società di capitali (artt. 2467 e 2497-*quinquies* cod. civ.)⁽⁴⁴⁾.

⁽⁴⁴⁾ Più precisamente l'art. 2467 cod. civ. («Finanziamenti dei soci») dispone che «1. Il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e, se avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società, deve essere restituito. 2. Ai fini del precedente comma s'intendono finanziamenti dei soci a favore della società quelli, in qualsiasi forma effettuati, che sono stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento».

Al ricorrere di determinate condizioni, l'obbligo di una società di capitali di rimborsare il finanziamento ricevuto dal socio è postergato alla soddisfazione degli altri creditori. Inoltre, ove un tale finanziamento sia rimborsato al socio nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società, le somme rimborsate al socio devono essere restituite alla società (art. 2467, comma 1, cod. civ.).

La postergazione non è riferibile a qualsiasi finanziamento concesso da un socio alla società. Tale regime trova applicazione solo al ricorrere di determinate circostanze di anomalia nel finanziamento che fanno riferimento, da un lato, alle oggettive condizioni patrimoniali e finanziarie della società sovvenuta e, dall'altro, ad alcune caratteristiche della partecipazione del socio che variano in funzione del tipo di società finanziata e della sua appartenenza ad un gruppo di società.

3.1 *Il presupposto oggettivo della postergazione legale. Lo squilibrio patrimoniale o finanziario della società finanziata.*

Sul piano del presupposto oggettivo, l'ordinamento adotta una soluzione uniforme che considera anomali i finanziamenti concessi alla società che si trova in uno stato di squilibrio patrimoniale o finanziario.

Più precisamente, in considerazione dell'impossibilità di indicare in via generale e astratta parametri quantitativi che possano valere per qualsiasi impresa (indipendentemente dalle dimensioni, dal tipo di attività esercitata e dal ciclo economico) ⁽⁴⁵⁾, l'ordinamento ha adottato una clausola generale che indica come anomali i finanziamenti concessi «*in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento*» (art. 2467, comma 2, cod. civ.).

L'ampiezza di una tale clausola generale genera notevole incertezza in merito all'individuazione del suo contenuto concreto ⁽⁴⁶⁾. Ferma una certa eterogeneità delle varie

Inoltre, in virtù dell'art. 2497-*quinquies* cod. civ. («*Finanziamenti nell'attività di direzione e coordinamento*»), «1. *Ai finanziamenti effettuati a favore della società da chi esercita attività di direzione e coordinamento nei suoi confronti o da altri soggetti ad essa sottoposti si applica l'art. 2467 cod. civ.*».

⁽⁴⁵⁾ In tal senso, cfr. la Relazione Governativa al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 sulla riforma del diritto societario, in *Riv. soc.*, 1993, §11, 148 (*sin propositis il problema più difficile è indubbiamente quello di individuare criteri idonei a distinguere tale forma di apporto rispetto ai rapporti finanziari tra soci e società che non meritano di essere distinti da quelli con un qualsiasi terzo. E la soluzione indicata dal secondo comma dell'art. 2467, non potendosi in via generale individuare parametri quantitativi, è stata quella di un approccio tipologico [...] dovendosi ricercare se la causa del finanziamento è da individuare nel rapporto sociale (e non in un generico rapporto di credito)*»).

⁽⁴⁶⁾ Alcuni propendono per una *reductio ad unum* dei due criteri, talora secondo letture che assegnano in vario modo al criterio della situazione finanziaria in cui è ragionevole un conferimento una posizione dominante, nel senso che l'eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto sarebbe solo un indice dello squilibrio finanziario o comunque della ragionevolezza del conferimento (tra gli altri, cfr. C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali, Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, 59; M. IRRERA, *Commento all'art. 2467*, in *Aa.Vv., Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, II, Bologna, Zanichelli, 2004, 1791-1792; G. TANTINI, *I versamenti dei soci alla società*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1***, Torino, 2004, 798; M. CAMPOBASSO, *Finanziamenti del socio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 442-443, secondo cui il presupposto della postergazione è unico ed è soddisfatto quando la situazione patrimoniale e finanziaria della società presenta un significativo rischio d'insolvenza; G. PRESTI, *Commento all'art. 2467*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, 110 ss., secondo cui lo sbilancio patrimoniale rende ragionevole il conferimento e la situazione finanziaria contribuisce a indicare il livello adeguato di mezzi propri. In giurisprudenza, cfr. Cass., 24 luglio 2007, n. 16393, in *Giur. comm.*, II, 2009, 42 ss., secondo cui, nella sostanza, il presupposto oggettivo della postergazione integra «*una fase in cui la società, in relazione all'attività in concreto esercitata, aveva la necessità delle risorse messe a disposizione dai soci (finanziatori) e non sarebbe stata in grado di rimborsarli (obiter dictum)*». In tale orientamento, alcuni arrivano a ipotizzare che il giudizio di eccessività dello squilibrio patrimoniale debba essere parametrato ai criteri ricavabili da altre fattispecie di squilibrio patrimoniale giuridicamente rilevanti, come quelle indicate per i requisiti di ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria (art. 2,

posizioni interpretative, sembra ragionevole l'orientamento secondo cui, in coerenza con le costruzioni che collegano la postergazione legale alla c.d. sottocapitalizzazione nominale della società ⁽⁴⁷⁾, una tale disposizione offre due criteri autonomi e indipendenti rappresentativi di in uno squilibrio patrimoniale o di uno squilibrio finanziario che, ai fini della postergazione, rilevano in quanto indici tipologici di una generale perdita della capacità di credito della società finanziata ⁽⁴⁸⁾.

In altri termini, secondo questa ricostruzione, i finanziamenti anomali dei soci sono soggetti a postergazione legale quando risultano concessi a una società che, per motivi di squilibrio patrimoniale o finanziario, ha sostanzialmente perso la propria capacità di ottenere credito a condizioni di mercato. Ed è evidente che il giudizio sul carattere eccessivo dell'indebitamento o sulla ragionevolezza del conferimento deve essere svolto in concreto alla stregua di una valutazione oggettiva che guarda al «*tipo di attività esercitata dalla società*» (art. 2467, comma 2, cod. civ.) e ai parametri di mercato, secondo un apprezzamento da condursi in base alle regole tecniche che sono elaborate dalle scienze economico-aziendali ⁽⁴⁹⁾.

Occorre in altri termini verificare se il rapporto tra indebitamento e mezzi propri e la sostenibilità della struttura finanziaria della società finanziata siano in linea con quelli esposti da imprese di pari dimensioni che esercitano attività comparabili ⁽⁵⁰⁾. Questo per verificare in ultima istanza se, tenuto conto della situazione patrimoniale e finanziaria della società sovvenuta, il finanziamento erogato dal socio sarebbe stato concesso anche da un finanziatore terzo (privo di interessi partecipativi) che, nella decisione di finanziamento, si

comma 1, lett. b, d.lgs. n. 270/1999) o per i limiti all'emissione di obbligazioni (art. 2412 c.c.) (in tal senso, cfr. G. BALP, *I finanziamenti dei soci «sostitutivi» del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative*, in *Riv. soc.*, 2007, 401 ss., secondo cui lo squilibrio patrimoniale è solo un dato di partenza che opera come indice indiretto di una condizione di squilibrio finanziario). In senso contrario alla possibilità di riferirsi a parametri fissi dettati dall'ordinamento ad altri fini, cfr., tra gli altri, G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile*, commentario fondato da P. Schlesinger e diretto da D. Busnelli, sub artt. 2462-2474 c.c., I, Milano, 2010, 459.

⁽⁴⁷⁾ Sul punto, cfr., per tutti, G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1**, Torino, 2004, 41 ss., nonché 144 ss.; M. CAMPOBASSO, *Finanziamenti*, cit., 441-442.

⁽⁴⁸⁾ In tale direzione, con varietà di argomentazioni, cfr., tra gli altri, G.B. PORTALE, *Capitale sociale*, cit., 148, nota 273bis; ID., *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 681-682. Per considerazioni analoghe, cfr. anche F. VASSALLI, *Sottocapitalizzazione della società e finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, 269; O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da G. Cottino, V, Padova, 2007, 106-107, nonché G. TERRANOVA, *Commento all'art. 2467*, in AA.VV., *Società di capitali*, commentario a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, 1459-1462, secondo il quale i due criteri sarebbero autonomi e indipendenti in quanto espressione di una valutazione in astratto o in concreto della crisi, nel senso che lo squilibrio finanziario integra una crisi attuale, ancorché non necessariamente d'insolvenza, mentre lo squilibrio patrimoniale, mediante il riferimento «*al tipo di attività esercitata*», si riferisce a una crisi soltanto potenziale, da accertarsi mediante un raffronto *ex ante* tra mezzi propri e mezzi altrui per verificare se il capitale di rischio è adeguato all'attività sociale.

⁽⁴⁹⁾ Nel senso che l'anomalia dei prestiti soci (e, quindi, la valutazione dello squilibrio patrimoniale o finanziario della società che è indice tipologico della perdita di merito di credito della società) vada effettuata secondo criteri oggettivi e in base a parametri di mercato, tenuto conto delle regole tecniche elaborate dalle scienze economico-aziendali, cfr., tra gli altri, G.B. PORTALE, *I «finanziamenti»*, cit., 664, 667 e 670; ID., *Capitale sociale*, cit., 145; C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 59-60; M. MAUGERI, *Finanziamenti «anomali» dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005, 128-129; M. CAMPOBASSO, *Finanziamenti*, cit., 442-443; O. CAGNASSO, *La società*, cit., 107; G. BALP, *I finanziamenti*, cit., 401-405, secondo cui l'irragionevolezza del finanziamento può essere stabilita anche in base alla rilevazione di indici che dimostrano delle anomale condizioni di favore per la società (come, ad esempio, a una durata eccessiva, all'infruttuosità del prestito, a un tasso d'interessi sotto il mercato o alla mancanza di adeguate garanzie). Il carattere tipologico dei presupposti oggettivi della postergazione è sottolineato anche nella Relazione Governativa, cit., p. 148 §11 («*in tal senso l'interprete è invitato ad adottare un criterio di ragionevolezza, con il quale si tenga conto della situazione della società e la si confronti con il comportamento che nel mercato sarebbe appunto ragionevole aspettarsi*»).

⁽⁵⁰⁾ Così, tra gli altri, M. MAUGERI, *Finanziamenti «anomali» dei soci*, cit., 160-161.

fosse uniformato ai criteri di valutazione economico-aziendale che avrebbe adottato un terzo finanziatore professionale operante sul mercato del credito ⁽⁵¹⁾.

3.2 *L'ambito soggettivo di applicazione della postergazione legale nei diversi tipi societari e nei gruppi di società.*

Sul piano soggettivo, l'ordinamento ha invece adottato una soluzione che varia in funzione del tipo di società finanziata e della sua appartenenza ad un gruppo di società. Più precisamente, stando alla disciplina espressa, la postergazione legale è disposta nella s.r.l. per i finanziamenti anomali che sono concessi dal socio in quanto tale, a prescindere da una posizione di controllo e dal suo peso partecipativo all'interno della compagine sociale (art. 2467 cod. civ.).

Parallelamente, la postergazione è disposta anche nei gruppi di società, con particolare riferimento alle ipotesi in cui, a prescindere dal tipo di società finanziata (sia essa una s.r.l. o una società azionaria), i finanziamenti anomali sono concessi (in senso verticale) dal soggetto che esercita attività di direzione e coordinamento nei confronti della società eterodiretta, ovvero (in senso orizzontale) da una società soggetta a direzione e coordinamento nei confronti di altra società soggetta alla medesima direzione e coordinamento (art. 2497-*quinquies* cod. civ.).

Con riferimento alle società azionarie, invece, ove non sussista direzione e coordinamento, la postergazione non trova un riferimento normativo espresso, nel senso che l'ordinamento non detta alcuna disposizione per assoggettare a postergazione i finanziamenti anomali concessi dai soci alla s.p.a. e alla s.a.p.a. c.d. monadi o indipendenti. E questo a prescindere dalla posizione partecipativa che il socio finanziatore può assumere in seno a tale organizzazione sociale.

La discontinuità della soluzione normativa sembra ispirata alla *ratio* che vede nella postergazione un rimedio contro la traslazione del rischio all'esterno dell'impresa compiuta mediante violazioni dei c.d. principi di corretto finanziamento dell'impresa societaria che, in quanto tali, non riguardano tutti i soci, ma solo quelli che esprimono una c.d. influenza "imprenditoriale" sulla società finanziata ⁽⁵²⁾.

Sotto questo profilo, infatti, la postergazione infragruppo risulterebbe coerente con una ricostruzione della stessa quale rimedio applicabile al socio che riveste una posizione di influenza imprenditoriale sulla società eterodiretta; posizione che è qualificata dall'ordinamento nell'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento presuntivamente collegata alla posizione di controllo sulla società eterodiretta (art. 2497-*sexies* cod. civ.) ⁽⁵³⁾.

Al di fuori della direzione e coordinamento, invece, la soluzione legislativa sarebbe conforme alle differenze tipologiche che contrappongono la partecipazione personalistica

⁽⁵¹⁾ Cfr. M. MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci*, 161 ss.

⁽⁵²⁾ Per una ricostruzione del quadro comparatistico sulla postergazione quale disciplina che inizialmente trova il suo principale ambito di applicazione nella s.r.l., proprio in quanto modello organizzativo dell'impresa collettiva medio-piccola con compagine sociale familiare o ristretta, e che poi si estende alla società anonima come fenomeno che però interessa solo i soci imprenditori, cfr., per tutti, G.B. PORTALE, *I «finanziamenti»*, cit., 665-670; M. MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci*, cit., 15 ss., 56 ss., 67; N. ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» e postergazione: sui presupposti di applicazione dell'art. 2467*, in *Fall.*, 2011, 1358; ID., *Finanziamenti anomali infragruppo e successiva rinegoziazione: tra postergazione legale e privilegio convenzionale (pareri pro veritate)*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, II, 735 ss.; G. BALP, *I finanziamenti*, cit., 349-351, nota 6 e 384-385, nota 84; ID., *Questioni in tema di postergazione ex artt. 2467 e 2497-quinquies c.c.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 250 ss.; nonché, prima della riforma, P. ABBADESSA, *Il problema dei prestiti dei soci nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 509-510.

⁽⁵³⁾ Più precisamente, l'art. 2497-*sexies* cod. civ. («Presunzioni») dispone che «1. Ai fini di quanto previsto nel presente capo, si presume salvo prova contraria che l'attività di direzione e coordinamento di società sia esercitata dalla società o ente tenuto al consolidamento dei loro bilanci o che comunque le controlla ai sensi dell'art. 2359 cod. civ.».

nella nuova s.r.l. alla partecipazione capitalistica nella s.p.a. ⁽⁵⁴⁾. In altri termini, e limitandoci in questa sede al punto di arrivo di una dimostrazione estremamente più complessa, secondo una tale ricostruzione sistematica, i soci di s.r.l. sarebbero assoggettati alla postergazione in quanto titolari, in tale modello societario, di un potere e un interesse imprenditoriale che, quando la società è in uno squilibrio patrimoniale o finanziario rilevante, vanno a incidere sulla sostanza economica del prestito in modo tale da far emergere una c.d. *causa societatis*. I soci di s.p.a., invece, non subirebbero limitazioni nella propria libertà di finanziamento dell'impresa perché, quando concedono il prestito alla società in crisi, si limiterebbero a combinare diverse forme d'investimento finanziario, senza che il profilo partecipativo prevalga sugli interessi perseguiti in quanto creditori.

Questa soluzione normativa ha finito inevitabilmente per creare notevole incertezza con riferimento ai casi che divergono dallo schema tipologico secondo cui, ai fini della postergazione, tutti i soci di s.r.l. sono imprenditori e tutti i soci di s.p.a. sono risparmiatori. Da questo punto di vista, infatti, ci si chiede se, in via interpretativa, possa essere negata la postergazione legale del finanziamento anomalo del socio di s.r.l. nei casi in cui il socio riesca a dimostrare che esso è portatore di un investimento tipicamente finanziario in una società che, sul piano sociale e parasociale, è sostanzialmente soggetta all'influenza imprenditoriale di altri soci di controllo ⁽⁵⁵⁾. Correlativamente, ci si interroga se la postergazione legale possa invece essere applicata, in via analogica o diretta, anche al socio imprenditore di una s.p.a. non eterodiretta, come nel caso, ad esempio, di un'impresa medio-piccola a compagine sociale ristretta, in cui un socio partecipa direttamente all'amministrazione in virtù di una partecipazione di controllo tale da superare ogni significativo potere di interdizione della minoranza ⁽⁵⁶⁾.

⁽⁵⁴⁾ In questa prospettiva, il socio di s.r.l. è socio imprenditore perché ha un'influenza diretta sulla gestione dell'attività ed è titolare di un interesse all'esercizio del potere d'impresa in quanto socio. Il socio di s.p.a., invece, è investitore perché si limita ad affidare ad altri la gestione del proprio investimento, restando estraneo al potere d'impresa affidato all'organo amministrativo e partecipando solo alla formazione della volontà collettiva nei procedimenti deliberativi che riguardano la definizione degli assetti organizzativi. La questione dell'applicabilità della postergazione alla s.p.a., invece, va risolta in base a un esame delle peculiarità del modello organizzativo dell'accomandita che non possono essere affrontate in questa sede.

⁽⁵⁵⁾ Nel senso di negare la postergazione ai soci minimi o finanziari di s.r.l., con varietà di argomentazioni, cfr. G. TERRANOVA, *Commento all'art. 2467*, cit., 1477; G. BALP, *I finanziamenti*, cit., 406-407; ID., *Questioni*, cit., 248 ss., in particolare nota 6. *Contra*, nel senso di applicare rigorosamente la postergazione dei finanziamenti anomali ai soci di s.r.l. in quanto tali, fatta salva la possibilità di escludere la postergazione ove il socio finanziatore riesca a dimostrare che, alla data del finanziamento, non era a conoscenza dello squilibrio patrimoniale o finanziario della società, né si trovava nelle condizioni di poter conoscere un tale squilibrio mediante un avveduto controllo sulle condizioni patrimoniali e finanziarie dell'impresa, cfr. G. ZANARONE, *Della società*, cit., 449 ss.; M. MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci*, cit., 223-228; M. CAMPOBASSO, *La postergazione dei finanziamenti dei soci*, in AA.VV., *S.r.l.*, commentario dedicato a G.B. Portale, a cura di A.A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, 243-244; N. BACCETTI, *Postergazione dei finanziamenti e tipi sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 821 ss., ove si fa riferimento alle ipotesi del finanziamento concesso dal socio sulla base di informazioni false o incomplete che occultano le condizioni di squilibrio patrimoniale o finanziario della società, così come al problema della derogabilità *in peius* dei diritti individuali di informazione e controllo dei soci di s.r.l. che non partecipano all'amministrazione (art. 2476, comma 2, cod. civ.).

⁽⁵⁶⁾ Nel senso di estendere la postergazione legale ai finanziamenti anomali concessi da soci c.d. imprenditori a s.p.a. che non sono soggette a direzione e coordinamento: G. PORTALE, *I finanziamenti*, cit., 669-670, 681; ID., *Capitale sociale*, cit., 150-151, nota 273-bis; M. RESCIGNO, *Osservazioni sul progetto di riforma del diritto societario in tema di società a responsabilità limitata*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca e G. Presti, Milano, 2003, 54; ID., *Problemi aperti in tema di s.r.l.: i finanziamenti dei soci, la responsabilità*, in *Società*, 2005, 15 ss.; A. NIGRO, *La società a responsabilità limitata nel nuovo diritto societario: profili generali*, in AA.VV., *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di V. Santoro, Milano, Giuffrè, 2003, 20-21; C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 56 ss.; BALP, *I finanziamenti*, cit., 387-390; ID., *Questioni*, cit., 246 ss.; ID., *Dell'applicazione dell'art. 2467 c.c. alla società per azioni*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2009, II, 198 ss.; M. MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci*, cit., 231-238; ID., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 144-147; ID., *I finanziamenti «anomalii» dell'azionista*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 566 ss.; G. TERRANOVA, *Commento all'art. 2467*, cit., 1474-1476; O. CAGNASSO, *La società*, cit.,

4. La concessione della Prima Linea di Credito, le sue rinnovazioni nel periodo 2008-2009 e l'Aumento di Capitale.

Una volta illustrato il quadro normativo di riferimento, la soluzione del primo quesito sottoposto alla nostra attenzione presuppone l'accertamento di una serie di profili che riguardano sia le circostanze in cui è sorto il finanziamento concesso da Pirelli a Pirelli RE sia quelle che hanno successivamente accompagnato i vari atti di rifinanziamento del credito vantato da Pirelli nei confronti della medesima società, che poi ha assunto la denominazione di Prelios.

4.1 *La concessione della Prima Linea di Credito nel novembre del 2007.*

Seguendo un ordine cronologico, occorre anzitutto risalire alla stipulazione in data 25 ottobre 2007 dell'accordo con cui Pirelli, Pirelli Servizi Finanziari S.p.A. e Pirelli Finance Luxembourg S.A. hanno concesso la Prima Linea di Credito a Pirelli RE per massimi €750 mln.

Posto che Pirelli Servizi Finanziari S.p.A. e Pirelli Finance Luxembourg S.A. erano società totalmente possedute da Pirelli e che, in ogni caso, la Seconda Linea di Credito è stata effettivamente erogata dalla stessa Pirelli⁽⁵⁷⁾, per stabilire se questo finanziamento è stato concesso in condizioni tali da assoggettare il relativo credito a postergazione, occorre verificare se, alla data di concessione della Prima Linea di Credito, fossero configurabili i presupposti soggettivi ed oggettivi di tale regime.

Quanto al presupposto soggettivo, occorre tener presente che, a tale data, Pirelli esercitava il controllo di diritto di Pirelli RE ai sensi dell'art. 93 Tuf tramite una partecipazione diretta pari a circa il 53,5% del capitale sociale.

Come si è indicato, tuttavia, nel periodo 2004-2008, i Consigli di Amministrazione di Pirelli e Pirelli RE hanno ritenuto di poter superare la presunzione relativa collegata a

118-120; M. BIONE, *Note sparse in tema di finanziamento dei soci e apporti di patrimonio*, in AA.VV., *Il diritto delle società oggi. Innovazione*, diretto da P. Benazzo, M. Cera e S. Patriarca, Torino, 2011, 24 ss.; M. IRRERA, *Commento all'art. 2467*, cit., 1796-1797; V. SALAFIA, *I finanziamenti dei soci alla società a responsabilità limitata*, in *Società*, 2005, 1084-1085. In giurisprudenza, nel senso dell'applicazione della postergazione anche ai finanziamenti concessi dai soci imprenditori di s.p.a. non eterodirette, cfr. Trib. Venezia, 8 marzo 2011, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 234 ss., con nota di G. BALP, *Questioni*, cit., ove la postergazione è stata applicata a un socio di s.p.a. con una partecipazione pari al 41% del capitale sociale nel quadro di un esercizio congiunto di influenza imprenditoriale con altri 3 soci (di cui uno con una partecipazione pari al 42,73% del capitale sociale); Trib. Udine, 3 marzo 2009, ivi, 225 ss., ove la postergazione è stata applicata al credito di regresso per una fideiussione concessa dal socio nell'interesse di una s.p.a. partecipata da soli tre soci, in cui il socio garante era presidente del consiglio di amministrazione, nonché soggetto a cui era riconducibile, in via diretta o indiretta, una partecipazione complessiva pari al 55%; Trib. Pistoia, 8(21) settembre 2008, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2009, II, 191 ss., con nota di G. BALP, *Dell'applicazione*, cit., 193 ss., nonché in *Riv. dir. soc.*, 2009, II, 562 ss., con nota di M. MAUGERI, *I finanziamenti «anomali» dell'azionista*, cit., ove la postergazione è stata applicata al finanziamento erogato da un socio da tempo in posizione «dominante» e poi nominato liquidatore della società, nonché a quello concesso da altro socio (come concreditore solidale del primo in relazione all'anticipo delle spese per una procedura di concordato preventivo); Trib. Pistoia, 20 dicembre 2004, in *Foro tosc.*, 2005, 318 ss. *Contra*, nel senso di negare la postergazione dei finanziamenti anomali dei soci alle s.p.a. indipendenti, cfr. G. DE FERRA, *La postergazione del credito del socio finanziatore*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 194 ss.; G.C.M. RIVOLTA, *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.*, 2009, 653-654; A. BARTALENA, *I finanziamenti dei soci della s.r.l.*, in *AGE*, 2003, 398; A. IRACE, *Commento all'art. 2497-quinquies*, in AA.VV., *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, III, Torino, 2003, 342. In giurisprudenza, la soluzione negativa sembra condivisa anche da Cass. civ., 24 luglio 2007, n. 16393, in *Giur. comm.*, II, 2009, 42 ss. (inoltre, la norma è prevista per le società a responsabilità limitata, pur se viene estesa anche alle società per azioni quando facciano parte di un gruppo (art. 2497-quinquies c.c.). *All'epoca della delibera impugnata la [...] era una s.p.a. e non risulta che facesse parte di qualche gruppo*).

(57) V. *supra* nota 8.

una tale posizione di controllo escludendo ogni esercizio di direzione e coordinamento nei confronti di Pirelli RE ⁽⁵⁸⁾.

Assumendo che, alla data della Prima Linea di Credito, non fosse effettivamente esercitata alcuna direzione e coordinamento della concedente Pirelli nei confronti della finanziata Pirelli RE, si dovrebbe allora escludere la possibilità di applicare in via diretta la regola di postergazione infragruppo dettata per i finanziamenti anomali concessi dalla capogruppo alla società eterodiretta (art. 2497-*quinquies* cod. civ.).

Tuttavia, l'esercizio da parte di Pirelli del controllo di diritto nei confronti di Pirelli RE, unitamente alla dimostrazione del possesso in capo alla controllante di informazioni sulle effettive condizioni patrimoniali e finanziarie della società controllata, potrebbe con significativa probabilità giustificare l'applicazione della postergazione secondo quell'orientamento, ormai diffuso in dottrina e giurisprudenza, che estende, in via indiretta o analogica, un tale regime anche ai finanziamenti anomali concessi dai c.d. soci imprenditori alle s.p.a. che non sono soggette a direzione e coordinamento ⁽⁵⁹⁾.

Per stabilire quindi se il finanziamento concesso da Pirelli con la Prima Linea di Credito sia sorto in condizioni di postergazione, resta da verificare la soddisfazione del presupposto oggettivo di tale regime. In particolare, la postergazione potrebbe essere ragionevolmente affermata nella misura in cui si potesse dimostrare che, alla data di concessione del finanziamento (25 ottobre 2007), Pirelli RE si trovasse effettivamente in condizioni di squilibrio patrimoniale e finanziario rilevanti ai sensi dell'art. 2467, comma 2, cod. civ.

Come già indicato, tale valutazione non può essere svolta in questa sede e deve essere condotta da un esperto secondo criteri di rilevazione economico-aziendali. Al riguardo, ci si limita a osservare che, al 31 dicembre 2007, su base civilistica, Pirelli RE esponeva un patrimonio netto pari a circa €550 mln, a fronte di passività non correnti pari a €9,3 mln, passività correnti pari a circa €960 mln (di cui €884 mln per debiti verso banche e altri finanziatori, ivi inclusi €700 mln verso parti correlate), tenuto conto di attività correnti per circa €239 mln (di cui €21 mln per disponibilità liquide) ⁽⁶⁰⁾. Su base consolidata, sempre, al 31 dicembre 2007, Pirelli RE esponeva un patrimonio netto pari a circa €720 mln, una posizione finanziaria netta negativa per circa €816 mln e, quindi, un rapporto (c.d. *gearing*) tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto pari a circa 1,13 ⁽⁶¹⁾.

4.2 *Gli atti di modificazione e rinnovazione della Prima Linea di Credito nel novembre del 2008 e nel novembre del 2009.*

Quand'anche non fosse possibile dimostrare la soddisfazione dei presupposti della postergazione alla data di concessione della Prima Linea di Credito (25 ottobre 2007), la postergazione del credito finanziario di Pirelli potrebbe essere affermata in base ad un esame delle circostanze in cui sono stati perfezionati atti di rinnovo della Prima Linea di Credito nel novembre del 2008 e nel novembre del 2009. Come si è visto, infatti, il 6 novembre 2008, è stato stipulato un accordo modificativo della Prima Linea di Credito che ha dato luogo, tra l'altro, a un incremento del tasso di interesse a favore di Pirelli e una estensione della durata sino al 5 maggio 2010 ⁽⁶²⁾. Un ulteriore atto di modifica e rinnovo della Prima Linea di Credito è stato successivamente perfezionato il 5 novembre 2009,

⁽⁵⁸⁾ V. Prospetto di Pirelli RE relativo all'Aumento di Capitale, p. 124, nonché *supra* §1.1.

⁽⁵⁹⁾ V. *supra* §3.2, in particolare *sub* nota 56.

⁽⁶⁰⁾ V. la relazione annuale di Prelios per il 2007, stato patrimoniale della capogruppo, pp. 198-199.

⁽⁶¹⁾ V. la relazione annuale di Prelios per il 2011, relazione degli amministratori sulla gestione, *corporate review*, p. 16.

⁽⁶²⁾ V. *supra* §1.3.

dando luogo a un altro incremento del tasso di interessi e a un differimento della relativa scadenza al 16 maggio 2011 ⁽⁶³⁾.

Sul piano del requisito soggettivo, va tenuto presente che, stando a quanto dichiarato dalla stessa Pirelli, almeno a partire dal 2009, viene rivista la valutazione di autonomia gestionale che aveva governato i rapporti tra Pirelli e Pirelli RE nel periodo 2004-2008 e, in considerazione dei mutati profili di *governance* all'interno del gruppo, si riconosce l'assoggettamento di Pirelli RE alla attività di direzione e coordinamento di Pirelli. L'esercizio da parte di Pirelli di un'attività di direzione e coordinamento di Pirelli RE viene poi formalizzata con l'iscrizione al Registro delle Imprese della relativa dichiarazione *ex art. 2497-bis* cod. civ. in data 24 marzo 2009.

Peraltro, un tale mutamento nella *governance* di gruppo appare giustificato, tra l'altro, proprio anche in virtù dell'integrazione e coordinamento della direzione finanziaria e delle decisioni in materia di finanziamento. La decisione di riconoscere l'assoggettamento di Pirelli RE a direzione e coordinamento di Pirelli è infatti motivata, tra l'altro, dalla coincidenza in capo alla medesima persona fisica delle cariche di Direttore Generale Operativo di Pirelli e di Amministratore Delegato Finanza di Pirelli RE. Inoltre, si riconosce che «*Pirelli & C., a seguito delle variazioni sopra indicate, svolge un ruolo incisivo: (i) nella definizione dei piani strategici pluriennali e del budget annuale, anche in riferimento alla predisposizione e approvazione del piano industriale; (ii) nella valutazioni e decisioni in materia di finanziamento, così come nelle scelte di ricorso al capitale di rischio; (iii) nella determinazione delle principali policy gestionali di Gruppo, tra cui quelle per l'acquisto di beni e servizio sul mercato; nel coordinamento delle iniziative e delle azioni di business nei diversi settori in cui opera la Società, anche per il tramite delle sue controllate, e delle relative scelte di investimento e disinvestimento*» ⁽⁶⁴⁾.

Alla data della seconda rinnovazione della Prima Linea di Credito (5 novembre 2009), pertanto, per dimostrare il profilo soggettivo della postergazione, non occorrerebbe più affidarsi alle teorie che estendono la sua applicazione ai soci imprenditori di s.p.a. non eterodirette, risultando invece direttamente applicabile la fattispecie della postergazione infragruppo di cui all'art. 2497-*quinquies* cod. civ. ⁽⁶⁵⁾

Quanto al presupposto oggettivo, la possibilità di invocare la postergazione permane anche se alla data di concessione della Prima Linea di Credito (25 ottobre 2007) non fosse configurabile alcun squilibrio patrimoniale o finanziario di Pirelli RE.

Se è vero infatti che, ai fini della postergazione, lo squilibrio patrimoniale o finanziario delle società finanziata deve sussistere «*al momento*» della concessione del finanziamento (art. 2467, comma 2, cod. civ.), essendo in principio irrilevante lo squilibrio sopravvenuto di una società che viene finanziata dal socio quando è ancora in condizioni di equilibrio patrimoniale e finanziario, dall'altro, è stato autorevolmente affermato che lo squilibrio sopravvenuto della società finanziata diventa rilevante in tutti i casi in cui il credito concesso alla società finanziata è oggetto di un atto di rinnovazione da parte del socio ⁽⁶⁶⁾.

⁽⁶³⁾ V. *supra* §1.12.

⁽⁶⁴⁾ V. Prospetto di Pirelli RE relativo all'Aumento di Capitale, p. 124.

⁽⁶⁵⁾ Per quanto l'atto di rinnovazione della Prima Linea di Credito del 6 novembre 2008 risulti formalmente anteriore alla data di iscrizione della direzione e coordinamento di Pirelli nei confronti di Pirelli RE (24 marzo 2009), la vicinanza delle date e le stesse dichiarazioni di Pirelli (che fanno risalire un tale mutamento nella *governance* a partire dalla fine del 2008) rendono più agevole il compito di chi intendesse dimostrare che la direzione e coordinamento su Pirelli RE fosse in realtà già cominciata nel novembre 2008 o comunque che, ai fini della postergazione, Pirelli fosse da considerarsi socio imprenditore di Pirelli RE anche prima del formale assoggettamento di quest'ultima alla sua dichiarazione e coordinamento.

⁽⁶⁶⁾ V. G. ZANARONE, *Della società*, cit., 462, secondo cui il sopravvenire dello squilibrio patrimoniale o finanziario della società dà luogo alla postergazione «*nella misura in cui il socio lasci sussistere [...] [il finanziamento] pregresso (ad esempio rinnovandolo, o non revocandolo quando possibile) nonostante la nuova vicenda patologica determinatasi nella situazione economico-patrimoniale della società (il cosiddetto Stehenlassen della dottrina tedesca),*

Pertanto, il credito finanziario di Pirelli derivante dalla Prima Linea di Credito potrebbe essere postergato *ex lege* anche nel caso in cui si potesse dimostrare che Pirelli RE si trovava in una condizione di squilibrio patrimoniale o finanziario rilevante ai sensi dell'art. 2467, comma 2, cod. civ. alla data degli atti di rinnovazione della Prima Linea di Credito compiuti il 6 novembre 2008 e il 5 novembre 2009 ⁽⁶⁷⁾. Anche a tal proposito, ogni giudizio sullo squilibrio patrimoniale o finanziario di Pirelli RE deve essere rimesso alle valutazioni di un esperto. In questa sede, con riferimento alla rinnovazione del 6 novembre 2008, ci si limita ad osservare che, al 31 dicembre 2008, su base civilistica, Pirelli RE esponeva un patrimonio netto (significativamente ridotto rispetto alla chiusura dell'esercizio 2007) pari a circa €364 mln, a fronte di passività non correnti pari a circa €266, passività correnti pari a circa €902 mln (di cui circa €818 mln per debiti verso banche e altri finanziatori, ivi inclusi €633 mln verso parti correlate), tenuto conto di attività correnti per circa €211 mln (di cui €2,7 mln per disponibilità liquide) ⁽⁶⁸⁾. Su base consolidata, sempre, al 31 dicembre 2008, Pirelli RE esponeva un patrimonio netto pari a circa €366 mln, una posizione finanziaria netta negativa per circa €861 mln e, quindi, un rapporto (c.d. *gearing*) tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto (significativamente aumentato rispetto allo stesso dato del 2007) pari a circa 2,35 ⁽⁶⁹⁾.

Ferme le necessarie valutazioni dell'esperto, qui si possono anche indicare alcuni elementi in fatto che potrebbero essere valorizzati da un eventuale soggetto che intendesse far valere la postergazione.

In data 11 febbraio 2009, a poco più di tre mesi dalla rinnovazione della Prima Linea di Credito intervenuto il 6 novembre 2008, Prelios e Pirelli RE hanno annunciato al

*pureché però vi sia un comportamento attivo del socio (esprimentesi ad esempio in una rinnovazione tacita del contratto) e non un meramente passivo come la mancata richiesta di rimborso anticipato ai sensi dell'art. 1186»; G. TERRANOVA, Commento all'art. 2467, cit., 1485, che ammette la postergazione in caso di squilibrio sopravvenuto della società finanziata quando vi è un rinnovo (anche tacito) dell'operazione finanziaria, mentre tende ad escludere tale conclusione nell'ipotesi di una condotta puramente inattiva del socio in condizioni di sopravvenuto squilibrio della società che avrebbero consentito di ottenere la restituzione anticipata delle somme prestate; M. MAUGERI, Finanziamenti "anomali" dei soci, cit., 226-227, che ammette la postergazione per squilibrio sopravvenuto della società quando vi sia stato un vero e proprio accordo volto al rifinanziamento dell'impresa, o sia comunque configurabile «un atto giuridico in senso stretto, a base del quale vi sia la conoscenza o quanto meno la conoscibilità della situazione di crisi da parte del socio che, pur avendone facoltà, non richiama agli amministratori il rimborso del prestito»; G. PRESTI, Commento all'art. 2467, 112, che ammette la postergazione del credito derivante da una proroga compiuta in un periodo critico della società di un finanziamento ad essa concesso in un periodo non critico. Occorre tener presente che, nel caso di specie, sono stati posti in essere dei veri e propri atti di rinnovazione espressa del finanziamento riconducibili alla stipulazione da parte di Pirelli e Pirelli RE (e poi Prelios) di accordi modificativi del precedente finanziamento (in data 6 novembre 2008 e 5 novembre 2009), oppure, come si vedrà in seguito (v. *infra* §§5-6), di veri e propri nuovi accordi di finanziamento per la concessione della Seconda Linea di Credito e della Terza Linea di Credito che hanno sostituito e fatto cessare il precedente accordo di finanziamento in essere tra le parti. *Contra*, nel senso dell'irrelevanza dello squilibrio patrimoniale o finanziario della società sopravvenuto al finanziamento del socio, cfr. M. IRRERA, Commento all'art. 2467, cit., 1792; E. DESANA, La sollecitazione all'investimento, i finanziamenti dei soci, i titoli di debito, in AA.VV., Le nuove s.r.l., diretto da M. Sarale, Bologna, 2008, 185, i quali, tuttavia, non prendono in considerazione lo specifico problema della proroga o comunque della mancata revoca del finanziamento già concesso dal socio.*

⁽⁶⁷⁾ La medesima conclusione varrebbe *a fortiori* nel caso in cui si dovesse ritenere che l'atto del 6 novembre 2008 non integri una mera rinnovazione e modifica del finanziamento già concesso da Pirelli con la Prima Linea di Credito, bensì la concessione da parte di Pirelli di un vero e proprio nuovo finanziamento a Pirelli RE.

⁽⁶⁸⁾ V. relazione finanziaria annuale di Pirelli RE per il 2009, stato patrimoniale della capogruppo, pp. 238-239.

⁽⁶⁹⁾ V. la relazione annuale di Prelios per il 2011, relazione degli amministratori sulla gestione, *corporate review*, p. 16.

mercato il piano industriale per il triennio 2009-2011, in cui si dà atto di una crisi economica e finanziaria che riguarda in particolare le attività immobiliari del gruppo ⁽⁷⁰⁾.

In tale contesto, è annunciato un processo di «ristrutturazione e riorganizzazione» volto ad accelerare il «turnaround» delle attività immobiliari tramite interventi diretti a «razionalizzare i livelli organizzativi intermedi e ridurre i costi operativi grazie al ridimensionamento del personale e a una netta semplificazione delle strutture societarie», oltreché a una «cessione di asset non strategici» ⁽⁷¹⁾.

In un quadro congiunturale come quello indicato, viene annunciata un'operazione di aumento di capitale di Pirelli RE che trova la sua giustificazione proprio nell'esigenza di ridurre l'indebitamento e di ripristinare un rapporto più equilibrato con i mezzi propri. Sotto questo profilo, infatti, si dichiara che «l'aumento di capitale proposto consentirà di rafforzare la struttura patrimoniale e sostenere il nuovo modello di business, proteggendo il valore degli asset, attualmente inespresse, in attesa della ripresa di un mercato oggi pesantemente colpito dalla crisi» ⁽⁷²⁾.

Oltre a una «progressiva riduzione dell'indebitamento», il piano industriale 2009-2011 prevede misure che riguardano il miglioramento della struttura finanziaria. Si propongono infatti interventi che tendono anche al «raggiungimento di un equilibrio economico-finanziario nella gestione immobiliare attraverso un più adeguato bilanciamento tra ricavi ricorrenti e costi strutturali». Inoltre, dopo aver indicato che «a conclusione dell'esercizio 2008, la posizione finanziaria di Pirelli RE è passiva per circa 289, in linea con l'esercizio precedente» e che «la posizione finanziaria netta la lordo dei finanziamenti soci è, a fine 2008, negativa per circa 862 milioni», si indica una previsione di miglioramento della posizione finanziaria proprio a seguito delle misure del piano con particolare riferimento alle dismissioni di attività non strategiche e agli effetti dell'Aumento di Capitale ⁽⁷³⁾.

Ferma l'esigenza di ogni approfondimento tecnico sull'effettive condizioni patrimoniali e finanziarie di Pirelli RE alla data della rinnovazione della Prima Linea di Credito perfezionata il 6 novembre 2008, queste informazioni, specie se viste *ex post* nel contesto di un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios, potrebbero essere utilizzate per cercare di dimostrare che le stesse esigenze poste alla base dell'Aumento di Capitale fossero tali da dimostrare che una situazione di squilibrio patrimoniale o finanziario di Pirelli RE era in realtà già in atto nel novembre del 2008.

Quanto invece alla configurabilità di uno squilibrio patrimoniale o finanziario rilevante di Pirelli RE alla data della ulteriore rinnovazione della Prima Linea di Credito che

⁽⁷⁰⁾ V. comunicato di Pirelli e Pirelli RE in data 9 febbraio 2009, p. 5., ove si afferma che «*nell'immobiliare, il mercato sconta il secondo anno consecutivo di crisi internazionale. La riduzione dei prezzi, il rallentamento delle transazioni e le difficoltà di accesso al credito hanno penalizzato tutte le società del settore. Per contrastare il mutato scenario, Pirelli RE ha annunciato alla fine dello scorso anno un processo di riduzione dei costi e riorganizzazione focalizzato sulle due macro-aree territoriali di Italia e Germania/Polonia e finalizzato al rilancio delle attività e alla valorizzazione della qualità degli asset in portafoglio*».

⁽⁷¹⁾ V. comunicato di Pirelli e Pirelli RE in data 9 febbraio 2009, p. 16.

⁽⁷²⁾ V. comunicato di Pirelli e Pirelli RE in data 9 febbraio 2009, p. 7. In senso analogo, v. anche il comunicato di Pirelli RE del 11 giugno 2009 che annuncia la determinazione del prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni e del rapporto di assegnazione, ove si precisa che «*l'aumento di capitale si colloca nell'ambito del piano industriale 2009-2011, finalizzato a ridare slancio alla Società e, più in particolare, a porre la stessa nella condizione di perseguire - con una struttura più solida, adeguata anche alle particolari condizioni del mercato verificatesi a seguito della crisi che ha interessato i mercati finanziari in generale e il settore immobiliare in particolare - le azioni previste dal piano stesso e a migliorare il rapporto tra indebitamento e mezzi propri, rafforzando la struttura patrimoniale. [...] L'azionista di controllo Pirelli & C. S.p.A. si è impegnato irrevocabilmente nei confronti della Società a esercitare integralmente i diritti di opzione ad esso spettanti quale titolare del 56,45% del capitale della Società ante aumento di capitale e si è dichiarato altresì disponibile a sottoscrivere le azioni che, al termine della procedura di offerta, dovessero risultare non sottoscritte. Pirelli & C. adempirà al proprio impegno convertendo in capitale parte del proprio credito finanziario verso la Società*».

⁽⁷³⁾ V. comunicato di Pirelli e Pirelli RE del 9 febbraio 2009, p. 18, ove si aggiunge «*un dato che - grazie alle azioni previste dal piano e in particolare alla vendita di asset e attività non strategiche - è previsto in riduzione nel corso del triennio: circa 350 milioni di euro a fine 2009 e circa 200 milioni di euro a fine 2011 (dati a seguito del proposto aumento di capitale)*».

è stata perfezionata il 5 novembre 2009, occorre considerare gli effetti derivanti dall'esecuzione dell'Aumento di Capitale.

4.3 *Gli effetti dell'Aumento di Capitale.*

Un'eventuale postergazione del finanziamento concesso da Pirelli con Perogazione della Prima Linea di Credito e la sua rinnovazione in data 6 novembre 2008 non va necessariamente considerata come irreversibile.

Il dibattito interpretativo sulla postergazione è infatti animato da una significativa contrapposizione in merito alla sua natura processuale o sostanziale.

Secondo un primo orientamento, la postergazione dei finanziamenti soci è destinata a operare solo nel concorso tra creditori che può verificarsi in una procedura concorsuale, nella liquidazione ordinaria della società ed eventualmente anche nell'esecuzione forzata individuale⁽⁷⁴⁾. In tale prospettiva, la postergazione comporta una retrocessione del credito postergato tramite la creazione di una sorta di anti-privilegio legale nella disciplina del concorso (art. 2741 c.c.). Un risultato, quest'ultimo, che sarebbe protetto anche da uno strumento di conservazione della garanzia patrimoniale come quello della particolare fattispecie di revocatoria fallimentare delle somme rimborsate al socio finanziatore nell'anno anteriore al fallimento (art. 2467, comma 1, c.c.)⁽⁷⁵⁾.

Secondo un altro orientamento, invece, una ricostruzione in chiave processualistica della natura della postergazione avrebbe il difetto di dar luogo a una eccessiva svalutazione della sua efficacia preventiva. La postergazione dovrebbe allora tradursi in una vera e propria causa d'inesigibilità del credito alla scadenza che opera anche fuori dal concorso dei creditori, sul presupposto che l'efficacia del diritto del finanziatore al rimborso del prestito postergato sia sospensivamente condizionato *ex lege* alla soddisfazione integrale degli altri creditori. La postergazione verrebbe così ad estendersi anche alle società in funzionamento sotto forma di un divieto di restituzione delle somme prestate alla scadenza del finanziamento postergato anche quando la società in crisi non risulta soggetta a procedura concorsuale o liquidazione ordinaria⁽⁷⁶⁾.

⁽⁷⁴⁾ Così, in particolare, G. ZANARONE, *Della società*, cit., 467, che, in assenza di una limitazione normativa della postergazione alle procedure concorsuali, ritiene che la stessa debba operare anche laddove si verifichi un concorso nell'azione esecutiva individuale *ex art.* 510 c.p.c.

⁽⁷⁵⁾ Nel senso dell'operatività della postergazione solo nelle procedure concorsuali e nella liquidazione, oltre a uno spunto di G.B. PORTALE, *I finanziamenti*, cit., 675 ss., 681 ss. (ma v. anche ID., *Capitale sociale*, cit., 161-162), tra gli altri, cfr. G. ZANARONE, *Della società*, cit., 465 ss.; G. FERRI jr., *In tema di postergazione legale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 974-978; G. TERRANOVA, *Commento all'art. 2467 cod. civ.*, cit., 1463 ss.; G.E. COLOMBO, *Il bilancio nella riforma*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, a cura di M. Rescigno e A. Sciarrone Alibrandi, 2004, 187 ss., ivi 203 (in modo implicito); E. FAZZUTI, *Commento all'art. 2467*, in AA.VV., *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, III, Torino, 2003, 50; M. IRRERA, *Commento all'art. 2467*, cit., 1794; A. IRACE, *Commento all'art. 2497-quinquies*, cit., 345. ss. In giurisprudenza, v. Trib. Milano, 24 aprile 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, 610 ss., con nota di G. BALP, *Sulla qualificazione*, ove si afferma che «la postergazione dei finanziamenti dei soci rispetto agli altri rapporti di credito opera nell'ambito di procedure concorsuali o di liquidazione volontaria» (cfr. tuttavia G. BALP, *ivi*, 614, 617-618, secondo cui si tratta di un *obiter dictum*, perché, nel caso di specie, la postergazione è negata per l'assenza di uno squilibrio patrimoniale o finanziario della società alla data dell'erogazione); Trib. Messina, 30 dicembre 2005, in *Giur. it.*, 2006, 1635, con nota di O. CAGNASSO, ove si afferma la postergazione nei confronti dei soci finanziatori di una società ammessa a concordato preventivo.

⁽⁷⁶⁾ Nel senso dell'applicabilità della postergazione anche alla società in funzionamento, cfr., tra gli altri, G. PRESTI, *Commento*, cit., 112-116, 118-120; F. TASSINARI, *Sottocapitalizzazione delle società di capitali e riforma del diritto societario*, in AA.VV., «Corporate Governance» e nuovo diritto societario, Milano, 2003, 143; A. BARTALENA, *I finanziamenti*, cit., 397; F. VASSALLI, *Sottocapitalizzazione*, cit., 266-268; L. PARRELLA, *Finanziamenti dei soci e postergazione del credito di restituzione: il nuovo art. 2467 c.c.*, in AA.VV., *La "nuova" società a responsabilità limitata*, Napoli, 2005, 299-304; ID., *Finanziamento dei soci e postergazione del credito di restituzione: problemi interpretativi dell'art.*

Le tesi che applicano la postergazione anche al di fuori dal concorso dei creditori tendono tuttavia ad affermare la natura temporanea e reversibile del rimedio, facendolo venir meno al cessare dello stato di squilibrio che è a tal fine rilevante⁽⁷⁷⁾. Si ritiene, infatti, che il divieto di restituzione del finanziamento esaurisca la sua portata quando la società ha risanato il proprio squilibrio e torna a possedere un patrimonio netto in grado di generare una redditività sufficiente a pagare integralmente e regolarmente i propri creditori.

Nel caso di specie, pertanto, quand'anche fosse accolta la tesi sostanzialistica e il finanziamento concesso da Pirelli risultasse postergato a partire dalla data in cui la Prima Linea di Credito è stata concessa (25 ottobre 2007) o rinnovata (6 novembre 2008), si dovrebbe ulteriormente verificare se l'Aumento di Capitale abbia avuto l'effetto di ripristinare l'equilibrio patrimoniale e finanziario di Pirelli RE.

A tal fine, occorre considerare che Pirelli ha sottoscritto integralmente la propria quota di Aumento di Capitale per complessivi €231,8 mln⁽⁷⁸⁾ e che tale sottoscrizione è stata eseguita mediante compensazione di un corrispondente importo del suo credito nei confronti di Pirelli RE. Pertanto, in seguito alla conversione di parte del proprio credito nell'Aumento di Capitale, al netto dei costi di transazione, Pirelli è rimasta titolare di un credito finanziario nei confronti di Pirelli RE pari a €278,1 mln.

Al fine di stabilire se l'ipotetico effetto di postergazione legale sia sopravvissuto all'Aumento di Capitale e abbia continuato a prodursi in relazione al credito residuo di Pirelli, occorre quindi accertare, nell'ambito di un'apposita valutazione tecnica, se l'Aumento di Capitale sia stato sufficiente a ripristinare l'equilibrio patrimoniale o finanziario di Pirelli RE o, piuttosto, se il mantenimento del credito residuo di Pirelli possa continuare ad essere considerato alla stregua di un finanziamento sostitutivo di un apporto di capitale di rischio.

Al riguardo, qui si può soltanto osservare che, al 31 dicembre 2009, su base civilistica, Pirelli RE esponeva un patrimonio netto (significativamente aumentato rispetto alla chiusura dell'esercizio 2008) pari a circa €663 mln, a fronte di passività non correnti per circa €364 mln, passività correnti pari a circa €331 mln (di cui circa €235 mln per debiti verso banche e altri finanziatori, ivi inclusi €187 mln verso parti correlate), tenuto conto di attività correnti per circa €197 mln (di cui €1,8 mln per disponibilità liquide)⁽⁷⁹⁾. Su base consolidata, sempre, al 31 dicembre 2009, Pirelli RE esponeva un patrimonio netto pari a circa €663 mln, una posizione finanziaria netta negativa per circa €445 mln e, quindi, un

2467 cod. civ., in *Dir. e giur.*, 2007, 370 ss.; E. DESANA, *La sollecitazione all'investimento*, cit., 185 ss.; O. CAGNASSO, *La società*, cit., 109-113; M. CAMPOBASSO, *Finanziamenti*, cit., 450 ss.; nonché G. BALP, *I finanziamenti*, cit., 363-375; N. BACCETTI, *Creditori involontari, patrimoni destinati e gruppi di società*, 2009, 528 ss. Cfr. altresì M. MAUGERI, *Finanziamento dell'unico socio e avvio dell'impresa sociale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, 645; ID., *Finanziamenti "anomali" dei soci*, cit., 88-118 ss., il quale, fuori dalle procedure concorsuali e dalla liquidazione, limita il divieto di restituzione del finanziamento alle somme che altrimenti intaccherebbero la copertura del capitale sociale in applicazione di un principio generale ricavabile dai divieti di distribuzione degli utili in caso di perdite del capitale (artt. 2433, comma 3 e 2478-bis, comma 5, c.c.) e di acconti dividendi in caso di perdite (art. 2433-bis, comma 3, c.c.).

⁽⁷⁷⁾ Al riguardo, tra gli altri, cfr. la ricostruzione di G.B. PORTALE, *Capitale sociale*, cit., 163 (in particolare, nota 298), che riporta l'opinione secondo cui «fuori dalle procedure concorsuali, la "riqualificazione" non necessariamente ha il carattere della definitività: essa cessa non appena la società (ri)diventi solvente (indipendentemente dai "prestiti") o finisca di trovarsi nella situazione di manifesta sottocapitalizzazione»; ID., *I finanziamenti*, cit., 676 ss., (anche note 31-32), a cui si rinvia per riferimenti in dottrina tedesca e svizzera; M. MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci*, cit., 101-102; O. CAGNASSO, *La società*, cit., 107; M. CAMPOBASSO, *Finanziamenti*, cit., 450; G. BALP, *I finanziamenti*, cit., 367-368; F. VASSALLI, *Sottocapitalizzazione*, cit., 268; N. BACCETTI, *Creditori*, cit., 532 ss.

⁽⁷⁸⁾ V. Comunicato di Pirelli RE del 9 luglio 2009.

⁽⁷⁹⁾ V. bilancio civilistico di Pirelli RE al 31 dicembre 2008, stato patrimoniale, pp. 238-239.

rapporto (c.d. *gearing*) tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto (significativamente ridotto rispetto allo stesso dato del 2008) pari a circa 0,67 ⁽⁸⁰⁾.

5. La Seconda Linea di Credito e l'Operazione di Separazione.

Ai fini di una valutazione del rischio di postergazione legale del credito finanziario vantato da Pirelli nei confronti di Prelios, occorre esaminare anche le circostanze in cui la Prima Linea di Credito concessa da Pirelli è stata rifinanziata e sostituita con la Seconda Linea di Credito.

Al riguardo, va anzitutto ricordato che, in virtù di successive modificazioni, l'importo di massimo utilizzo della Prima Linea di Credito da parte di Pirelli RE è stato progressivamente ridotto sino a €150 mln al 5 novembre 2009 ⁽⁸¹⁾.

In data 10 marzo 2010, il Consiglio di Amministrazione di Pirelli ha dato avvio all'esame di un progetto di separazione delle attività immobiliari esercitate da Pirelli RE dalle attività industriali del gruppo Pirelli al fine di perseguire una strategia di focalizzazione del *core business* nel settore dei pneumatici.

L'Operazione di Separazione prende successivamente le forme di un'assegnazione agli azionisti di Pirelli della quasi totalità delle azioni Pirelli RE detenute dalla stessa Pirelli per una partecipazione complessiva pari a circa il 58% del capitale sociale di Pirelli RE. Contestualmente, Pirelli è chiamata a deliberare una riduzione volontaria del capitale sociale per un importo non superiore a circa €329 mln ⁽⁸²⁾.

Appare subito evidente che, per effetto di tale ristrutturazione societaria, Pirelli è destinata a perdere il controllo di Pirelli RE e a cessare l'esercizio di attività di direzione e coordinamento nei confronti della medesima società, prospettandosi la possibilità che, in seguito alla separazione, si possa addivenire alla «*costituzione di un patto di stabilità sull'azionariato di Pirelli RE al quale potrebbero partecipare tutti o parte degli azionisti che aderiscono all'attuale sindacato di blocco di Pirelli&C.*» ⁽⁸³⁾.

L'Operazione di Separazione risulta quindi condizionata al preventivo assenso delle Banche e della stessa Pirelli, poiché, a quel tempo, tanto negli accordi relativi alla Prima Linea di Credito, quanto in quelli relativi al Finanziamento Club Deal, ogni operazione che avesse comportato il cambio di controllo di Pirelli RE senza il preventivo consenso di tali creditori avrebbe causato la risoluzione del finanziamento con conseguente rimborso anticipato di ogni importo ad essi dovuto da Pirelli RE.

E poiché il consenso di Pirelli era fuori discussione, in quanto parte proponente e chiamata a deliberare sulla stessa Operazione di Separazione, è evidente come Pirelli RE avesse l'esigenza di avviare trattative con le Banche per l'ottenimento del *waiver* che avrebbe concesso a Pirelli l'opportunità di perseguire la strategia di separazione delle attività del gruppo.

In seguito alla richiesta di *waiver* di Pirelli RE del 4 marzo 2010, tali trattative hanno condotto alla conclusione in data 11 maggio 2010 di un accordo tra Pirelli RE e le Banche in cui si richiama la puntuazione contenuta nel Term Sheet siglato in pari data tra le stesse Banche e Pirelli, in cui vengono definite le condizioni a cui le Banche hanno subordinato l'assenso all'Operazione di Separazione.

⁽⁸⁰⁾ V. la relazione annuale di Prelios per il 2011, relazione degli amministratori sulla gestione, *corporate review*, p. 16.

⁽⁸¹⁾ V. l'*Amendment Confirmation* e la *Cancellation Notice* del 5 novembre 2009 tra Pirelli e Pirelli RE.

⁽⁸²⁾ V. il documento informativo di Pirelli sull'Operazione di Separazione, p. 2, nonché la premessa C della Seconda Linea di Credito.

⁽⁸³⁾ V. il verbale del Consiglio di Amministrazione di Pirelli RE del 10 marzo 2010, p. 4.

In particolare, nei rapporti con Pirelli RE, le Banche hanno concesso il consenso all'Operazione di Separazione nell'ambito di un accordo che prevede modifiche al Finanziamento Club Deal volte a ridefinire i *covenant* finanziari a carico di Pirelli RE ⁽⁸⁴⁾ e a introdurre l'impegno specifico a carico della stessa Pirelli RE di continuare a beneficiare, almeno sino alla scadenza del Finanziamento Club Deal, del finanziamento già concesso da Pirelli con la Prima Linea di Credito, «*negli stessi o in termini ridefiniti*», per un importo complessivo sino a €150 mln ⁽⁸⁵⁾. Il consenso delle Banche è espressamente subordinato alla conclusione, «*in forma e sostanza di gradimento per le Banche*», di un «*Accordo Intercreditorio*» tra Pirelli e le Banche «*in ordine al mantenimento nei termini già oggetto di puntuazione da parte di Pirelli & C. S.p.A. della stessa Linea P&C in favore del Beneficiario nonché alla disciplina dei reciproci rapporti in connessione alla Linea P&C e al Finanziamento*» ⁽⁸⁶⁾.

In pari data, a conferma di tale puntuazione, è siglato un *term sheet* in cui si indica che, per ottenere il consenso delle Banche, Pirelli deve rinnovare una linea di credito *pari passu* al Finanziamento Club Deal e *senior debt* di Pirelli RE, a termini e condizioni di soddisfazione di Pirelli e delle Banche, con scadenza al luglio 2012, fermo restando, tuttavia, che Pirelli dovrà estendere la durata di tale nuova linea di credito, a seconda dei casi: (i) alla data di eventuale differimento del Finanziamento Club Deal comunque non successiva al febbraio 2013; (ii) al 31 luglio 2015, in caso di superamento da parte di Pirelli RE di determinati parametri economico-finanziari ivi indicati; nonché (iii) al 31 dicembre 2017, in caso di mancata soddisfazione di altri parametri economico-finanziari ovvero di violazione da parte di Pirelli RE dei *covenant* finanziari assunti nel Finanziamento Club Deal (come modificati) ⁽⁸⁷⁾.

⁽⁸⁴⁾ V. l'art. 3.1 dell'accordo tra Pirelli RE e le Banche in data 11 maggio 2010.

⁽⁸⁵⁾ V. l'accordo tra Pirelli RE e le Banche del 11 maggio 2010, alla premessa B, ove si indica che «*il Beneficiario conserverà il beneficio della linea di credito (negli stessi o in termini ridefiniti) concessa da Pirelli & C. al Beneficiario per complessivi euro 150.000.000 almeno sino alla scadenza del Contratto di Finanziamento*», nonché agli artt. 3.2 e 3.3 ove «*il Beneficiario si impegna a far sì che, in ogni momento, siano nella propria disponibilità (restando inteso che saranno considerate disponibili le linee di credito per cassa in essere in favore del Beneficiario, siano esse utilizzate o non utilizzate) linee di credito per cassa per un ammontare non inferiore ad euro 200.000.000, di cui euro 150.000.000 riferibili (a) alla Linea P&C e/o (ii) ad altre linee di credito eventualmente concesse in sostituzione totale o parziale della Linea P&C in ogni caso ai sensi di quanto previsto dall'Accordo Intercreditorio*».

⁽⁸⁶⁾ V. l'art. 3.5 e 4.1(iii) dell'accordo tra Pirelli RE e le Banche in data 11 maggio 2010.

⁽⁸⁷⁾ V. il *term sheet* dell'11 maggio 2010 tra Pirelli e la Banca Agente relativo all'Operazione di Separazione, nonché il Documento informativo di Pirelli sull'Operazione di Separazione del 3 luglio 2010, p. 69 («*anche su indicazione del pool di banche del club deal, ai fini dell'approvazione dell'Operazione da parte di queste ultime, è previsto che Pirelli & C. stipuli con Pirelli RE una linea di credito revolving di Euro 150 milioni, previa estinzione della linea di credito di corrispondente importo [...] concessa a Pirelli RE nel novembre 2008 [...] La nuova linea di credito sarà pari passu rispetto ai crediti delle banche finanziatrici del club deal – e, pertanto, il credito della Società non sarà più postergato rispetto a quello degli altri creditori di Pirelli RE – e regolata a termini e condizioni di mercato, beneficiando in particolare di una remunerazione maggiore rispetto a quella della linea di credito concessa nel 2008. Si prevede che la scadenza della predetta linea di credito sia calibrata su quella del club deal e, pertanto, prevista al luglio 2012 ovvero estesa su iniziativa del concedente al febbraio 2013, qualora, al verificarsi di determinate circostanze, la scadenza del club deal venga a sua volta prorogata. La scadenza della linea di credito potrebbe essere ulteriormente prorogata (i) sino al 31 luglio 2015, nel caso in cui non siano rispettati alla data del 30 giugno 2012 oppure del 31 dicembre 2012 (qualora la scadenza della linea di credito sia stata estesa al febbraio 2013) determinati livelli, previsti con riferimento a tali date, di posizione finanziaria netta consolidata e di rapporto tra posizione finanziaria netta consolidata e EBIT da servizi consolidato di Pirelli RE, oppure (ii) al 31 luglio 2017, in caso (a) di mancato rispetto dei *covenant* finanziari a livello consolidato previsti nel club deal, come rivisti, con riferimento alla posizione finanziaria netta, al rapporto tra posizione finanziaria netta e EBIT e al rapporto tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto a determinate date e periodi di riferimento [...] ovvero (b) nel caso in cui nel periodo compreso tra il 31 dicembre 2011 (incluso) e il 30 giugno 2012, oppure (in caso di estensione della scadenza della linea di credito al febbraio 2013), nel periodo compreso tra il 30 giugno 2012 incluso e il 31 dicembre 2012, la posizione finanziaria netta consolidata oppure il rapporto tra posizione finanziaria netta consolidata e EBIT da servizi consolidato non rispettino determinate soglie e contrattualmente previste». Per un'analoga descrizione, v. anche il comunicato di Pirelli e Pirelli RE del 4 maggio 2010. Si consideri, inoltre, che le pattuizioni del *term sheet* dell'11 maggio 2010 sono state successivamente attuate e riflesse (con alcune modificazioni) nel primo accordo inter-creditorio stipulato tra Pirelli e le Banche il 22 novembre 2011.*

Inoltre, stando alla ricostruzione svolta nelle premesse della Seconda Linea di Credito, dagli impegni di Pirelli nei confronti delle Banche viene fatto conseguire anche che la nuova linea di credito per €150 mln concessa da Pirelli a Pirelli RE non dovrà essere dichiarata risolta o comunque prematuramente rimborsabile in caso di violazione degli impegni di natura finanziaria, delle dichiarazioni e garanzie e di avveramento degli eventi rilevanti previsti, sia nel contratto relativo a tale nuova Seconda Linea di Credito, sia nel Finanziamento Club Deal, almeno sino a quando il Finanziamento Club Deal risulti ancora in essere o comunque non sia risolto o anticipatamente rimborsato ⁽⁸⁸⁾.

Una volta ottenuto il consenso delle Banche, si è potuto così procedere all'attuazione dell'Operazione di Separazione secondo una sequenza che ha visto, dapprima (a) la stipulazione in data 18 ottobre 2010 della Seconda Linea di Credito concessa da Pirelli per massimi €150 mln volta a rifinanziare le medesime somme già messe a disposizione da Pirelli con la Prima Linea di Credito (come modificata) e, successivamente, (b) il perfezionamento contestuale, in data 25 ottobre 2010, del *closing* dell'Operazione di Separazione, della estinzione della Prima Linea di Credito e dalla erogazione della Seconda Linea di Credito per l'importo massimo di €150 mln ⁽⁸⁹⁾.

Occorre a questo punto approfondire quali possano essere le conseguenze di un tale rifinanziamento del credito di Pirelli nei confronti di Pirelli RE ai fini della sua assoggettabilità al regime di postergazione legale.

Sul piano soggettivo, va anzitutto sottolineato come l'accordo che dispone la concessione della Seconda Linea di Credito da parte di Pirelli sia stato negoziato e stipulato prima del *closing* dell'Operazione di Separazione e, quindi, quando Pirelli era ancora socio di controllo di Pirelli RE ed esercitava attività di direzione e coordinamento nei confronti della stessa società. Sotto questo profilo, quindi, l'assunzione da parte di Pirelli dell'obbligo di concedere il finanziamento a Pirelli RE sembra formalmente ricadere nell'ipotesi della postergazione infragruppo dei finanziamenti concessi dalla società che esercita direzione e coordinamento nei confronti della società eterodiretta (art. 2497-*quinquies* cod. civ.).

In senso contrario, si potrebbe peraltro obiettare che, in questo caso, il dato giuridico-formale dovrebbe essere superato da una lettura che valorizza maggiormente la fase funzionale del rapporto e, quindi, la circostanza che l'estinzione della Prima Linea di Credito e l'erogazione della Seconda Linea di Credito hanno avuto luogo contestualmente al *closing* dell'Operazione di Separazione e, quindi, proprio a partire dalla data in cui Pirelli ha perso il controllo e la direzione e coordinamento di quella che è ormai divenuta Prelios. Questa argomentazione può essere anche supportata dalla ricostruzione delle trattative operate nelle premesse della Seconda Linea di Credito, ove si indica che *«la Concedente è disponibile ad accordare alla Beneficiaria una nuova linea di credito di importo complessivo pari a quello*

⁽⁸⁸⁾ V. premessa D della Seconda Linea di Credito, ove si indica che *«In vista dell'attuazione dell'operazione di Separazione richiamata nella premessa (C), in data 30 aprile 2010 le banche che hanno concesso alla Beneficiaria il Finanziamento Sindacato hanno prestato il proprio consenso alla Separazione, subordinatamente, tra l'altro (i) alla modifica di alcuni termini e condizioni del Finanziamento Sindacato in vista del perfezionamento della Separazione, (ii) all'assunzione di alcuni impegni nei confronti delle Banche intesi sostanzialmente ad accordare alla Beneficiaria, mediante una nuova linea di credito, la disponibilità delle stesse risorse finanziarie già messe a disposizione della Concedente con la Vecchia Linea di Credito anche a seguito della Separazione e almeno sino alla scadenza del Finanziamento Sindacato. In particolare, tali impegni attualmente prevedono che la nuova linea di credito dovrà essere di pari grado (pari passu) rispetto ai crediti delle banche ai sensi del Finanziamento Sindacato e da essi impegni attualmente consegue che la stessa non potrà essere dichiarata risolta o comunque prematuramente rimborsabile (x) in caso di violazione degli impegni di natura finanziaria di cui al successivo Articolo 16, (y) in caso di violazioni di impegni o di dichiarazioni e garanzie o, comunque, al ricorrere di un Evento Rilevante ivi previsti, ma diversi perché ulteriori e comunque non ricompresi fra quelli previsti nel Finanziamento Sindacato e (z) in caso di violazione di impegni o di dichiarazioni e garanzie o, comunque, al ricorrere di un Evento Rilevante previsto nello stesso Finanziamento Sindacato fintantoché, a valere tutti i casi sub (x) (y) e (z), il Finanziamento Sindacato sarà in essere o non verrà dichiarato risolto o comunque prematuramente rimborsabile»*. Per un'analoga descrizione, v. il Documento informativo di Pirelli sull'Operazione di Separazione, pp. 64-65.

⁽⁸⁹⁾ V. *supra* §§1.19-1.20.

della Vecchia Linea di Credito, a termini e condizioni di mercato coerenti con l'avvenuta Separazione e con la conseguente cessazione del rapporto di gruppo con la Beneficiaria [...] e previa estinzione e rimborso integrale della Vecchia Linea di Credito»⁽⁹⁰⁾. Sotto questo profilo, inoltre, si potrebbe far rilevare anche come le condizioni della Seconda Linea di Credito siano state sostanzialmente allineate a quelle del Finanziamento Club Deal, con particolare riferimento alla remunerazione e alla scadenza del credito così concesso⁽⁹¹⁾.

Questo argomento, tuttavia, non pare in grado di escludere il rischio di postergazione.

In primo luogo, in assenza d'indicazioni normative espresse, è incerto che, in via interpretativa, si possa far venir meno l'anomalia del finanziamento nel caso in cui il socio riesca a dimostrare che il suo finanziamento è stato comunque concesso a condizioni di mercato⁽⁹²⁾. Inoltre, ove questa eccezione fosse fondata, è evidente che, ai fini di tale dimostrazione, non sarebbero decisive le dichiarazioni delle parti, ma occorrerebbe svolgere un'analisi obiettiva e indipendente che compari effettivamente le condizioni della Prima Linea di Credito con quelle che Prelios avrebbe potuto ottenere a tale data sul mercato.

A prescindere da tali rilievi, inoltre, la tesi di una negoziazione della Seconda Linea di Credito *at arm's length* sembra in qualche misura contrastare con il contesto negoziale in cui si colloca l'Operazione di Separazione.

Se si considera, infatti, che l'Operazione di Separazione proposta da Pirelli poteva essere attuata solo con il previo consenso delle Banche, è ragionevole presumere che la decisione di Pirelli e Pirelli RE di rifinanziare il precedente credito di Pirelli tramite la stipulazione della Seconda Linea di Credito sia stata ricompresa nell'esercizio di quelle prerogative di influenza societaria e imprenditoriale che competono alla posizione di Pirelli quale soggetto che, prima dell'esecuzione dell'Operazione di Separazione, ancora esercitava direzione e coordinamento su Pirelli RE. In altri termini, al fine di dimostrare i presupposti di applicazione soggettiva della postergazione, si potrebbe osservare che, in considerazione dell'interesse di Pirelli a una tale riorganizzazione delle attività del gruppo, la stessa Pirelli abbia esercitato il potere di direzione e coordinamento nei confronti di Pirelli RE per far sì che quest'ultima accettasse le condizioni di rifinanziamento imposte dalle Banche quale condizione per l'attuazione dell'Operazione di Separazione. Ciò che del resto in qualche misura emerge anche dall'esame del verbale del Consiglio di Amministrazione di Pirelli che ha approvato l'Operazione di Separazione, ove si precisa che *«al fine di dare maggiore stabilità a Pirelli RE e a consentire alla stessa una più agevole capacità di raggiungere gli obiettivi del piano industriale, Pirelli manterrebbe l'attuale linea di credito di 150 milioni di euro a favore di Pirelli RE per un periodo di 5 anni con possibilità di rimborso anticipato a partire dal terzo anno. Il mantenimento della linea di credito da parte di Pirelli & C. rappresenta anche un requisito essenziale per l'ottenimento del waiver da parte delle banche finanziatrici»*⁽⁹³⁾.

⁽⁹⁰⁾ V. Seconda Linea di Credito, Premessa E.

⁽⁹¹⁾ V. il comunicato di Pirelli e Pirelli RE del 4 maggio 2010 e il Documento informativo di Pirelli relativo all'Operazione di Separazione, p. 69, ove si preannuncia che le condizioni (inclusa la remunerazione e la scadenza) della Seconda Linea di Credito di Pirelli saranno di mercato e sostanzialmente allineate a quelle del Finanziamento Club Deal.

⁽⁹²⁾ Per alcune considerazioni in tal senso, cfr. N. BACCETTI, *Creditori*, cit., 632, nota 133, ove si trae spunto dalla soluzione adottata dall'ordinamento tedesco per esentare dalla postergazione i c.d. finanziamenti di salvataggio (*Sanierungsprivileg*) e si prospetta la possibilità di una tale conclusione in base alla configurabilità in tale ipotesi del presupposto oggettivo di squilibrio patrimoniale o finanziario della società (art. 2467, comma 2, cod. civ.). Per argomenti nella stessa direzione, cfr. anche M. MAUGERI, *Dalla struttura*, cit., 143 ss., 151-155; G. BALP, *I finanziamenti*, cit., 406-407.

⁽⁹³⁾ V. il verbale del Consiglio di Amministrazione Pirelli del 10 marzo 2010, p. 4, ove si menziona la necessità di svolgere le attività propedeutiche all'operazione, tra cui l'«ottenimento dei waiver da parte delle banche finanziatrici (sia di Pirelli & C. sia di Pirelli RE)» (p. 3) e si conferisce incarico al Presidente di «individuare la

Inoltre, una conferma dell'influenza imprenditoriale di Pirelli in tale operazione di rifinanziamento potrebbe essere reperita nella regolamentazione della scadenza della Seconda Linea di Credito che, nei confronti di Pirelli RE, risulta differibile al 31 luglio 2017 su iniziativa di Pirelli e, nei confronti delle Banche, è oggetto di uno specifico obbligo di rinnovo in capo a Pirelli sino a tale data in caso di violazione degli impegni finanziari assunti da Prelios nel Finanziamento Club Deal ⁽⁹⁴⁾. E considerazioni analoghe potrebbero essere riferite anche alle pattuizioni intercreditorie che impediscono a Pirelli, anche al ricorrere dei relativi presupposti, di chiedere il rimborso anticipato della Seconda Linea di Credito sino alla integrale restituzione del Finanziamento Club Deal o comunque alla data in cui le Banche abbiano richiesto il suo rimborso anticipato ⁽⁹⁵⁾.

Vi è pertanto il rischio che, in considerazione del controllo e della direzione e coordinamento esercitata da Pirelli nei confronti di Pirelli RE durante le trattative e alla data di stipulazione della Seconda Linea di Credito, anche tale finanziamento da parte di Pirelli possa essere considerato alla stregua di un finanziamento della capogruppo alla società eterodiretta astrattamente soggetto a postergazione legale (art. 2497-*quinquies* cod. civ.).

A questo punto, per stabilire se il finanziamento concesso da Pirelli con la Seconda Linea di Credito sia in concreto postergato, occorre valutare se, alla data della concessione di quest'ultima, la beneficiaria si trovasse effettivamente in condizioni di squilibrio patrimoniale o finanziario rilevanti ai sensi dell'art. 2467 cod. civ. Si può infatti richiamare l'insegnamento già indicato secondo cui lo squilibrio della società finanziata sopravvenuto alla data di concessione del finanziamento diventa rilevante ogniqualvolta il credito già concesso alla società è oggetto di un atto di rinnovazione da parte del socio ⁽⁹⁶⁾.

Anche a tal proposito, va tenuto presente che ogni giudizio sul rapporto tra indebitamento e mezzi propri di Prelios o comunque sulla sostenibilità della sua situazione finanziaria alla data della Seconda Linea di Credito non può essere svolto in questa sede, dovendo essere demandato a un accertamento tecnico da effettuarsi avendo riguardo alle effettive condizioni di Prelios a tale data, alla natura dell'attività esercitata e alle condizioni patrimoniali e finanziari di società comparabili.

Sotto questo profilo, qui ci si limita a indicare dalla documentazione esaminata emergono alcuni elementi che potrebbero essere adoperati da chi intendesse dimostrare la sussistenza di uno squilibrio rilevante di Prelios alla data della Seconda Linea di Credito.

Anzitutto, nel documento informativo predisposto da Pirelli in occasione dell'Operazione di Separazione, tra i benefici che Pirelli si aspettava di ricavare da tale riorganizzazione, si menziona quello di una significativa riduzione dell'indebitamento che «a seguito del deconsolidamento di Pirelli Re, verrebbe ridotto per un ammontare pari a circa Euro 420 milioni» ⁽⁹⁷⁾.

migliore struttura di operazione ipotizzata e di definire gli elementi necessari per la sua realizzazione, verificando che ne siano realizzati i presupposti (in particolare, consenso degli enti finanziatori)» (p. 6).

⁽⁹⁴⁾ Quanto ai rapporti tra Pirelli e le Banche, si consideri, dapprima, il *term sheet* tra Pirelli e la Banca Agente dell'11 maggio 2010 in relazione all'Operazione di Separazione (v. *supra* §1.17) e, successivamente, il primo accordo inter-creditorio del 22 novembre 2011 (v. *supra* §1.24). Per quanto riguarda invece i rapporti tra Pirelli e Pirelli RE, si consideri l'art. 6 della Seconda Linea di Credito (v. *supra* §1.19).

⁽⁹⁵⁾ V. *supra* §§1.15, 1.24 e 1.26.

⁽⁹⁶⁾ V. *supra* la nota 66. Analogamente a quanto già affermato, la rilevanza delle condizioni patrimoniali e finanziari di Prelios alla data della Seconda Linea di Credito va a maggior ragione affermata anche ove si dovesse ritenere che quest'ultima ha dato luogo, non a un'operazione di mero rifinanziamento volta a rinnovare la durata del precedente credito finanziario di Pirelli modificandone termini e condizioni, bensì alla concessione di un vero e proprio nuovo finanziamento da parte di Pirelli.

⁽⁹⁷⁾ V. il documento informativo di Pirelli sull'Operazione di Separazione, p. 17. Tale dato conferma sostanzialmente quanto già prospettato nel Consiglio di Amministrazione di Pirelli del 10 marzo 2010, p. 6, ove indica che «l'operazione di separazione, anche considerando il mantenimento della citata linea di credito di 150 mln di

Inoltre, in tale documento sono indicati tutta una serie di fattori di rischio che, specie se letti *ex post* in un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios, potrebbero essere adoperati per cercare di rappresentare una situazione in cui lo squilibrio patrimoniale o finanziario di Prelios fosse già in atto a partire dall'ottobre 2010.

In particolare, in tale documento informativo è contenuta una specificava avvertenza per rischi connessi all'indebitamento finanziario di Prelios, in cui si mette in evidenza che «al 31 marzo 2010 la posizione finanziaria netta consolidata di Pirelli Re, esclusi i crediti per finanziamenti soci (ossia i finanziamenti concessi da Pirelli Re e sue controllate a società collegate e joint venture), è negativa per Euro 458,6 milioni. Alla medesima data sono presenti crediti per finanziamenti soci per Euro 403,3 milioni. Conseguentemente la posizione finanziaria netta consolidata al 31 marzo 2010, inclusiva di tali crediti, è negativa per Euro 55,3 milioni. Sempre al 31 marzo 2010, l'indebitamento verso il sistema bancario ammonta Euro 416,8 milioni. Si segnala inoltre che alcuni contratti di finanziamento di Pirelli Re prevedono determinati covenant finanziari, usuali per linee di credito a medio termine, il cui mancato rispetto potrebbe avere effetti negativi sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale di Pirelli Re e del Gruppo Pirelli Re» ⁽⁹⁸⁾.

A ciò si aggiunge uno specifico fattore di rischio dedicato al negativo andamento dei risultati del gruppo Pirelli RE nell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009, ove si illustra un contesto generale di crisi dei mercati finanziari e, in particolare, del settore immobiliare che ha contribuito a causare «un risultato negativo consolidato di competenza di Euro 104,3 milioni (in miglioramento tuttavia rispetto all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008, che si era chiuso con un risultato negativo di Euro 195 milioni)» ⁽⁹⁹⁾.

Sotto il profilo patrimoniale, vengono inoltre segnalati dei «rischi connessi a svalutazioni del patrimonio del Gruppo Pirelli Re e a un eventuale risultato sfavorevole dell'Impairment Test sulle immobilizzazioni immateriali». Questo per indicare che l'eventuale perdurare della crisi economica avrebbe potuto condurre a una svalutazione dei portafogli detenuti da Pirelli RE, così come a una svalutazione dei valori di avviamento pari, al 31 dicembre 2009, a €148,1 mln ⁽¹⁰⁰⁾.

Infine, il documento informativo sull'Operazione di Separazione contiene una specifica avvertenza in relazione ai rischi connessi all'andamento negativo del mercato immobiliare, ove si chiarisce che «a partire dal 2008 il mercato immobiliare ha subito un marcato

euro in favore di Pirelli RE, consentirebbe comunque al Gruppo Pirelli di registrare nel contempo una riduzione del proprio debito lordo di circa 340 milioni di euro derivanti dal deconsolidamento del debito per 490 milioni».

⁽⁹⁸⁾ V. il documento informativo di Pirelli sull'Operazione di Separazione, pp. 21-22.

⁽⁹⁹⁾ V. il documento informativo di Pirelli sull'Operazione di Separazione, pp. 22-23, ove si aggiunge che al 31 marzo 2010 il risultato netto consolidato di competenza è stato positivo per Euro 0,4 milioni, in miglioramento rispetto al dato negativo di Euro 15,8 milioni dell'omologo periodo dell'esercizio 2009. Il permanere, peraltro, di una situazione di generale incertezza dei mercati e sui tempi della ripresa economica, anche per il settore immobiliare, potrebbe avere effetti negativi sui futuri risultati di Pirelli RE e del Gruppo Pirelli Re».

⁽¹⁰⁰⁾ V. il documento informativo di Pirelli sull'Operazione di Separazione del 3 luglio 2010, pp. 23-24, secondo cui «l'eventuale perdurare della crisi economica, così come fattori negativi che dovessero interessare i portafogli immobiliari posseduti da società controllate da Pirelli Re o da società di investimento immobiliari (o fondi immobiliari) in cui società del Gruppo Pirelli Re investono (quali, ad esempio, una riduzione dei proventi generati dai canoni di locazione, un calo dei possibili valori di realizzo, un rallentamento delle vendite o un ulteriore peggioramento delle condizioni dei mercati di riferimento) potrebbero indurre i valutatori a rivedere in senso peggiorativo le loro valutazioni, con conseguenti possibili effetti negativi sulla situazione economica e patrimoniale del Gruppo Pirelli Re. Il Gruppo Pirelli Re ha iscritto tra le sue attività valori di avviamento pari al 31 dicembre 2009, a Euro 148,1 milioni, rivenienti principalmente da operazioni di acquisizione avvenute nel corso del tempo. Tali attivi sono assoggettati ad Impairment Test su base annuale e, in ogni caso, tutte le volte che vi sia presenza di indicatori che facciano supporre una perdita del loro valore. Al 31 dicembre 2009 l'Impairment Test ha dato esito favorevole e, pertanto, non si è proceduto ad alcuna rettifica di valore. Il processo valutativo posto alla base dell'Impairment Test è fortemente influenzato dalle assunzioni di base utilizzate nella stima dei flussi di cassa futuri e dei relativi tassi di sconto: qualora questi ultimi dovessero variare significativamente determinando una riduzione dei valori recuperabili stimati al 31 dicembre 2009, potrebbero determinarsi perdite di valore degli avviamenti iscritti in bilancio al 31 dicembre 2009; tale circostanza potrebbe avere effetti negativi sul conto economico e quindi sul livello di patrimonio netto del Gruppo Pirelli RE».

rallentamento anche nei Paesi in cui opera il Gruppo Pirelli RE, con un calo dei valori immobiliari. Inoltre, la scarsa liquidità presente sul mercato ha inciso negativamente sul numero delle transazioni e sui tempi di perfezionamento. Il perdurare dell'attuale situazione o, addirittura, il suo ulteriore peggioramento, potrebbe avere effetti negativi sui risultati del Gruppo Pirelli Re e sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria» ⁽¹⁰¹⁾.

Si può infine osservare che, al 31 dicembre 2010, su base civilistica, Pirelli RE esponeva un patrimonio netto pari a circa €531 mln, a fronte di passività non correnti per circa €454 mln, passività correnti pari a circa €171 mln (di cui circa €82 mln per debiti verso banche e altri finanziatori, ivi inclusi €79 mln verso parti correlate), tenuto conto di attività correnti per circa €137 mln (di cui €4,3 mln per disponibilità liquide) ⁽¹⁰²⁾. Su base consolidata, sempre, al 31 dicembre 2010, Pirelli RE esponeva un patrimonio netto pari a circa €589 mln, una posizione finanziaria netta negativa per circa €424 mln e, quindi, un rapporto (c.d. *gearing*) tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto pari a circa 0,72 ⁽¹⁰³⁾.

6. La Terza Linea di Credito, la mancata soddisfazione dei *covenant* finanziari assunti da Prelios e le trattative per l'operazione di Ristrutturazione del Debito di Prelios.

L'assoggettabilità a postergazione legale del credito ad oggi vantato da Pirelli nei confronti di Prelios deve essere valutata anche alla luce delle circostanze di rifinanziamento che hanno portato alla modifica e rinnovo di un tale credito tramite la risoluzione della Seconda Linea di Credito e la sua sostituzione con la Terza Linea di Credito.

Posto che, nel marzo del 2011, la Seconda Linea di Credito è stata modificata da Pirelli e Prelios per introdurre, tra l'altro, nuovi *covenant* finanziari a carico della beneficiaria ⁽¹⁰⁴⁾, nel settembre del 2011, *«in considerazione della recente negativa evoluzione dei mercati finanziari e al fine di garantire alla Società un ordinato svolgimento delle proprie attività, assicurando con continuità il connesso supporto finanziario»* ⁽¹⁰⁵⁾, Prelios ha avviato trattative con le Banche per il rifinanziamento sino al 2014 del Finanziamento Club Deal e con Pirelli per il rinnovo della Seconda Linea di Credito.

All'esito di tali negoziazioni, il 28 dicembre 2011, Pirelli e Prelios hanno stipulato il contratto per la Terza Linea di Credito che, tramite l'estinzione della Seconda Linea di Credito, rinnova e modifica i termini e le condizioni del precedente credito finanziario di Pirelli che viene incrementato sino a massimi €160 mln ed esteso al luglio 2017, salva la facoltà di Prelios di recedere con 60 giorni di preavviso dopo che il Finanziamento Club Deal (come modificato) sia stato integralmente rimborsato.

In pari data, le Banche e Prelios hanno stipulato il Nuovo Finanziamento Club Deal che rifinanzia il Finanziamento Club Deal e rinnova sino al 31 dicembre 2014 il credito concesso dalle Banche a Prelios incrementandolo complessivamente sino a massimi €359 mln.

Infine, sempre il 28 dicembre 2011, Pirelli e le Banche hanno stipulato l'Accordo Inter-creditorio in virtù del quale (v. art. 3) Pirelli s'impegna nei confronti delle Banche, tra l'altro, a non esercitare nei confronti di Prelios alcun rimedio contrattuale relativo alla Terza Linea di Credito sino alla data dell'integrale rimborso del Nuovo Finanziamento Club Deal,

⁽¹⁰¹⁾ V. il documento informativo di Pirelli sull'Operazione di Separazione, p. 28.

⁽¹⁰²⁾ V. la relazione annuale di Prelios per il 2011, stato patrimoniale della capogruppo, pp. 156-157.

⁽¹⁰³⁾ V. la relazione annuale di Prelios per il 2011, relazione degli amministratori sulla gestione, *corporate review*, p. 16.

⁽¹⁰⁴⁾ V. l'accordo modificativo dell'1 marzo 2011 tra Pirelli e Prelios.

⁽¹⁰⁵⁾ V. il documento informativo di Pirelli per operazioni con parti correlate del 30 dicembre 2011, p. 4.

fatta eccezione per: (i) il rimborso del capitale alla scadenza della Terza Linea di Credito (luglio 2017); e (ii) l'ipotesi in cui le Banche abbiano esercitato rimedi contrattuali volti a far valere l'inadempimento di Prelios al Nuovo Finanziamento Club Deal per violazioni degli obblighi di pagamento o degli impegni di natura finanziaria ⁽¹⁰⁶⁾.

Come si è visto, tale rinegoziazione dell'esposizione finanziaria di Prelios deve essere ricondotta all'esigenza di dare attuazione agli impegni che Pirelli ha assunto nei confronti delle Banche al fine di ottenere il consenso all'attuazione dell'Operazione di Separazione.

Infatti, a conferma delle pattuizioni già contenute nel *term sheet* tra Pirelli e la Banca Agente dell'11 maggio 2010 e nel primo accordo inter-creditorio formalizzato in data 22 novembre 2011, la stessa Pirelli riconosce che «*al fine dell'ottenimento dell'autorizzazione del Club Deal alla Separazione, P&C si era impegnata con il medesimo a mantenere in essere il finanziamento P&C fino al luglio 2012/febbraio 2013 impegnandosi altresì, su espressa richiesta del Club Deal, a prorogare il suo impegno finanziario sino a luglio 2015 o luglio 2017, in caso di mancato raggiungimento di determinati obiettivi economico-finanziari e/o mancato rispetto di alcuni covenant finanziari da parte della Società*» ⁽¹⁰⁷⁾.

Al riguardo, è inoltre precisato che, sia la Terza Linea di Credito, sia il Nuovo Finanziamento Club Deal, «*sono stati definiti sulla base delle nuove linee guida di Trend 2012-2014 approvate in data 11 novembre 2011 dal Consiglio di Amministrazione della Società che, alla luce del*

⁽¹⁰⁶⁾ Più specificamente, ai sensi dell'art. 3 dell'Accordo Inter-creditorio:

(a) «*In deroga ad eventuali previsioni contrarie del Contratto di Finanziamento P&C e ad eccezione di quanto previsto al successivo paragrafo (b), Pirelli & C. si impegna nei confronti delle Banche Finanziatrici a non esercitare alcun Rimedio Finanziamento P&C sino alla data dell'integrale rimborso del Finanziamento;*

(b) «*Fermo e impregiudicato quanto previsto al precedente paragrafo (a), resta in ogni caso inteso che Pirelli & C. potrà, anteriormente alla data dell'integrale rimborso del Finanziamento:*

(i) *esercitare i Rimedi Finanziamento P&C esclusivamente in caso di mancato pagamento da parte del Beneficiario di importi dovuti a Pirelli & C. in relazione al Finanziamento P&C, restando inteso che il mancato pagamento degli interessi maturati in relazione al Finanziamento P&C alle scadenze di cui all'articolo 8.3 (Pagamento degli interessi) del Contratto di Finanziamento P&C, ove ricorrano le circostanze previste dal paragrafo (a) dell'articolo 18.1 (Mancato pagamento) del Contratto di Finanziamento P&C medesimo ed in quei termini, non costituirà, ai sensi e per gli effetti di cui al presente Accordo e al Contratto di Finanziamento P&C, un mancato pagamento da parte del Beneficiario di importi dovuti a Pirelli & C. in relazione al Finanziamento P&C; e*

(ii) *avvalersi dei Rimedi Finanziamento P&C che siano esercitabili in occasione del verificarsi di un Default Finanziamento, esclusivamente ove:*

(1) *il Default Finanziamento sia costituito da un evento di cui agli articoli 18.1 (Mancato pagamento) ovvero 18.3 (Violazione degli impegni di natura finanziaria) del Contratto di Finanziamento; e*

(2) *la Banca Agente abbia inviato al Beneficiario la comunicazione di cui all'articolo 18.13 paragrafo (a)(i) (Rimedi in caso di Evento Rilevante) del Contratto di Finanziamento.»*

Ai fini di quanto sopra, si precisa che, nella clausola sopra descritta, per:

- Beneficiario si intende Prelios;
- Pirelli & C. si intende Pirelli;
- Banche Finanziatrici si intendono le Banche;
- Contratto di Finanziamento P&C si intende il contratto tra Pirelli e Prelios relativo alla Terza Linea di Credito;
- Finanziamento P&C si intende la Terza Linea di Credito;
- Contratto di Finanziamento si intende il contratto tra Prelios e le Banche relativo al Nuovo Finanziamento Club Deal;
- Finanziamento si intende il Nuovo Finanziamento Club Deal;
- Rimedio Finanziamento P&C si intende «*qualsivoglia rimedio previsto dal Contratto di Finanziamento P&C e/o normativo esercitabile da parte di Pirelli & C. in relazione al Finanziamento P&C (quale, a mero titolo esemplificativo, la risoluzione, il recesso, la dichiarazione di decadenza dal beneficio del termine)*»;
- Default Finanziamento si intende «*un inadempimento da parte del Beneficiario ad obbligazioni da esso assunte ai sensi del Contratto di Finanziamento e/o qualsivoglia altro evento che legittimi le Banche Finanziatrici ad esercitare un rimedio previsto dal Contratto di Finanziamento e/o normativo esercitabile in relazione al Finanziamento (quale, a mero titolo esemplificativo, la risoluzione, il recesso, la dichiarazione di decadenza dal beneficio del termine).*

⁽¹⁰⁷⁾ V. il Documento informativo di Pirelli per operazioni con parti correlate del 30 dicembre 2011, p. 4.

significativo deterioramento dello scenario macroeconomico e sulla base dei risultati conseguiti al 30 settembre del corrente esercizio [al 31 dicembre 2011], ha rivisto sia i principali target 2011 che quelli per gli anni successivi, in precedenza comunicati al mercato, rilevando che erano venuti meno i presupposti per poterli confermare. I nuovi obiettivi comunicati al mercato avrebbero determinato in ogni caso le condizioni per l'insorgenza dell'obbligo a suo tempo assunto da P&C nei confronti del Club Deal per dare corso al rinnovo del Finanziamento P&C fino a luglio 2017».

Va, inoltre, considerato che, il 12 dicembre 2011, in seguito alla revisione degli obiettivi finanziari del piano di Trend 2012-2014 e al fine di consentire il buon esito dell'operazione di rifinanziamento in corso di negoziazione, Prelios e le Banche hanno stipulato un accordo volto a sospendere i *covenant* finanziari assunti da Prelios ai sensi del Finanziamento Club Deal sino al raggiungimento di un nuovo accordo e comunque non oltre il 31 dicembre 2011 ⁽¹⁰⁸⁾.

Occorre a questo punto valutare quali conseguenze possano essere tratte da tali circostanze ai fini della assoggettabilità a postergazione del credito finanziario di Pirelli verso Prelios.

Sul piano del presupposto soggettivo della postergazione, si potrebbe obiettare che, alla data di concessione della Terza Linea di Credito, Pirelli aveva cessato da oltre un anno di possedere una partecipazione di controllo e di esercitare attività di direzione e coordinamento nei confronti di Prelios. All'esito dell'Operazione di Separazione, infatti, Pirelli ha conservato solo una partecipazione di minoranza pari a circa lo 0,067% del capitale sociale che certamente non pone Pirelli in condizioni tali da esercitare una influenza imprenditoriale nei confronti di Prelios che possa essere considerata rilevante ai fini delle tesi favorevoli ad estendere in via interpretativa la postergazione legale ai finanziamenti concessi dai c.d. soci imprenditori di s.p.a. non eterodirette ⁽¹⁰⁹⁾ ⁽¹¹⁰⁾.

Questo rilievo, che in sé potrebbe apparire ragionevole e condivisibile, non coglie tuttavia tutte le peculiarità del caso di specie.

La Terza Linea di Credito, infatti, rinnova e modifica il credito di Pirelli derivante da un precedente finanziamento che potrebbe essere sorto in condizioni di postergazione legale in quanto concesso o comunque rinnovato a una data in cui Pirelli controllava di diritto Pirelli RE ed (quanto meno a partire dal 24 marzo 2009) esercitava direzione e coordinamento nei confronti della medesima società. In particolare, come si è visto, una tale postergazione potrebbe essere affermata, (a) sia nel caso in cui uno squilibrio patrimoniale o finanziario rilevante di Pirelli RE ai sensi dell'art. 2467, comma 2, cod. civ. fosse rilevabile alla data di concessione della Prima Linea di Credito (25 ottobre 2007) o

⁽¹⁰⁸⁾ V. accordo tra Prelios e le Banche del 12 dicembre 2011.

⁽¹⁰⁹⁾ V. *supra* §3.2, in particolare nota 56.

⁽¹¹⁰⁾ Né sembra configurabile la postergazione del finanziamento infragruppo tra società sorelle soggette alla medesima direzione e coordinamento (art. 2497-*quinquies* cod. civ.). Ciò nella misura in cui non sussiste ad oggi alcun soggetto che sia in grado di esercitare il controllo o comunque l'attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 e ss. cod. civ., tanto nei confronti di Pirelli, quanto nei confronti di Prelios. Prelios, infatti, risulta soggetta a un patto parasociale tra Cam Finanziaria S.p.A., Assicurazioni Generali S.p.A. (anche tramite Generali Vie S.A. e Ina Assitalia S.p.A.), Edizione S.r.l., Intesa Sanpaolo S.p.A., il Sig. Massimo Moratti (anche tramite C.M.C. S.p.A. e Istifid S.p.A.), Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. avente ad oggetto complessivamente il 21,29% delle azioni ordinarie Prelios, in virtù del quale si dichiara che non esiste alcun soggetto che esercita il controllo nei confronti di Prelios ai sensi dell'art. 93 Tuf (v. estratto del patto parasociale del 25 novembre 2010 pubblicato e depositato presso la Consob). Analogamente, Pirelli risulta soggetta ad un sindacato di blocco tra Cam Finanziaria S.p.A., Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A., Edizione S.r.l., Fondiaria-Sai S.p.A., Allianz S.p.A., Assicurazioni Generali S.p.A. (anche tramite Generali Vie S.A. e Ina Assitalia S.p.A.), Intesa Sanpaolo S.p.A., Sinfar S.p.A. e il Sig. Massimo Moratti (anche tramite C.M.C. S.p.A. e Istifid S.p.A.) avente ad oggetto il 45,52% delle azioni ordinarie Pirelli, in virtù del quale si dichiara che non esiste alcun soggetto che esercita il controllo nei confronti di Pirelli ai sensi dell'art. 93 Tuf (v. estratto del sindacato di blocco Pirelli pubblicato e depositato presso la Consob).

degli atti di sua rinnovazione (6 novembre 2008 e/o 5 novembre 2009) ⁽¹¹¹⁾ e non fosse poi sanato dal successivo Aumento di Capitale di Pirelli RE ⁽¹¹²⁾, (b) sia nel caso in cui un tale squilibrio rilevante di Pirelli RE fosse riscontrabile anche solo alla data di concessione della Seconda Linea di Credito (18 ottobre 2010) ⁽¹¹³⁾.

Se infatti si arrivasse ad affermare la postergazione del credito di Pirelli in base a tali criteri, occorrerebbe riconoscere che, secondo la dottrina più attenta, la postergazione produce la sua efficacia nei confronti dell'atto di finanziamento indipendentemente dall'evolversi delle vicende del soggetto che lo ha posto in essere. In altri termini, secondo questa tesi, la successiva perdita in capo al finanziatore delle qualità di socio imprenditore (o comunque dei criteri di influenza imprenditoriale cui l'ordinamento ricollega i principi di corretto finanziamento dell'impresa di cui agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* cod. civ.) non sarebbe in grado di far cessare l'effetto di postergazione nei confronti del credito che è sorto e rimane postergato ⁽¹¹⁴⁾.

Questo argomento sembra particolarmente appropriato nel caso concreto perché l'atto di rinnovazione e modifica del credito di Pirelli che è stato compiuto con la concessione della Terza Linea di Credito integra un atto di esecuzione di un obbligo che la stessa Pirelli ha assunto, ancorché nei confronti di terzi (le Banche), quando ancora era socio di controllo di Prelios ed esercitava direzione e coordinamento nei confronti della medesima società ⁽¹¹⁵⁾.

Non è escluso, peraltro, che tale rinegoziazione possa essere valorizzata per affermare la postergazione del credito di Pirelli anche nel caso in cui non fosse possibile dimostrare la sussistenza di uno squilibrio patrimoniale o finanziario di Prelios, né alla data di concessione (25 ottobre 2007) o rinnovazione (6 novembre 2008 ovvero 5 novembre 2009) della Prima Linea di Credito, né alla data di concessione della Seconda Linea di Credito (18 ottobre 2010).

Se infatti il credito di Pirelli che è stato da ultimo rinnovato e modificato con la Terza Linea di Credito fosse ricondotto ad un atto di finanziamento posto in essere da Pirelli quando ancora era socio ed esercitava direzione e coordinamento di Prelios, sul piano del presupposto oggettivo potrebbero essere invocate le tesi già esposte che ammettono la postergazione anche nel caso in cui lo squilibrio patrimoniale o finanziario

⁽¹¹¹⁾ V. *supra* §§4.1-4.2.

⁽¹¹²⁾ V. *supra* §4.3.

⁽¹¹³⁾ V. *supra* §5.

⁽¹¹⁴⁾ In tal senso, cfr. G.B. PORTALE, *Capitale sociale*, cit., 164, secondo cui la postergazione del credito non viene meno se il socio finanziatore perde la qualità di socio dopo aver concesso il finanziamento anomalo. La conservazione dell'effetto di postergazione viene addirittura affermato anche nel caso in cui il credito concesso dal socio con il finanziamento anomalo sia successivamente trasferito a un terzo che non partecipa alla società finanziata. Un tale risultato sarebbe causato dall'applicazione degli ordinari principi in materia di acquisto a titolo derivativo del credito per effetto dei quali il cessionario subentra nella stessa posizione del cedente. In tal senso, oltre a ID., *Capitale sociale*, cit., 164, cfr. anche G. ZANARONE, *Della società*, cit., 469; M. MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci*, cit., 138; G. FERRI jr, *In tema*, cit., 989. *Contra*, G. PRESTI, *Commento all'art. 2467*, cit., 109-110, secondo cui l'effetto di postergazione si conserva solo se il cessionario del credito acquista anche la partecipazione.

⁽¹¹⁵⁾ E se è vero che tale impegno di Pirelli è stato formalizzato nel primo accordo inter-creditorio stipulato tra Pirelli e le Banche il 22 novembre 2011 (alla cui data Pirelli non era più socio di controllo di Prelios, né esercitava direzione e coordinamento nei confronti della medesima società), è altrettanto vero che tale pattuizione era già contenuta nel *term sheet* tra Pirelli e la Banca Agente dell'11 maggio 2010 (alla cui data, invece, Pirelli controllava ed esercitava direzione e coordinamento nei confronti di Pirelli RE). Inoltre, la stessa Pirelli ha più volte riconosciuto, anche in documenti d'informazione pubblica, che il rinnovo della Seconda Linea di Credito al 2017 in caso di violazione dei *covenant* finanziari assunti da Prelios nei confronti delle Banche era oggetto di un vero e proprio impegno assunto da Pirelli prima dell'Operazione di Separazione per ottenere il consenso delle Banche alla sua attuazione. Al riguardo, v. *supra* §5, in particolare, le note 75-76, nonché il Documento informativo di Pirelli per operazioni con parti correlate del 30 dicembre 2011 p. 4 (citato *supra* in questo paragrafo).

della società finanziata sia sopravvenuto alla concessione del finanziamento e il socio finanziatore abbia compiuto un atto di rinnovazione del finanziamento già concesso ⁽¹¹⁶⁾.

Si potrebbe obiettare che, nel caso di specie, l'atto di rinnovo compiuto con la concessione della Terza Linea di Credito è stato posto in essere da Pirelli quando tale società aveva ormai perso da oltre un anno le caratteristiche di socio imprenditore e di soggetto che esercita la direzione e coordinamento di Prelios a cui l'ordinamento ricollega la postergazione dei finanziamenti anomali.

Come già indicato, tuttavia, al fine di affermare la postergazione si potrebbe replicare che, in realtà, Pirelli ha assunto l'obbligo di rinnovare il credito concesso a Prelios quando ancora era socio di controllo ed esercitava direzione e coordinamento nei confronti della società finanziata. Peraltro, tale obbligo sembra ragionevolmente applicabile anche (e proprio) nelle ipotesi di squilibrio patrimoniale e finanziario della stessa Prelios, come è dimostrato dalla circostanza che, nella pattuizione tra Pirelli e le Banche, l'impegno di rinnovo era destinato ad acquistare efficacia proprio nel caso di violazione dei *covenant* finanziari assunti da Prelios nei confronti delle Banche o comunque di mancata soddisfazione di determinati parametri economico-finanziari.

In base a tali argomenti, quindi, la postergazione legale del credito di Pirelli potrebbe essere affermata anche ove fosse dimostrato che, alla data della Terza Linea di Credito (28 dicembre 2011), Prelios si trovasse effettivamente in condizioni di squilibrio patrimoniale o finanziario rilevanti (art. 2467, comma 2, cod. civ.). E per quanto un tale giudizio debba essere oggetto di un accertamento tecnico da effettuarsi secondo i criteri più volte indicati ⁽¹¹⁷⁾, qui si può osservare che, al 31 dicembre 2011, su base civilistica, Pirelli RE esponeva un patrimonio netto (significativamente ridotto rispetto al 2010) pari a circa €218 mln, a fronte di passività non correnti per circa €495 mln, passività correnti pari a circa €181 mln (di cui circa €119 mln per debiti verso banche e altri finanziatori, ivi inclusi €89 mln verso parti correlate), tenuto conto di attività correnti per circa €136 mln (di cui €26,2 mln per disponibilità liquide) ⁽¹¹⁸⁾. Su base consolidata, sempre, al 31 dicembre 2011, Pirelli RE esponeva un patrimonio netto pari a circa €326 mln, una posizione finanziaria netta negativa per circa €488 mln e, quindi, un rapporto (c.d. *gearing*) tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto (significativamente incrementato rispetto allo stesso dato del 2010) pari a circa 1,50 ⁽¹¹⁹⁾.

Inoltre, non sfugge come diversi siano gli indici che potrebbero essere utilizzati da chi intendesse far valere la postergazione per rappresentare uno squilibrio di Prelios già a partire dalla fine di dicembre del 2011.

Si è visto, infatti, come l'esigenza di procedere a un'operazione di rifinanziamento del Finanziamento Club Deal e della Seconda Linea di Credito sia stata espressamente ricondotta da Prelios a un quadro di progressivo deterioramento della crisi dei mercati finanziari e, in particolare, delle attività immobiliari, nonché a una situazione di insostenibilità dei *covenant* finanziari assunti nei confronti delle Banche e della stessa Pirelli. Insostenibilità che è apparsa manifesta con la revisione in senso negativo degli obbiettivi finanziari previsti dal piano di Trend 2012-2014 con effetto già a partire dalla fine del 2011 e con l'accordo del 12 dicembre 2011 volto a sospendere i *covenant* finanziari assunti da Prelios ai sensi del Finanziamento Club Deal ⁽¹²⁰⁾.

Tali dati dovrebbero essere visti anche alla luce dell'andamento negativo successivo che ha indotto Prelios, tra il giugno e il luglio 2012, a pattuire con Pirelli e le Banche

⁽¹¹⁶⁾ V. *supra* nota 66.

⁽¹¹⁷⁾ V. *supra* §3.1.

⁽¹¹⁸⁾ V. la relazione annuale di Prelios per il 2011, stato patrimoniale della capogruppo, pp. 156-157.

⁽¹¹⁹⁾ V. la relazione annuale di Prelios per il 2011, relazione degli amministratori sulla gestione, *corporate review*, p. 16.

⁽¹²⁰⁾ V. *supra* nel presente paragrafo.

ulteriori atti modificativi e di moratoria del Nuovo Finanziamento Club Deal e della Terza Linea di Credito per: (a) sospendere i *covenant* finanziari assunti dalla beneficiaria sino al 30 giugno 2013; (b) differire la scadenza per il pagamento degli interessi ⁽¹²¹⁾; e (c) apportare ulteriori modificazioni agli obbiettivi finanziari previsti dal piano di *Trend* per il periodo 2012-2014 ⁽¹²²⁾.

Infine, a partire dal luglio 2012, Prelios ha avviato negoziazioni con Pirelli, le Banche e nuovi investitori per definire una complessa operazione di rilancio industriale del gruppo Prelios attraverso il rafforzamento patrimoniale di Prelios e il riequilibrio della sua struttura finanziaria. Tali trattative sono ancora in corso e attualmente prevedono una complessa operazione di Ristrutturazione del Debito di Prelios da effettuarsi in esecuzione di un piano di risanamento da attestarsi ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. d), l. fall.

Se una tale Ristrutturazione del Debito di Prelios non dovesse trovare attuazione e Prelios dovesse essere assoggettata a procedura concorsuale, le negoziazioni di un'operazione *ex art. 67, comma 3, lett. d), l. fall.* potrebbero essere utilizzate per cercare di dimostrare, con una prospettiva *ex post*, che lo squilibrio patrimoniale o finanziario di Prelios fosse in realtà già configurabile alla data di concessione della Terza Linea di Credito (28 dicembre 2011).

7. La clausola di cui all'art. 3 dell'Accordo Inter-creditorio.

Con riferimento al quesito *sub b)*, la questione da affrontare consiste nel verificare se la pattuizione contenuta nell'articolo 3 dell'Accordo Inter-creditorio configuri o meno una fattispecie di postergazione volontaria del credito che Pirelli vanta nei confronti di Prelios in forza della Terza Linea di Credito rispetto al credito delle Banche derivante dal Nuovo Finanziamento Club Deal per analizzare le eventuali conseguenze.

A tale proposito è opportuno premettere che, in dottrina ⁽¹²³⁾, si è soliti distinguere tre diverse categorie di subordinazione volontaria:

- a) “subordinazione assoluta di credito”: un accordo bilaterale che interviene tra il debitore ed il creditore subordinato ed in forza del quale quest'ultimo accetta di subordinare il proprio credito a quello di tutti gli altri creditori (le cui identità ed entità non risultano determinate al momento della conclusione di tale accordo), che pure assumono la posizione di terzi rispetto a tale accordo ⁽¹²⁴⁾;
- b) “subordinazione relativa di credito”: un accordo bilaterale che interviene tra il debitore ed il creditore subordinato in forza del quale il credito di quest'ultimo, “*al verificarsi di determinati eventi, è postergato nel pagamento a un gruppo di altri crediti chirografari di uno stesso debitore, collettivamente considerati in ragione di una o alcune caratteristiche comuni, tra le quali rileva sovente la qualificazione giuridica del titolo che costituisce la loro fonte giuridica*” ⁽¹²⁵⁾. Anche in questo secondo caso, la pattuizione è contenuta nel contratto che costituisce la fonte del credito oggetto della

⁽¹²¹⁾ Il pagamento degli interessi è stato differito al 30 giugno 2013 per quanto riguarda la Terza Linea di Credito e al 30 dicembre 12 per quanto riguarda il Nuovo Finanziamento Club Deal.

⁽¹²²⁾ V. *supra* §§1.27-1.29.

⁽¹²³⁾ S. LOCAROTOLO, *Postergazione dei crediti e fallimento*, Milano, 2010, 107 ss.; A. TULLIO, *La postergazione*, Padova, 2009, *passim*; S. VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2002, *passim*; G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano, in Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di Portale, Milano, 1983, 345 ss.

⁽¹²⁴⁾ A. TULLIO, *op. cit.*, p. 289 ss.; S. VANONI, *op. cit.*, p. 107 ss.

⁽¹²⁵⁾ A. TULLIO, *op. cit.*, p. 249; S. VANONI, *op. cit.*, p. 195 ss.

subordinazione, al quale i creditori avvantaggiati dalla postergazione restano estranei;

- c) “subordinazione specifica di credito”: un accordo bilaterale tra il creditore postergato ed il creditore beneficiario in forza del quale si pattuisce il diritto di quest’ultimo, specificatamente o nominativamente individuato, di essere pagato con preferenza rispetto al creditore subordinato con riferimento a taluno o ad alcuni crediti che questi vanta verso il comune debitore ⁽¹²⁶⁾.

Sulla base di tale classificazione, appare in primo luogo evidente l’impossibilità di ricondurre la previsione di cui all’art. 3 dell’Accordo Inter-creditorio tanto alla categoria della “subordinazione assoluta” quanto a quella della “subordinazione relativa”, in considerazione della circostanza per cui, nella clausola in esame, è stato espressamente e specificamente individuato il soggetto beneficiario dell’accordo (*i.e.*: le Banche creditrici di Prelios in forza del Nuovo Finanziamento Club Deal che sono altresì parti dell’Accordo Inter-creditorio medesimo).

Occorre pertanto verificare se la suddetta pattuizione, proprio in forza della specifica individuazione dei creditori beneficiari (le Banche), presenti i requisiti per poter essere sussunta nella *species sub c)* del patto di “postergazione volontaria specifica”.

Quest’ultima fattispecie si caratterizza, secondo la dottrina ⁽¹²⁷⁾, per la presenza a carico del creditore “convenzionalmente postergato”, tanto di una obbligazione di “*non facere*”, vale a dire di non richiedere né incassare alcuna somma dal comune debitore, quanto di una prestazione di “*dare*” al creditore beneficiario le eventuali somme che questi dovesse ricevere dal debitore comune. Tale tipologia di negozio si presenta, di regola, nella forma di un accordo trilaterale tra il creditore postergato, il creditore beneficiario ed il comune debitore. Tuttavia la partecipazione del terzo debitore non è ritenuta necessaria e la postergazione specifica di credito può spiegare comunque i suoi effetti anche senza la partecipazione del comune debitore ⁽¹²⁸⁾. Ciò consente di poter esaminare la questione con riferimento all’Accordo Inter-creditorio, ancorché Prelios non sia parte firmataria dello stesso.

Esaminando nel dettaglio la clausola di cui all’art. 3 dell’Accordo Inter-creditorio, rileva, anzitutto, il limitato oggetto dell’obbligazione assunta da Pirelli. Se, come poc’anzi evidenziato, la postergazione specifica si caratterizza per gravare il creditore “postergato”, sia dell’obbligo di (*non facere* e, quindi, di) non incassare alcuna somma dal debitore comune, sia dell’obbligo di (*dare* e, quindi, di) trasferire al creditore beneficiario quanto eventualmente ricevuto dal debitore comune, nel caso di specie non sembra riscontrabile alcuno di tali presupposti.

Invero, non solo Pirelli non è tenuta, quantomeno sulla base del mero dato testuale, a dover “*dare*” alle Banche (né tutte, né parte del)le somme che siano state eventualmente oggetto di rimborso anticipato ai sensi del contratto di cui alla Terza Linea di Credito; ma è parimenti dubitabile che la previsione in esame si atteggi in concreto nei termini che la dottrina ha delineato per l’obbligazione di “*non facere*”. Nel caso in oggetto, infatti, Pirelli si

⁽¹²⁶⁾ In argomento, ancora, v. A. TULLIO, *op. cit.*, p. 336 ss.; S. VANONI, *op. cit.*, p. 143 ss.

⁽¹²⁷⁾ Per un approfondimento in merito ai contenuti necessari di un accordo di subordinazione volontaria specifica si v. soprattutto S. VANONI, *op. cit.*, p. 149 ss.; in argomento, ed in senso sostanzialmente conforme anche A. TULLIO, *op. cit.*, p. 336 ss., al quale si rimanda anche per alcune esemplificazioni in merito ai possibili contenuti di clausole di postergazione volontaria specifica ed anche per un testo di possibile pattuizione in termini.

⁽¹²⁸⁾ A. TULLIO, *op. cit.*, p. 337 e nt. 247: l’a., peraltro, rileva come la caratteristica della bilateralità non venga meno neppure nell’ipotesi in cui l’accordo preveda l’obbligo di “*notiziare, se non proprio notificare, [la] sua esistenza il comune debitore, onde consentirgli di rispettare le previsioni in esso contenute in ordine alla determinazione del creditore che debba essere soddisfatto con precedenza o se volessi, di quello le cui ragioni di credito debbano esser postergate*”.

è assunta il solo ed esclusivo impegno nei confronti delle Banche “*a non esercitare alcun Rimedio Finanziamento P&C [i.e.: alcun rimedio contrattuale relativo alla Terza Linea di Credito] sino alla data dell'integrale rimborso del [Nuovo Finanziamento Club Deal]*”, fatta eccezione per il mancato rimborso del capitale prestato da Prelios alla scadenza della Terza Linea di Credito (al 31 luglio 2017, salvo recesso di Pirelli dopo l'integrale rimborso del Nuovo Finanziamento Club Deal). Inoltre, lo stesso articolo 3 dell'Accordo Intercreditorio espressamente riconosce a Pirelli il diritto di avvalersi dei rimedi contrattuali (per qualunque ragione) nell'ipotesi in cui si verifichi un evento di *default* del Nuovo Finanziamento Club Deal per violazioni degli obblighi di pagamento o degli impegni di natura finanziaria da parte di Prelios. Questo sempre che le Banche abbiano, per il tramite della Banca Agente, inviato a Prelios la comunicazione con la quale dichiarino che si è verificato un evento rilevante e intendono esercitare i rimedi contrattuali loro spettanti.

Alla luce di quanto precede, appare dubbio se, nell'impegno assunto da Pirelli nei confronti delle Banche per mezzo della clausola in esame, sia configurabile un patto di “postergazione volontaria specifica”, quale definito dalla dottrina che si è occupata dell'argomento, e ciò in considerazione, sia dell'assenza di un obbligo di retrocessione alle Banche di quanto eventualmente ricevuto da Pirelli ai sensi della Terza Linea di Credito, sia della circostanza che il divieto in capo a Pirelli di pretendere da Prelios il pagamento di quanto dovute non ha carattere assoluto.

Ma quand'anche si dovesse accedere, per un momento, alla tesi per cui l'impegno di Pirelli sia qualificabile alla stregua di una clausola di “postergazione volontaria specifica”, andrebbe comunque verificata l'efficacia della stessa nell'ipotesi in cui Prelios venga ammessa ad una procedura concorsuale (di fallimento, concordato preventivo o amministrazione straordinaria, là dove ne sussistano i presupposti) ⁽¹²⁹⁾ nella quale operino le regole del concorso dei creditori ⁽¹³⁰⁾. Il testo della pattuizione contrattuale in esame, infatti, nulla prevede circa la sua eventuale applicazione in caso di sottoposizione di Prelios ad una procedura concorsuale ⁽¹³¹⁾. Inoltre, la clausola di cui all'art. 3 dell'Accordo Intercreditorio sostanzialmente consente a Pirelli di poter far valere i propri diritti nei confronti

⁽¹²⁹⁾ Ovviamente sull'assunto che vi sia la prova dell'antiorità dell'atto alla data di apertura della procedura concorsuale: prova che, di regola, viene fornita con la data certa. Per una disamina degli effetti della postergazione volontaria in caso di fallimento, vedi anche S. LOCAROTOLLO, *op. cit.*, 107 ss.; v. anche A. TULLIO, *op. cit.*, p. 340.

⁽¹³⁰⁾ Nel novero delle procedure concorsuali non sembra riconducibile lo strumento degli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182-bis l. fall.*: sia perché, secondo la giurisprudenza (cfr., da ultimo, Trib. Udine, 30 marzo 2012, in www.ilcaso.it; Trib. Bologna, 17 novembre 2011, in www.ilcaso.it; Trib. Milano, 23 gennaio 2007, in *Fallimento*, 2007, p. 701 ss.) e la dottrina (cfr., *ex multis*: D. MANENTE, *Non omologabilità degli accordi ex art. 182 bis legge fallim. e procedimento per dichiarazione di fallimento del debitore*, in *Dir. fall.*, 2008, II, p. 308; G. PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti, ovvero la sindrome del teleobiettivo*, in *Le nuove procedure concorsuali. Dalla riforma “organica” al decreto “correttivo”*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2008, p. 561 ss.; M. FABIANI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: l'incerta via italiana alla “reorganization”*, in *Foro it.*, 2006, c. 264; G. NARDECCHIA, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ed il procedimento per la dichiarazione di fallimento*, in *Fallimento*, 2008, p. 704 ss.) ad oggi prevalenti, tale istituto non è assimilabile al concordato preventivo né è qualificabile come procedura concorsuale (sebbene tale conclusione sia stata recentemente rimessa in discussione da parte della dottrina a seguito delle recentissime modifiche apportate alla legge fallimentare dal Decreto Sviluppo del 2012: F. LAMANNA, *Il c.d. Decreto Sviluppo: primo commento sulle novità in materia concorsuale*, in *Ifallimentarista.it*; M. FABIANI, *Riflessioni precoci sull'evoluzione della disciplina della regolazione concordata della crisi d'impresa (appunti sul d.l. 83/2012 e sulla legge di conversione)*, in www.ilcaso.it, p. 7 ss.); sia perché i contratti istitutivi della Terza Linea di Credito e del Nuovo Finanziamento Club Deal espressamente escludono che operazioni di ristrutturazione dell'esposizione debitoria di Prelios ai sensi degli artt. 67, comma 3, lett. d), e/o 182-bis l. fall. integrino gli estremi dell'Evento Rilevante costituito dal verificarsi di una situazione di “*Insolvenz*” o dall'apertura di “*Procedure Concorsuali*”.

⁽¹³¹⁾ È opportuno evidenziare che la poca giurisprudenza di merito che si è occupata del tema della postergazione volontaria specifica nell'ambito di una procedura concorsuale (cfr. App. l'Aquila, 2 febbraio 2012, in www.dejure.it) ha riconosciuto operante in questa sede una clausola di postergazione volontaria solo in quanto nella stessa espressamente se ne prevedeva l'operatività “*in caso di concorso*” tra creditori.

di Prelios, “*anteriormente alla data dell’integrale rimborso del [Nuovo Finanziamento Club Deal]*” (oltre che nell’ipotesi di mancato rimborso a Prelios alla scadenza della Terza Linea di Credito, anche) ogniqualvolta le Banche abbiano comunicato la propria decisione di “accelerare” il rimborso del Nuovo Finanziamento Club Deal a seguito del *default* di Prelios per mancato pagamento e/o violazione dei *covenants* finanziari. Conseguentemente da tale clausola sembra potersi desumere che analogo effetto si dovrebbe ragionevolmente produrre allorché la “accelerazione” del credito avvenga *ex lege* (come tipicamente avviene a seguito dell’apertura di una procedura concorsuale: v. art. 55 l. fall. per l’ipotesi del fallimento e, per effetto del richiamo da parte dell’art. 169 l. fall., del concordato preventivo; v. art. 18 d.lgs. 270/1999 che rinvia all’art. 169 l. fall. in tema di concordato preventivo che, a sua volta, richiama l’art. 55 l. fall.)⁽¹³²⁾.

Ne consegue che, così come formulato, l’obbligo in capo a Pirelli di non esercitare nei confronti di Prelios alcun rimedio contrattuale derivante dalla Terza Linea di Credito fino alla data dell’integrale rimborso del Nuovo Finanziamento Club Deal sembrerebbe ragionevolmente limitato al solo caso in cui Prelios rimanga *in bonis* e venir meno, per contro, in ogni ipotesi di “accelerazione” (volontaria o legale) del rimborso del Nuovo Finanziamento Club Deal da parte delle Banche (e, quindi, anche nell’ipotesi di apertura in capo a Prelios di una procedura di fallimento, di amministrazione straordinaria, sempre che ne ricorrano i presupposti, e, nei limiti in precedenza descritti, di concordato preventivo).

8. Risposte ai quesiti e conclusioni.

Queste sono pertanto le nostre risposte ai quesiti che ci sono stati posti.

⁽¹³²⁾ Il Nuovo Finanziamento Club Deal prevedeva: (i) che le Banche erano obbligate a concedere a Prelios “*un finanziamento per un importo complessivo massimo pari a euro 359.000.000*” da erogare “*a seguito della presentazione della Richiesta di Utilizzo*” (cfr. art. 2.1); (ii) che Prelios poteva “*richiedere l’Utilizzo del Finanziamento durante il Periodo di Utilizzo*” (cfr. 5.1); (iii) che il Finanziamento avrebbe dovuto essere rimborsato e comunque che “*l’ammontare residuo del Finanziamento dovuto [...] dovrà essere integralmente corrisposto alla Data di Scadenza*” (cfr. art. 6); e (iv) che “*la porzione di Finanziamento non utilizzata alla scadenza del Periodo di Utilizzo sarà automaticamente cancellata*” e “*nessun ammontare oggetto di rimborso o di cancellazione in conformità al presente Contratto potrà essere nuovamente utilizzato*” (cfr. art. 7.7). Ciò premesso, e considerato che, secondo quanto ci è stato rappresentato, l’intero ammontare del Finanziamento è stato erogato dalle Banche, ne consegue che al contratto di finanziamento della Nuova Linea di Credito non possono essere applicate le regole dei “contratti pendenti” (che presuppongono che le prestazioni di entrambe le parti non siano ancora state integralmente eseguite: cfr. R. PIERRI, *Gli effetti del fallimento sui contratti bancari in corso*, in *Fallimento e altre procedure concorsuali* diretto da G. Fauceglia e L. Panzani, 3, Torino, 2009, p. 869 ss.), da esso derivando un debito di Prelios nei confronti delle Banche sottoposto alla disciplina di cui all’art. 55 l. fall. Si noti, peraltro, che alla medesima conclusione si dovrebbe comunque giungere anche sottoponendo il contratto di finanziamento in esame alle regole dei contratti pendenti e, segnatamente, a quelle del contratto di mutuo, il quale, secondo la dottrina (R. PIERRI, *op. cit.*, p. 890; , ove altri riferimenti) e la giurisprudenza (Cass., 25 febbraio 2002, n. 2754, in *Fallimento*, 2003, p. 39 ss.) prevalenti, si scioglie in caso di fallimento del mutuatario. E, in ogni caso, quand’anche si volesse ritenere che il contratto di finanziamento in esame si sospenda (ovvero, addirittura, prosegua: soprattutto ove la sentenza dichiarativa di fallimento disponga l’esercizio provvisorio dell’impresa ai sensi dell’art. 104 l. fall.) anche in caso di dichiarazione di fallimento di Prelios, è verosimile ritenere che, in siffatta eventualità, le Banche si avvalgano degli strumenti contrattuali e/o legali per risolvere il contratto e/o recedere dallo stesso per insinuare il credito da rimborso al passivo di Prelios medesima. In forza delle norme di legge sopra richiamate, le conclusioni non dovrebbero mutare nell’ipotesi di ammissione di Prelios ad una procedura di concordato preventivo, stante la operatività della regola di cui all’art. 55 l. fall. anche in questa procedura. Va, peraltro, segnalato che tale conclusione dovrebbe essere verificata in concreto alla luce dei contenuti della proposta di concordato preventivo che il debitore eventualmente formulasse ai propri creditori e del piano su cui tale proposta si basasse: e ciò in quanto non è da escludere che il debitore richieda (se del caso anche preliminarmente alla presentazione della domanda di concordato preventivo) una qualche forma di collaborazione o supporto ai propri creditori finanziari che potrebbe anche tradursi nel mantenimento in essere di linee di credito e nella rimodulazione dei debiti esistenti.

8.1 Sul quesito sub a).

In base a tutte le considerazioni sopra svolte, riteniamo che sussista un rischio significativo che il credito finanziario ad oggi vantato da Pirelli nei confronti di Prelios in virtù, da ultimo, del contratto di finanziamento del 28 dicembre 2011, possa essere considerato soggetto al regime di postergazione legale dei finanziamenti anomali dei soci di cui agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* cod. civ.

Il grado di materialità di un tale rischio dipende in larga misura dall'accertamento di circostanze in fatto e, in particolare, dalla effettiva configurabilità di uno stato di squilibrio patrimoniale o finanziario di Pirelli RE/Prelios ai sensi dell'art. 2467, comma 2, cod. civ. alle date sopra indicate come rilevanti e, quindi, più precisamente, alla data in cui è stata concessa (25 ottobre 2007) o rinnovata (6 novembre 2008 e/o 5 novembre 2009) la Prima Linea di Credito, così come alla data in cui è stata concessa la Seconda Linea di Credito (18 ottobre 2010), ovvero a quella in cui è stata concessa la Terza Linea di Credito (28 dicembre 2011).

Infine, il rischio di postergazione legale del credito finanziario di Pirelli nei confronti di Prelios sarebbe destinato ad aumentare in modo significativo nel caso in cui le negoziazioni della Ristrutturazione del Debito di Prelios non dovessero avere un buon esito e la stessa Prelios finisse per essere ammessa a una procedura concorsuale.

8.2 Sul quesito sub b).

Per quanto concerne la possibilità di ravvisare, nell'art. 3 dell'Accordo Intercreditorio, una forma di postergazione volontaria del credito vantato da Pirelli nei confronti di Prelios in forza della Terza Linea di Credito rispetto a quello delle Banche ai sensi del Nuovo Finanziamento Club Deal, le considerazioni in precedenza svolte inducono a ritenere che tale clausola sia difficilmente riconducibile a forme di postergazione volontaria assoluta e relativa, laddove qualche maggior dubbio si potrebbe porre con riferimento alla fattispecie della postergazione volontaria specifica, seppur non ravvisandosi pienamente nella stessa i requisiti che, secondo la dottrina, caratterizzano questa tipologia di pattuizioni.

È parimenti dubitabile che, quand'anche si individuasse nella previsione in esame una forma di postergazione volontaria specifica, tale postergazione possa operare in sede di un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios. Da un lato, invero, nella clausola in esame non è previsto che la stessa sia destinata a produrre effetti anche in caso di concorso dei creditori. Dall'altro, la clausola prevede espressamente che Pirelli possa avvalersi dei rimedi contrattuali ad essa spettanti proprio in caso di attivazione dei rimedi contrattuali previsti a favore delle Banche a seguito della violazione da parte di Prelios degli obblighi di pagamento o degli impegni di natura finanziaria previsti dal Nuovo Finanziamento Club Deal. E sembra ragionevole, allora, che analogo effetto possa conseguire anche in caso di accelerazione *ex lege* del Finanziamento Club Deal in un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios, con la conseguenza che Pirelli potrebbe a quel punto far valere i propri diritti nella procedura concorsuale *pari passu* alle Banche. Tale eventualità è peraltro probabile anche in considerazione del fatto che, in un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios, le Banche tenderanno ad avvalersi degli strumenti (contrattuali e legali) volti a risolvere o recedere dal Nuovo Finanziamento Club Deal al fine di accelerare il credito al rimborso delle somme prestate e a insinuarsi così al passivo della procedura.

Vero è, peraltro, che il rischio di postergazione volontaria e, soprattutto, di opponibilità ed efficacia della clausola in esame in un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios dovrebbe essere verificato in concreto a seconda della tipologia di procedura cui Prelios venisse eventualmente sottoposta e, in particolare, sulla base dei contenuti di eventuali accordi conclusi tra Prelios ed il ceto creditorio, così come delle proposte che

potrebbero essere formulate Prelios in queste sedi. Tale precisazione è particolarmente appropriata in relazione all'ipotesi di concordato preventivo e, comunque, ogni qualvolta la procedura sia finalizzata a mantenere, per quanto possibile, la continuità operativa della debitrice Prelios. Non si può infatti escludere che, in tali procedure, specialmente in una prospettiva di favorire la continuità operativa dell'attività imprenditoriale, Prelios e le Banche si accordino per mantenere in essere il Nuovo Finanziamento Club Deal (se del caso sospendendone, in tutto o in parte, gli effetti per un determinato periodo temporale), con ciò impedendo a Pirelli di azionare i propri diritti ai sensi della Terza Linea di Credito in virtù delle limitazioni contenute nell'Accordo Inter-creditorio.

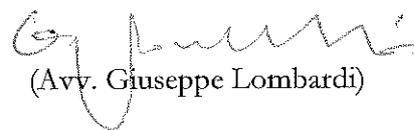
8.3 Conclusioni.

È ragionevole ritenere che le clausole contenute nell'Accordo Inter-creditorio volte a subordinare il credito di Pirelli nei confronti di Prelios al credito che le Banche vantano nei confronti della stessa Prelios siano destinate a non produrre efficacia in un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios. Tale conclusione sconta margini di incertezza che dipendono dalle specifiche caratteristiche della ipotetica procedura concorsuale di Prelios e dal contenuto degli accordi che potrebbero essere conclusi in tale contesto tra Prelios, i suoi creditori ed eventualmente gli organi della procedura.

In ogni caso, quand'anche le clausole di subordinazione contenute nell'Accordo Inter-creditorio non dovessero produrre efficacia in un'ipotetica procedura concorsuale di Prelios, sussiste un rischio rilevante che il credito finanziario ad oggi vantato da Pirelli nei confronti di Prelios possa essere considerato soggetto al regime di postergazione legale di cui agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* cod. civ. e, quindi, risulti postergato *ex lege* al credito vantato dalle Banche nei confronti della stessa Prelios. Tale conclusione dipende principalmente dall'accertamento di circostanze in fatto e, in particolare, dalla effettiva configurabilità di uno stato di squilibrio patrimoniale o finanziario di Pirelli RE/Prelios *ex* art. 2467, comma 2, cod. civ. alle date sopra indicate come rilevanti.

**** **** ****

Restiamo a disposizione per ogni chiarimento che dovesse essere utile o necessario e inviamo i nostri più cordiali saluti.


(Avv. Giuseppe Lombardi)


(Avv. Niccolò Baccetti)


(Prof. Avv. PierDanilo Beltrami)