

Responsabilità degli
amministratori e protezione dei
creditori in prossimità della crisi
nei sistemi nordamericano e
italiano

Premessa

Questo lavoro – che si pone lungo una sottile linea di confine tra diritto societario e diritto concorsuale, il cosiddetto “*diritto societario della crisi*”¹ - si propone di esaminare le conseguenze, in termini di tutela dei creditori, di una possibile violazione di doveri imposti agli amministratori di società, che si trovano in uno stato di prossimità della crisi, ovvero in una zona intermedia caratterizzata da elementi che non permettono di ritenere la sussistenza di una fase di insolvenza, ma che nel breve o medio periodo potrebbero determinare la fine dell’impresa. Questa fase è caratterizzata da una difficoltà economica e finanziaria che potrebbe portare l’impresa a non adempiere alle proprie obbligazioni. Dalla giurisprudenza statunitense e dalla dottrina internazionale viene identificata con il nome di “*vicinity of insolvency*”.

¹ Si tratta di una categoria carente di una adeguata sistemazione teorica ma che esprime in modo evidente la necessità di stabilire continuità e coerenza tra le filosofie accolte dal diritto societario e dal diritto fallimentare, eliminando e colmando le lacune e possibili conflitti, al fine di meglio conciliare la protezione dell’interesse dei soci e dei creditori sociali non solo nella fase dell’逼近arsi dell’insolvenza ma anche nel corso del fallimento che delle procedure negoziate della crisi di impresa. In questo senso M. Miola, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Commento per articoli*, Torino, 2014, 481.

In sostanza, mentre il diritto societario della crisi regola la società come organizzazione nella fase patologica della crisi, il diritto della crisi ha come punto di riferimento l’impresa non societaria, in quanto ignora i profili societari della crisi di impresa.

Ci si è interrogati se il diritto societario della crisi si configuri come diritto speciale rispetto al diritto societario generale, con la conseguenza che in caso di lacune troverà applicazione il diritto societario generale, ovvero come sistema tendenzialmente autonomo, dovendosi allora pervenire che, ove non sussista una specifica previsione di diritto societario della crisi la lacuna dovrà essere colmata non applicando il diritto societario generale ma facendo ricorso agli stessi principi ricavabili dallo stesso sistema. La soluzione preferibile porta a configurare il diritto societario della crisi come sistema autonomo, in quanto solo in questo modo si riescono a realizzare quegli obiettivi che l’ordinamento ha voluto perseguire in caso di crisi di impresa, valori che non potrebbero essere perseguiti se venissero applicati i principi del diritto societario generale. In questo senso U. Tombari, *Principi e problemi di diritto societario della crisi*, in *Riv. soc.* 2013, 1147.

È proprio in tale fase che si può accentuare il rischio di condotte opportunistiche dei manager che possono aggravare la situazione patrimoniale della società.

Infatti, se nelle *solvent corporation*, gli interessi dei soci e dei creditori tendono a coincidere in quanto, la prospettiva di una renumerazione dell'investimento dei soci passa necessariamente attraverso una conservazione del patrimonio sociale, nel caso di andamenti negativi di gestione – ove il patrimonio netto tende ad erodersi - cresce la propensione ad una gestione da parte dei *manager* meno oculata e conservativa del patrimonio, dal momento che il rischio di perdite finisce per gravare in maniera sempre più accentuata sui creditori, complice anche il concetto di responsabilità limitata. Ritengo, quindi, preferibile restringere l'ambito di analisi al solo campo delle società di capitali, in quanto il regime di responsabilità limitata tipica di queste società rende i comportamenti opportunistici più probabili, in quanto le conseguenze negative di una gestione societaria non particolarmente efficiente andranno a ricadere, per via della separazione personale, sul patrimonio societario e non sui patrimoni dei singoli soci.

Si tratta, quindi, di verificare in che modo il tentativo di raggiungere l'equilibrio tra le opposte esigenze dei creditori e dei soci sia stato perseguito e tradotto in puntuali scelte normative nei vari ordinamenti.

L'ordinamento statunitense risolve siffatto conflitto in modo diverso a seconda dello stato in cui si trova la società. Nelle *solvent* corporation, ovvero nelle società che versano in uno stato di salute, la quasi totalità della dottrina e giurisprudenza d'oltreoceano ritiene che gli amministratori sono responsabili della gestione della società soltanto nei confronti dei soci, ne deriva che vengono riconosciuti dei doveri fiduciari soltanto nei loro confronti. Siffatti doveri si estrinsecano nell'obbligo di massimizzare gli interessi azionisti (*shareholder value maximization*). Si ritiene invece che i doveri fiduciari non si estendano nei confronti dei creditori, in quanto i loro diritti sono adeguatamente tutelati dalle norme generali in tema di obbligazioni e contratti, poiché essi hanno una relazione solamente contrattuale con la società. Passando alle *insolvent* corporation, laddove sia stata avviata una procedura concorsuale, la nomina di un *trustee* e la supervisione giudiziale vengono considerate ampie garanzie per i creditori che non consentono l'estensione dei doveri fiduciari anche ai creditori. Problemi si riscontrano invece nell'ipotesi in cui la società sia in the *vicinity of insolvency* e non sia stata ancora intrapresa una procedura concorsuale. In siffatta ipotesi la giurisprudenza nordamericana ha cercato di dare delle risposte non sempre univoche tendenti a dare una certa protezione agli interessi dei creditori. Qual è invece lo stato dell'arte nel nostro

ordinamento? Quali sono le tutele e predisposte dal nostro legislatore per tutelare i diritti dei creditori che sono state violati dalle decisioni dei *directors* in una fase patologica dell'impresa ancora non sfociata in una vera e propria crisi e quali sono le differenze con il sistema statunitense?

Se, in realtà, nel nostro ordinamento manca una disciplina dei doveri degli amministratori di società che si trovano in una stato di *vicinity of insolvency*, non mancano specifiche tutele che rendono il nostro sistema legislativo più garantista delle ragioni dei creditori rispetto a quello statunitense. Esaminati i rimedi predisposti dall'ordinamento americano, verranno nella seconda parte di questo lavoro esaminati i rimedi predisposti dall'ordinamento italiano per tutelare le ragioni dei creditori sociali che sono state violate dalle decisioni dei *directors*.

INDICE

Capitolo primo

La tutela dei creditori e responsabilità degli amministratori in “the vicinity of insolvency” negli Stati Uniti D’America

- 1 La *zone of insolvency* e tutela dei creditori
- 2 Cenni sui doveri fiduciari degli amministratori nel sistema nordamericano
- 3 Il *Duty of care*
- 4 Il *Duty of loyalty*
- 5 I doveri fiduciari verso i creditori nella fase della pre-insolvenza
- 6 I doveri fiduciari nella giurisprudenza dello Stato di *Deleware*, vicende di una storia controversa: il caso “*Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communication Corp.*”
- 6.2 Il caso “*Production Res. Group v. NCT Group*”
- 6.3 Il caso “*North American Catholic Educational Programming Foundation Inc. v. Ghewalla*”
- 7 Origine e declino della *deepening insolvency doctrine*
- 8 L’inadeguatezza della tutela contrattuale: i *financial covenants*
- 9 Conclusioni

Capitolo secondo

La tutela dei creditori e responsabilità gestoria nella pre-insolvenza nell’ordinamento italiano

- 1 Possibilità di ricostruire anche nel sistema italiano una fattispecie di responsabilità gestoria in prossimità dello stato di insolvenza.
- 2 Il “*triggerin point*” dell’emersione dei doveri di protezione degli interessi del ceto creditorio: la riduzione del capitale legale al di sotto del minimo legale

- 3 (segue) la perdita della continuità aziendale.
- 4 L'art. 2394 c.c.: un'azione diretta alla tutela delle ragioni creditizie.
- 51 Possibile estensione dell'azione anche alle società a responsabilità limitata
- 6 *Business judgment rule* e prossimità dell'insolvenza
- 7 Conclusioni

Indice delle opere citate

Indice della giurisprudenza

Capitoli primo

La tutela dei creditori e responsabilità degli amministratori in “the vicinity of insolvency” negli Stati Uniti D’America

1. La *zone of insolvency* e la tutela dei creditori sociali

Il problema di tutela dei creditori si pone necessariamente nell'ipotesi in cui la *corporation* versa in una situazione di prossimità dell'insolvenza².

In una situazione di normalità i creditori non necessitano di particolari tutele in quanto gli interessi dei soci (*residual claimant*) e dei creditori (*fixed claimant*)³ tendono a coincidere, poiché ambedue le categorie sono interessate allo stato di buona salute della società.

Da una parte abbiamo i soci, i cui benefici sono proporzionali al buon andamento della società e il cui interesse è quello di far sì che il patrimonio societario aumenti e, comunque, non diminuisca.

² Con l'espressione prossimità dell'insolvenza si fa riferimento ad una zona grigia che precede l'apertura della procedura fallimentare ovvero di altra procedura concorsuale o stragiudiziale di composizione della crisi, e nella quale si addensano svariati interessi. Lo stato di crisi va inteso, ai fini di questo lavoro in senso lato, come deterioramento della stabilità finanziaria della società che potrebbe portare in futuro all'impossibilità di pagare i propri debiti e non per forza quello che è legittimo ai fini dell'art. 160 l. fall. l'ammissione dell'imprenditore alla procedura di concordato preventivo.

³ Richiamando alcune categorie della *nexus contract theory* – in forza della quale “*the corporation is a complex set of explicit and implicit contracts, and corporate law enables the participants to select the optimal arrangement for the many different sets of risks and opportunities that are available in a large economy*” –, l'attività di impresa svolta in forma societaria può essere letta considerando i soci quali *residual claimants*, ossia come finanziatori dell'impresa, titolari di una pretesa che si colloca in una ideale scala gerarchica all'ultimo gradino e concerne il diritto di ricevere tutto ciò che residua una volta pagati i creditori, titolari, invece, di una pretesa fissa (*fixed claim*). In sostanza, mentre i creditori, i quali concedono denaro di prestito, sono titolari di una pretesa prestabilita, i soci sono titolari del diritto di dividersi pro quota il flusso di cassa netto dell'impresa, ovvero l'eventuale utile di gestione che residua dopo che i debiti dell'impresa sono stati pagati.

Il rischio dei soci di vedere ridotta la quota a ciascuno di essi spettante determina infatti un incentivo a che siano perseguiti dei progetti imprenditoriali equilibrati, valutando la convenienza economica di ogni decisione.

I creditori a loro volta sono anche interessati allo stato di buona salute della società, poiché la capacità di produrre reddito dell'impresa costituisce la migliore garanzia del soddisfacimento regolare dei propri debiti.

In una società *in bonis*, quindi, non sono necessarie particolari forme di tutela per il ceto creditorio, in quanto il patrimonio societario funge già da garanzia del credito oltre al fatto che i creditori sono ampiamente tutelati dallo strumento contrattuale (i creditori hanno concluso volontariamente un contratto e hanno anche negoziato una tutela del loro credito).

Inoltre, una eccessiva tutela dei creditori in una fase di continuità aziendale comporterebbe il rischio di indurre gli amministratori a considerare soltanto progetti a bassissimo rischio e pertanto meno redditizi⁴.

A conclusione diametralmente opposte si giunge nell'ipotesi in cui la *corporation* versi in una condizione di crisi con conseguente deterioramento

⁴ Sul punto si veda Paul Davies, *Directors' creditor regarding duties in respect of trading decisions taken in the vicinity of insolvency*, in *The law and economics of creditor protection*, Asser Press, 2008, 303 ss, il quale ritiene che: "in short, the argument for not imposing wide ranging creditor regarding duties where there is substantial shareholder equity in the company is that the company is designed as a vehicle for taking entrepreneurial risk, that the creditors have no a prior claim that corporate enterprise should be low risk (unless they contract for it) and that the shareholder regarding duties give the creditors adequate protection against excessively projects".

della sua condizione finanziaria e aumento dell'indice di indebitamento o nelle ipotesi più gravi in cui l'investimento a titolo di capitale di rischio sia eroso, o comunque il passivo abbia superato l'attivo.

In siffatta ipotesi il socio può perdere l'interesse a che vi sia una gestione ponderata della *corporation* dal momento che, in tali frangenti, l'eventuale incremento del rischio di perdite finisce per gravare in misure sempre più accentuata sul creditore, ed anzi esclusivamente su di loro ove il saldo tra attivo e passivo si connoti come di segno negativo⁵. In tale evenienza si accentuano le ipotesi di operazioni spregiudicate ad altissimo tasso di rischio⁶ rivolte ad un residuo tentativo di massimizzazione del profitto, laddove il successo di queste iniziative sarà destinato a produrre un aumento del valore del patrimonio, configurando un margine di guadagno anche elevato per il socio. L'esito negativo dell'operazione andrà invece a ripercuotersi sui creditori complice anche la regola della responsabilità limitata⁷. Pertanto, gli interessi degli

⁵ Nelle letteratura italiana si veda G. Ferri J., *Impresa in crisi e garanzia patrimoniale*, in Aa. Vv., *Diritto fallimentare manuale breve*, Milano 2008, 31 ss.; M. Cassanotta, *La responsabilità degli amministratori e sindaci nel fallimento delle società*, in *Le procedure concorsuali*, in *Trattato*, diretto da G. Ragusa Maggiore e C. Costa, III, Torino, 1997, 806 ss

⁶ Nela dottrina straniera si veda: Easterbrook-Fishel, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press., 1991, 49 ss.; Armour- Hertig-Kanda, *Creditor Protection*, in *The Anatomy of corporate law*, Oxford University Press, 2004, 71 ss. Nella dottrina italiana si veda sul punto M. Miola, *La tutela dei creditori e il capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2012, 237 ss.; A. Mazzoni, *La responsabilità gestoria per esercizio scorretto dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in *Liber amicorum Antonio Piras*, 2010, 836;

⁷ Sul punto si veda F. Brizzi, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, 26 ss.

azionisti e dei creditori tendono ad opporsi in quanto “*Thus, the persons who make or, at least, influence the decision that the company should continue to trade if near insolvency are not the persons who will lose if the company is unsuccessful*”⁸”.

Nell'emergenza della crisi si crea, quindi, una situazione di cosiddetto “azzardo morale”. Si genera, infatti, nei *menagers* un incentivo molto forte ad assumere rischi irragionevoli, atteso che i soci possono perdere relativamente poco o nulla perché già sanno che il capitale in caso di fallimento non sarà loro restituito⁹.

Mentre, quindi, in una fase non patologica dell'impresa gli interessi dei soci sono allineati a quelli dei creditori, in quanto non sussiste la convenienza dei soci ad operare a danno creditori né quella dei creditori ad ostacolare l'attitudine della società ad incrementare la propria redditività, in una fase di disfunzione finanziaria gli interessi tendono ad opporsi. I creditori sono interessati ad una gestione conservativa e liquidativa del patrimonio, i soci per mezzo degli amministratori sono propensi a cimentarsi in operazioni rischiose¹⁰ che

⁸ Così Hirt Hans C., *The Wrongful Trading Remedy in UK Law: Classification, Application and Practical Significance*, in EBOR, 2004, 83.

⁹ In questi termini Andrea Zoppini, *Emersione della crisi e interesse sociale, (spunti sulla teoria dell'emerging insolvency)* in http://www.juscivile.it/contributi/2014/04_%20Zoppini.pdf

¹⁰ “*As companies approach insolvency, shareolder incentives to siphon away value or gamble on risky projects grow rapidly. To cabin these incentive, all jurisdictions have devised ways to induce insolvent firms to file for bankruptcy with reasonable promptness*”. Così Armour-Hertig-Canda, op. cit., 73.

promettono in una visione ottimistica più elevati ed immediati, ma altrettanto improbabili guadagni¹¹.

In tali frangenti il patrimonio sociale è destinato sostanzialmente alla soddisfazione dei creditori che acquistano la tradizionale qualificazione di *residual claimants*¹² e nello stesso tempo assommano al precedente attributo anche l'ulteriore di *risk bearers*¹³, poiché sopportano per l'intero il rischio di perdite nel caso di condotte illecite ad opera del *management*.

In altri termini,

la circostanza che il passivo superi l'attivo fa venire interamente meno non solo, in una dimensione statica, la coincidenza tra appartenenza giuridica delle risorse del debitore e destinazione del relativo valore; ma anche, in una dimensione invece dinamica, quella tra effetti giuridici e conseguenze economiche dell'agire del debitore, dal momento che i primi si producono, come sempre, nella sfera giuridica di quest'ultimo, mentre le seconde incidono esclusivamente sulla sfera economica dei suoi creditori¹⁴.

¹¹ Così G. M. Buta, *Tutela dei creditori e responsabilità gestoria nell'approssimarsi dell'insolvenza: prime riflessioni*, in *Società Banche crisi d'impresa*, 2013, 2543.

¹² In questa fase i soci hanno diritto ad ottenere quanto residua una volta soddisfatte tutte le ragioni creditorie, e poiché gli *assets* saranno in grado di soddisfare solo i creditori è logico che tale attributo vada riconosciuto proprio ai creditori e non più ai soci.

¹³ "As they are the ones who stay last in line when it comes to the distribution the company's wealth". A. Keay, *A Theoretical Analysis of the Director's Duty to Consider Creditor Interests: The Progressive School's Approach*, in *J. Corp. L. St.*, 2004, 313.

¹⁴ G. Ferri jr., in *Diritto Fallimentare, Manuale Breve*, Giuffrè, 2008, 34, il quale afferma inoltre che "si tratta di distinguere a seconda che l'attivo superi o meno il passivo, a seconda cioè che il patrimonio presenti un valore netto positivo o invece negativo: nel primo caso e cioè se e fino a quando l'attivo supera il passivo, tutte le modificazioni - e dunque tanto gli aumenti tanto le diminuzioni - del valore netto incidono esclusivamente sulla sfera giuridica del suo titolare cioè del debitore, lasciando invariata la parte del valore dell'attivo destinata ai creditori. Nel secondo caso, invece, tutte le modificazioni di tale valore incidono, del pari esclusivamente, sulla sfera economica dei creditori".

È necessario comunque premettere che comportamenti opportunistici da parte dei soci diretti ad abusare della responsabilità limitata per le obbligazioni sociali rappresentano una conseguenza diretta dell'autonomia patrimoniale caratterizzante il tipo di società. Infatti, il regime di responsabilità limitata per le obbligazioni sociali di taluni tipi di società non fa che aumentare il problema di tutela dei creditori sociali, in quanto coloro che agiscono per la società possono abusare dell'alterità soggettiva costituita per mezzo dello strumento societario¹⁵.

In una situazione patologica è assai frequente che gli amministratori prolunghino inopportunamente la vita della società nella speranza di portare essa ad una situazione economicamente migliore, senza attivare le procedure

¹⁵“The doctrine of limited liability substantially insulates shareholders from the downside risks of corporate activity. Limited liability, of course, means that shareholders of a corporation are not personally liable for debts incurred or torts committed by the firm. If the firm fails, a shareholder's losses thus are limited to the amount the shareholders has invested in the firm (...) Put another way, because shareholders do not put their personal assets at jeopardy, they effectively externalize some portion of the business total risk exposure to creditors”. Così S. M. Bainbridge, *Corporate law and economics*, Foundation Press, New York, 2002, 259. Si veda anche P. Davies, *Directors' Creditor regarding duties in respect of trading decisions taken in the vicinity of insolvency*, in *The Law Economics of Creditor protection*, Asser Press, 2008, 303 ss. “However once the shareholders' equity has been dissipated, or as been reduced to a very low level, and there is no prospect of its being rebuilt though the company's established business model, the incentive for company controllers (if acting in the shareholder interest) is to take on excessively risky projects, for their attention can focus exclusively on the potential upside of decision. The doctrine of limited liability provides the standard justification for the imposition of creditor-regarding liability on directors in such cases. Since limited liability normally restricts the creditors to the corporate assets for the satisfaction of their claims, shareholders are relieved against the downside risk of business decision once their equity in the company has evaporated. At this point, the creditors can no longer rely on the shareholders first rule in relation to losses to protect their interests in respect of excessively risky projects. On the contrary, the corporate law doctrine of limited liability creates an incentive structure for directors which positively favours excessively risky projects, because shareholder-regarding directors can focus solely on the upside of the potential projects, no matter how remote the possibility of success may be”.

concorsuali previste dalla legge, consapevoli di non poter beneficiare della stessa in quanto l'attivo sarà ripartito esclusivamente tra i creditori sociali. I creditori invece preferirebbero che la società sia sottoposta ad una procedura concorsuale in modo tale da recuperare almeno parte dei propri crediti.

Ma pensiamo anche ad altre operazioni pregiudicative dei diritti dei creditori come gli *asset dilution*¹⁶, ovvero sottrazione di cespiti aziendali alla garanzia generica offerta ai creditori e comunque tutte quelle operazioni dirette alla spoliazione del patrimonio, ad un'accentuata corresponsione dei dividendi¹⁷ e al trasferimento gratuito di beni¹⁸. Si potrebbe inoltre verificare un atteggiamento opposto dei soci che si concretizza non in attività altamente rischiose ma al contrario in un totale disinteresse per la gestione aziendale che porterebbe velocemente alla morte della società di per sé già agonizzante. Può accadere infatti che l'impresa non assume prospettive di investimento se sa che gli interi proventi di questi investimenti saranno destinati soltanto al soddisfacimento dei creditori.

¹⁶The strategies which are well known, all take place in the region of insolvency. They include claim delution – or diluting creditors claims by taking on new debt that is senior to existing debt; variance enhancement – or increasing the riskiness of corporate projects in the expectation of capturing the upside gain of success while shifting the downside loss of failure to corporate creditors; and asset dilution – reducing the size of the corporate asset pool available for creditors by making distributions to shareholders or third parties”. Così R. Kraakman *Concluding remarks on creditor protection*, in *The law and economics of creditor protection*, Asser Press, 2008, 472.

¹⁷ Si veda il caso *Pension transfer Corporation. v. Beneficiaries under the third Amendment to Fruehauf Trailer Corp. Retirement Plan* No. 003, 444 E3d 203, 3d Cir., 2006

¹⁸ Si veda il caso *French v. Liebman*, 440, F3d 145, 4th Cir., 127 S.Ct. 72 2006

La fase societaria di cui si discute viene identificata dalla dottrina e giurisprudenza d'oltreoceano con il termine di “*vicinity of insolvency*”¹⁹ e corrisponde ad una condizione di difficoltà finanziaria, economica o patrimoniale che precede l'apertura di una procedura di insolvenza. Corrisponde a quello che nel nostro ordinamento può essere definito stato di pre-crisi, ovvero uno stato patologico iniziale che non per forza coincide con la crisi conclamata. Una fase, questa, in cui non si è ancora incrinata la fiducia del mercato e non si è verificato il salto di qualità negativo che immette l'impresa in un'aria di diffidenza da parte dei fornitori, creditori e finanziatori²⁰.

I *perverse incentive* - che possono verificarsi in questa particolare fase societaria - sono diversi e possono derivare: dalla circostanza che gli amministratori soprattutto nelle società più piccole sono i maggiori azionisti, interessati alla massima distribuzione dei dividendi; dal timore di perdite reputazionali in caso di fallimento; dalla volontà di conservare la loro posizione all'interno della società²¹.

¹⁹ L'espressione è stata per la prima volta usata nel caso *Credit Lyonnais*; si veda anche Armour-Hertig-Kanda, op. cit., 119 ss. Si è parlato anche di “*twilight zone*”, “*doubtful insolvency*” e “*near insolvency*”.

²⁰ Sul punto si veda P. Montalenti, in *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 820 ss., il quale distingue tra situazione di normalità, situazione di pre-crisi o *twilight zone*, situazione di crisi reversibile e situazione di crisi irreversibile. La *twilight zone* corrisponderebbe: “*quell'aerea economica-temporale antecedente ad una situazione di crisi in senso tecnico, sita in uno stato prodromico sospeso tra il rischio insolvenza e le prospettive di risanamento*”.

²¹ Così G. M. Buta, op. cit., 2543.

Il problema delle condotte opportunistiche da parte degli amministratori è inoltre accentuato in quegli ordinamenti (soprattutto continentali) caratterizzati da società a compagine societaria ristretta in cui la concentrazione della proprietà azionaria è in mano a pochi azionisti²². In siffatte ipotesi, vi potrà essere una coincidenza totale o parziale tra soci di controllo e gestori, dovuta al fatto che gli organi sociali sono il frutto delle scelte di azionisti di controllo che dominano e sottomettono l'assemblea dei soci. In questo contesto accade, quindi, spesso che i manager sottostanno alle esigenze egoistiche dei soci. In quegli ordinamenti, al contrario, caratterizzati da una diffusione della proprietà azionaria e ove non vi sono azionisti di controllo in grado di influenzare le decisioni dei *directors* come ad esempio negli U.S.A. e U.K., il problema sostanziale è quello di evitare che gli amministratori agiscano in modo egoistico ovvero per fini personali. I comportamenti opportunistici in simili frangenti possono essere dovuti al timore di perdite reputazionali sul mercato del lavoro dirigenziale o a clausole contrattuali che prevedono forme di renumeration correlate ai profitti raggiunti (*managerial remuneration packages*).

²² “Shifting from the U.S. and UK to Italy, Germany and France changes the landscape of corporate governance in two important respects. First, listed companies on the Continent tend to be controlled by coalitions of stable, large-block shareholders rather than by numerous investors who actively trade in the market. In addition, families hold many large blocks of shares, particularly in France and Italy”. Enrique-Hansmann-Kraakmam. *The basic governance structure: the interest of shareholders as a class, in the anatomy of corporate law*, Oxford Press, 2009, 84.

Premesso tutto ciò, appare opportuno distinguere la zona di cosiddetta *insolvency* dalla zona di *vicinity of insolvency*.

Se è agevole da un punto di vista concettuale la distinzione tra *insolvency* e *in the vicinity of insolvency*, problematica risulta l'individuazione nella realtà della linea che demarca le due fasi o più precisamente del momento in cui può dirsi realizzato il presupposto dell'insolvenza, dipendendo tale giudizio dalla scelta tra il *cash flow test* e il *balance sheet test*.

Secondo il *Revised Model Business Corporation Act*²³, l'*insolvency* è quel momento nel quale la società non è più grado di pagare puntualmente i propri debiti nell'ordinario corso degli affari. Al fine di verificare ciò viene utilizzato il c.d. *cash-flow test*.

Secondo il *Bankruptcy Code*, invece, si ha *insolvency* quando “*financial condition such that the sum of such entity's debts is greater than all such entity's property, at a fair valuation*²⁴”, ovvero, quando il passivo supera l'attivo in termini di *assets* sociatari. Ciò viene verificato con il c.d. *balance sheet solvency*.

²³ Il *Revised Model Business Corporation Act* è un modello legislativo, proposto dall'American Bar Association, la cui ultima revisione risale al 1984.

²⁴ 11 U.S. Code § 101

Nel sistema nord-americano²⁵ vengono, quindi, utilizzati degli strumenti specifici per verificare se la società versa o no in uno stato di insolvenza. Al *Cash-flow test* e al *Balance sheet test* si aggiunge anche il *capital adequacy test*. Mentre il *cash flow test* (o *ability to pay test*) e *balance sheet solvency test* analizzano rispettivamente la capacità di un soggetto giuridico di far fronte ai propri debiti e se l'attivo patrimoniale di una impresa sia maggiore del suo passivo, il *capital-adequacy solvency test* valuta se sia possibile che una impresa diventi insolvente, applicando sia il *balance sheet test* e sia l'*ability to pay test*. In sostanza mentre l'*insolvency* presuppone uno stato di conclamata e irreversibile impossibilità di adempiere alle proprie obbligazioni o comunque una situazione in cui il passivo supera l'attivo in termini di *assets* societari, lo stato di "vicinity of insolvency"²⁶, al contrario, non dovrebbe presupporre una fase societaria di crisi manifesta.

In realtà le Corti Americane non hanno saputo dare una definizione esauriente di siffatto stato. Alcuni tribunali nordamericani hanno riconosciuto lo stato di *vicinity if insolvency*:

²⁵ Anche nel sistema legale inglese sono presenti simili strumenti, entrambi contemplati dall'*Insolvency Act* del 1986.

²⁶ "That vicinity of insolvency is presumably somewhere between solvency et insolvency", così B. Nicolson, *Recent Delaware Case Law Re: Director's duties to bondholders*, 19 Del. J. Corp. L. 573, 1994.

- “immediately following a leveraged buyout, which was commenced while the corporation's financial performance was declining;
- immediately following a large corporate transaction that was intended for the sole benefit of the corporation's insiders;
- immediately prior to an action that, if taken, would render the company insolvent, presuming that the director had knowledge that the transaction would render the company insolvent²⁷”.

La società è considerata in the *vicinity of insolvency*, in riferimento una data operazione, se tale può rendere la società incapace di pagare puntualmente i propri debiti ed è in grado di esporre i creditori al rischio di non essere pagati²⁸.

Il concetto di *vicinity of insolvency* va quindi collegato non ad uno stato di conclamata incapacità di adempiere ai propri debiti ma al rischio che una determinata operazione societaria determini l’incapacità della società di pagare puntualmente i propri creditori²⁹.

²⁷ Glassman-Davis, *Are you in the vicinity of insolvency? Serving more than one master in The Americas Restructuring and Insolvency Guide 2004/2005* http://www.bayardlaw.com/wp-content/uploads/2012/04/insolvency_glassman-_davis.pdf

²⁸ In questo senso F. Raffaele, in *Fiduciary duties degli amministratori nei confronti dei creditori nella fase della preinsolvenza: l’epilogo di una storia controversa*. In <http://static.luiss.it/siti/media/1/20090630-fiduciary-duties-raffaele.pdf>.

²⁹ In giurisprudenza si veda il caso *In re Ben Franklin Retail Stores, Inc.*, 225 B.R. 650, 655 (Bankr. N.D. Ill. 1998).

2. *Cenni sui doveri fiduciari degli amministratori nel sistema americano*

Come è noto, negli Stati Uniti, i rapporti e gli affari interni di una società, nonché il ruolo, i poteri e le responsabilità degli amministratori sono disciplinati dall'ordinamento giuridico dello Stato nel quale la Società è stata costituita³⁰. La presenza di 50 stati e dunque di 50 ordinamenti non consente di poter parlare di un unico diritto statunitense delle società con riferimento agli obblighi di condotta degli amministratori e al regime di responsabilità a loro applicabile³¹, ma di distinti regimi legali.

Vi sono tuttavia delle “forze unificatrici che si pongono come rimedio a questa apparente disomogeneità di disposizioni e indirizzi e che permettono, con molta prudenza, di ritenere sussistente un “diritto americano” delle società”³².

³⁰ A titolo di completezza è opportuno tener presente che l'ordinamento statunitense è caratterizzato dal fatto che il potere legislativo viene esercitato su piani e da organi differenti: a livello federale è di competenza del Congresso, ma è di pertinenza anche dei singoli Stati.

Il diritto societario, per effetto di questa suddivisione di poteri, non viene regolato in modo unitario, ma è scisso in due ambiti principali. Da un lato, leggi federali regolano gli “affari esterni” ovvero, la quotazione delle società in mercati regolamentati, i conseguenti obblighi nei confronti del pubblico, ad esempio in tema di *disclosure*, l'offerta al pubblico di titoli. Dall'altro, quanto attiene alla costituzione e all'organizzazione delle società nei loro rapporti interni, i cosiddetti *internal affairs*, come ad esempio i rapporti tra amministratori e soci, è invece disciplinato a livello statale. La normativa fallimentare invece è appannaggio del Congresso e quindi di competenza federale. Competenti in materia fallimentare sono tribunali specializzati (*Bankruptcy Court*).

³¹ Sul punto si veda M. A. Eisenbergh, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto Americano*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, 617 (Traduzione delle conferenze tenute nell'Università Statale di Milano il 25 e 26 febbraio 1992).

³² In questo senso M. A. Eisenbergh, *op. cit.*, 618.

Le principali forze unificatrici sono il *Model Business Corporation Act*³³ (da ora in poi MBCA) - arrivato alla terza edizione e recepito da una dozzina di Stati, mentre altri ne hanno recepito soltanto parti fondamentali - e i *Principles of Corporate Governance: Ananlysis e Raccomandation* (da ora in poi *Principles*)³⁴.

L'MBCA, pur non costituendo fonte normativa, per il prestigio dell'organo da cui promana, esercita notevole influenza sulle scelte operate dai legislatori dei vari stati.

I *Principles* sono stati formulati dall'*American Law Institute* al fine di “*provide fair, unbiased statement of the law for use by courts and practioners*”.

Il documento, pubblicato nel 1994, è il risultato di un lungo lavoro che ha coinvolto professori di diritto, giudici, avvocati, e rappresentanti dei comitati del *BAR*. I *Principles* non riguardano tutta la corporate law, ma disciplinano una limitata gamma di questioni attinenti la struttura e composizione degli organi di gestione e doveri di diligenza e correttezza degli amministratori e i rimedi disponibili in caso di violazioni dei doveri fiduciari.³⁵

³³ Il *Model Business Corporation Act* è stato formulato nel 1946 e pubblicato dal *Committee on Corporate Laws dell'American Bar Association's Section on Business Law*. Nel 1984 e nel 2000 si è proceduto ad una rivisitazione del Model dando vita ad una versione più moderna ed evoluta.

³⁴ I *Principles of Corporate Governance* sono stati elaborate dall'*American Law Institute*, organo che è stato istituito nel 1923 ed il cui compito primario è stato quello di cercare di uniformare il diritto deli Stati Uniti.

³⁵ I principles sono stati definiti dagli stessi redattori come un “*major contribution to the fundamental law of the economic system that operate through privately owned business enterprises*”. Questi principi normativi

Infine assumono anche una funzione unificatrice, nel senso di creare dei precedenti ai cui si uniformano i vari sistemi statunitensi, la *Deleware Corporation Law*, “because of its well developed body of judicial decision and its specialized and politically independent chancery court, which deals almost exclusively with corporate cases. Whose judges have achieved a national reputation for expert and expeditious ruling without juries”³⁶ e quindi per la particolare attenzione del legislatore dello stato del Delaware alle esigenze delle *Corporation*, tanto da attrarre la più alta concentrazione di sede legali di società degli Stati Uniti³⁷; il *New York Business Corporation Law*, per l’importanza che riveste la piazza di New York City nell’ambiente economico finanziario; e infine riveste un ruolo fondamentale la *California Corporation Code*, adottato

trovano loro sede naturale nelle grandi imprese ad azionariato diffuso americane, una struttura capitalistica totalmente diversa da quella italiana caratterizzata da imprese perlopiù familiari a direzione unitaria.

³⁶ Cfr. A. Palmiter-F. Partnoy, *Corporation a contemporary approach*, 2010, 66 ss.

³⁷ Il Delaware detiene una posizione di *leadership* nel diritto commerciale statunitense tant’è che circa la metà delle *corporations* quotate esistenti negli U.S.A. sono state registrate in questo Stato. Ciò ha comportato una maggiore specializzazione delle Corti del Delaware nel diritto societario tant’è vero che la più importante giurisprudenza in tema di diritto societario proviene da qui, o comunque si basa sulla sua legislazione. Le origini di questa situazione risalgono ai primi decenni del Novecento, quando il Delaware si ritrovò ad essere lo Stato con il diritto societario più liberale rispetto agli altri, e dunque più attraente per gli azionisti. Anche oggi, la legislazione del Delaware consente al *management* una notevole flessibilità nell’organizzazione e nella gestione dell’attività economica. Di conseguenza, in virtù di questa maggiore specializzazione in campo societario le società preferiscono costituirsi in Delaware anche per poter usufruire di tribunali altamente qualificati, che hanno interpretato la disciplina societaria in numerosi casi e che pertanto offrono una maggiore certezza del diritto. Si è discusso e si continua a discutere soprattutto nella dottrina statunitense, se la progressiva evoluzione del diritto societario statunitense sia dovuta ad una *race to the bottom* tra Stati, ovvero ad una competizione per attrarre il maggior numero di *corporations*, cosa che se da un lato garantisce maggiori entrate tributarie e stimola il sistema economico, dall’altro porterebbe gli Stati ad una competizione distruttiva, una sorta di guerra al ribasso, che conduce ad una sempre maggiore lassità delle disposizioni, per eliminare qualunque restrizione alle attività economiche, ma che ha effetti dannosi per il benessere complessivo. Sul punto si veda diffusamente W. L. Cary., *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, in *Yale L. Rev.*, 1974, 88, p. 663 ss.

dallo Stato della California, per l'approccio innovativo di questo stato nel regolamentare la disciplina societaria.

Appare opportuno accennare brevemente che, in relazione ai doveri degli amministratori, si sono affermate negli Stati Uniti due correnti opposte all'interno della scuola di *Law and Economics*: il filone dei contrattualisti (teorici del diritto di proprietà) e la scuola pluralista (o etico sociale). Il dibattito è nato sui modi più efficienti di disciplina delle grandi società di capitali, tendenzialmente ad azionariato diffuso, concentrandosi sulla questione se questa debba riflettere prevalentemente gli interessi degli azionisti o debba farsi carico anche di interessi pubblici di maggiore respiro.

La visione contrattualistica sostiene che l'imposizione normativa di doveri di lealtà e diligenza è inefficiente. La struttura dei rapporti tra amministratori e azionisti dovrebbe essere lasciata alla libera contrattazione delle parti e l'eventuale conflitto di interessi che potrebbe sorgere tra proprietà e controllo può essere minimizzato dalle forze del mercato attraverso meccanismi interni ed esterni.³⁸

³⁸ I meccanismi interni sono rappresentati da una serie di sistemi di monitoraggio come la presenza di un consiglio di amministrazione eventualmente composto da amministratori esterni con funzione di vigilanza, o la possibilità di stipulare contratti specifici come quelli che regolano i compensi degli amministratori ai risultati economici dell'impresa. Nei meccanismi interni invece rientra *il market for corporate control*, ovvero effetti virtuosi del mercato che riequilibrano eventuali disfunzioni interne (ad esempio le minacce di scalate ostile minimizzano i comportamenti opportunistici degli amministratori, i quali sono consci del fatto che nel caso di successo della scalata essi sono destinati ad essere sostituiti).

La moderna società per azioni è quindi il risultato dell'evoluzione efficiente delle forze del mercato. L'impresa rappresenterebbe un complesso intreccio di contratti che stabiliscono diritti e obblighi tra i vari input che formano l'impresa. Tutto ciò che serve affinché la società di capitali soddisfi gli interessi degli azionisti quanto quelli esterni (lavoratori e creditori) è lasciare che le forze contrattuali regolano e perseguono come meglio credano i propri interessi individuali nel contesto di un mercato efficiente. Pertanto, secondo la visione contrattualista, l'obiettivo dell'impresa deve essere egoistico volto a massimizzare i profitti dell'impresa nell'interesse esclusivo dei soci.

La scuola pluralista, al contrario, ritiene che i meccanismi del mercato non siano sufficienti ad assicurare che gli amministratori perseguano in modo efficiente gli obiettivi dell'impresa. La previsione di doveri fiduciari a carico dei manager è necessaria per evitare che essi perseguano obiettivi prettamente personali trascurando gli interessi non solo degli azionisti ma anche di altre forze sociali come i lavoratori e creditori.

Detto ciò, è arrivato il momento di spendere qualche parola sui maggiori doveri fiduciari imposti agli amministratori, ovvero il *duty of care* e il *duty of loyalty*.

Occorre innanzi tutto prendere in considerazione che i sistemi legali si distinguono essenzialmente per la previsione di rimedi *ex ante* ed *ex post* di tutela dei creditori³⁹.

I rimedi *ex ante* tipici dei sistemi continentali sono strumenti diretti alla tutela dei creditori sociali già al momento della costituzione della società stessa, come la regola sul capitale sociale come forma di garanzia dei creditori.

I rimedi *ex post* sono tipici dei sistemi anglosassoni e prevedono l'imposizione di determinati doveri di comportamento per i *directors*, come il dovere di diligenza, la cui violazione li rende responsabili non solo innanzi agli azionisti ma innanzi ai creditori sociali.

Alcuni sistemi legali – come quello italiano e al contrario di quello nordamericano - inoltre, mettono a disposizione dei creditori specifici e autonomi rimedi civilistici, da azionare nel momento in cui ritengono che le proprie ragioni siano state pregiudicate dal comportamento degli amministratori.

I sistemi legali, quindi, che si basano sul modello di *Common Law* (U.S.A., Gran Bretagna, Irlanda, Australia, Nuova Zelanda e altre colonie in inglesi in Asia e Africa) si caratterizzano per l'imposizione di determinati doveri c.d.

³⁹ Sul punto si veda ampiamente G. Spindler, in *The law and economics of creditor protection*, Asser Press, 2008, 346.

fiduciary duties ⁴⁰, ovvero il *duty of care* e il *duty of loyalty* che è bene esaminarli brevemente.

3. *Il duty of care*

Consiste nel dovere da parte dei *directors* e *officers* di compiere con diligenza (professionale) gli obblighi derivanti dal loro ufficio. Siffatto obbligo deriva dal più ampio dovere di agire con diligenza secondo i principi generali della *Law of negligence*, ovvero, colui che assolve una funzione il cui espletamento

⁴⁰ Il sistema legale inglese - ad integrazione dei doveri fiduciari elaborati dalla *Common Law* e codificati nella sect. 172 del Companies Act (2006) rubricata "*duty to promote the success of company*", il quale dopo aver stabilito il principio secondo il quale il *director* deve agire in modo da promuovere il successo della società a vantaggio della totalità dei suoi membri prevede che "*the duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors company*" - prevede nell'*Insolvency Act sec. 214* una precisa forma di protezione dei creditori, ovvero la responsabilità per *Wrongful Trading*. Si tratta di una particolare forma di responsabilità a cui sono sottoposti gli amministratori, qualora risulti che costoro hanno continuato l'attività anche se sapevano che non vi era alcuna possibilità di evitare una procedura di insolvenza, cagionando in tal modo un grave danno ai creditori. Si tratta quindi, dell'obbligo in capo agli amministratori di "*tentare tutto il possibile per limitare al massimo le perdite per i creditori della società (...). In concreto ciò significa: o immediata liquidazione al fine di evitare maggiori danni oppure impegno serio al risanamento effettivo*", in questi termini, Forum Europaeum sul diritto dei gruppi di società, *Un diritto dei gruppi di società per l'Europa*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 432. La normativa fallimentare inglese si contrappone a quella tedesca in quanto nel sistema tedesco, viene sancito l'obbligo degli amministratori di chiedere la dichiarazione di fallimento entro tre settimane dal verificarsi dei presupposti oggettivi per l'apertura della procedura concorsuale, ovvero l'incapacità di pagare i debiti (*Zahlungsunfähigkeit*, §§ 17 e 18, *InsO*) e l'eccessivo indebitamento (*Überschuldung*, § 19, *InsO*).

Quindi, mentre nel sistema inglese i doveri per gli amministratori sorgono in una fase in cui non si è ancora verificata il presupposto per l'insolvenza, nell'ordinamento tedesco le responsabilità per gli amministratori sorgono solo quando la società è in stato di insolvenza o eccessivo indebitamento, ovvero in una fase avanzata di crisi in cui le possibilità di salvataggio sono più che remote. Per una analisi comparatistica delle varie normative europee sui doveri fiduciari nella vicinanza dell'insolvenza si veda Kalss-Adensamer-Oelkers, *Directors duties in the vicinity of insolvency, a comparative analysis with reports from Germany, Austria, Belgium, Denmark, England, Finland, France, Italy, the Netherlands, Norway, Spain and Sweden*, in *European Company and Financial Law Review*, Dalloz, 2006, 112.

comporti il rischio di arrecare altri un danno, soggiace ad un obbligo morale di adempiere i suoi doveri con diligenza⁴¹.

Nel diritto americano il *duty of care* si traduce in quattro principali obblighi: *duty to monitor*, *duty to inquiry*, ragionevolezza nell'iter decisionale e infine ragionevolezza della decisione⁴².

Il *duty of monitor* consiste nel dovere degli amministratori di controllare e sorvegliare la conduzione dell'attività di gestione della società.

La peculiarità del sistema statunitense è che all'interno del *board* delle *public company* è possibile distinguere gli *inside directors*, ovvero amministratori che svolgono le loro funzioni a tempo pieno dagli *outside directors* o *independent directors*. Mentre ai primi è attribuito il compito di amministrare e dirigere la società ai secondi è attribuito il compito di controllare e sorvegliare l'operato di coloro che amministrano la società al fine di assicurare che questi lo facciano bene e in modo efficiente.

Il secondo obbligo cui si compone il dovere di diligenza è il *duty of inquiry* che consiste nel dovere di controllare l'attendibilità delle informazioni acquisite sia

⁴¹ "The duties of care consist of an obligation to act on an informed basis", Shoen, 137 P.3d at 1178; "The duties of care requires corporate directors to exercise that amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances", S. M. Bainbridge, in *Corporate law and economics*, p 242, Foundation Press New York, 2002.

⁴² M. A. Eisenberg, op. cit. 487.

attraverso i sistemi di sorveglianza, sia quelle acquisite attraverso vie diverse, ad esempio causalmente⁴³.

Con riguardo al terzo profilo del *duty of care*, ovvero al dovere di comportarsi diligentemente nel compiere decisioni, si traduce nell'obbligo di amministratori e funzionari di far uso di ogni ragionevole diligenza nell'acquisire informazioni circa gli elementi che determinano quella determinata scelta. Un amministratore che abbia deciso senza aver assunto un numero di informazioni ragionevoli, è responsabile qualora dalla decisione derivi un danno che non si sarebbe verificato se egli avesse ottemperato al proprio dovere.

Con riguardo all'ultimo profilo del *duty of care*, ovvero la ragionevolezza delle decisioni, qui non si tratta di verificare se gli amministratori abbiano utilizzato la dovuta diligenza nell'assumere le decisioni ma se queste siano ragionevoli e opportune di per se.

È opportuno tener presente che le decisioni prese dagli amministratori sono soggette alla regola della *business judgment rule*, ovvero “*a presumption that in making a business decision, the directors of a corporation acted on a informed basis in good faith and in the honest belief that the action taken was*

⁴³ Ammettiamo che un amministratore apprenda che la società stia rapidamente perdendo capitale. In tale ipotesi egli è tenuto a verificare se ciò è dovuto a fattori imprevedibili come una recessione, ovvero ad altri fattori come una cattiva gestione della società.

*in the best interests of the company*⁴⁴”. Si tratta di una presunzione di buona fede con riguardo all’operato dei *directors*; in assenza di prova contrario l’operato degli amministratori si presume essere stato intrapreso nel miglior interesse per la società.

Questa regola offre agli amministratori un alto grado di protezione dalla responsabilità, anche qualora la decisione assunta sia risultata inopportuna.

Affinchè i *directors* possano avvalersi della protezione della *business judgment rule* è necessario che vengano rispettati alcune condizioni. Sulla base della giurisprudenza della Corte del Delaware è possibile riconoscere alcune condizioni in assenza delle quali non è possibile invocare la *business judgment rule*⁴⁵:

- a) è necessario che gli amministratori abbiano agito con una *subjective good faith*, ovvero nel massimo interesse della società⁴⁶;
- b) il manager non deve avere nessun interesse personale o per conto di terzi in quel determinato affare⁴⁷;

⁴⁴ Amons v. Lewis, 473 A.2d 805 , 812 (Del. 1984)

⁴⁵ Sul punto si veda C. Hansen, *The duty of care, the business judgment rule, and the american law institute Corporate Governance Project*,1993, 1363 ss.

⁴⁶ Cfr. *Norlin Corp. v. Rooney Pace Inc.*, 744 F.2d 255, 266 (2d Cir. 1984)

⁴⁷ Emblematica è la sentenza *Aronson v. Lewis* 473 A.2d 805 812 (Del. 1984). La Suprema Corte del Delaware ha stabilito che l’amministratore non deve “*appear on both sides of the transaction nor expect to derive any personal financial benefit from it in the sense of self – dealing, as opposed to a benefit which devolves upon the corporation or all the stockholders generally*”.

- c) il *manager* deve preventivamente informarsi prima di effettuare una decisione⁴⁸;
- d) La decisione non deve comportare un *corporate waste*, ovvero un chiaro spreco delle risorse sociali⁴⁹;
- e) La *business judgment* non deve costituire una condotta fraudolenta⁵⁰.

Se questi requisiti sono soddisfatti la *business judgment rule* dispone che il merito della questione non viene valutato secondo il criterio della ragionevolezza, ma vi sarà responsabilità soltanto se la decisione assunta sia irrazionale. Ovvero è necessario che si tratti di una decisione che non trova spiegazioni, del tutto incomprensibile⁵¹.

Siffatta regola protegge dunque le decisioni informate degli amministratori impedendo che ricada su di loro la responsabilità delle scelte di gestione.

⁴⁸ Nella celebre sentenza *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1989), gli amministratori della *Trans Union Corp.* furono dichiarati responsabili per non aver raccolto le dovute informazioni necessarie prima di effettuare una decisione. Nella fattispecie in esame la Suprema Corte del Delaware ha ritenuto l'inapplicabilità della *business judgment rule*.

⁴⁹ Si veda la pronuncia della Corte del Delaware *Gottlieb v. Heyden Chemical Corp.* 91 A.2d 57, (Del. Ch. 1952).

⁵⁰ Cfr. *Kelly v. Bell.*, 254 A.2d 62 (Del. Ch. 1969).

⁵¹ La pronuncia *Selheimer v. Manganese Corp. of America*, 224 A.2d 634 (Pa. 1966), costituisce un utile esempio di quanto affermato. Nella fattispecie de qua gli amministratori avevano utilizzato tutte le risorse sociali per la costruzione di un solo impianto, pur sapendo fin dall'inizio che mai avrebbe potuto operare in modo profittevole. Gli amministratori furono considerati responsabili in quanto la loro condotta "*defies explanation; in fact, the defendants have failed to give any satisfactory explanation or advance or advance any justification for expenditures*".

Questo *favor* nei confronti delle *business decision* va quindi ricercato senza dubbio nella natura dell'attività di impresa diretta alla necessaria ricerca del profitto che rende più rischiosa l'attività di chi è chiamato a dirigere l'impresa. Ma vi sono altre ragioni che ad avviso della dottrina giustificherebbero un criterio di giudizio così permissivo:

- a) innanzitutto la mancanza di protocolli e modelli di comportamento rispetto ad altri professionisti come ingegneri e avvocati i quali possono invocare *guidelines* accettati dalla comunità per giustificare le proprie scelte. Ogni loro decisione è unica⁵²;
- b) dall'altro, l'interesse dei soci può essere meglio perseguito da scelte rischiose degli amministratori piuttosto che da scelte sicure, poiché le possibilità di guadagno di una scelta rischiosa è molto più alta rispetto ad una scelta meno rischiosa.

⁵² “Directors do not do things in the same sense as doctors, lawyers architects or plumbers. Their duties consist principally of overseeing management, establishing corporate policy, and weighing major business decision. Many of the most important decision directors are asked to make are not easily susceptible to right or wrong analysis at the time they are made; they are prudential judgments, exercises in discretion. Often a better result may appear, especially with hindsight to have been attainable, but the conclusion does not necessarily mean a director's decision was wrong when made. Even if it were wrong by some measure, that fact does not mean that a director should be liable for money damages. Directors are not purveyors of a good or service in commercial sense; acting for owners, **they make** decision that the owners would otherwise have to make. Unless they engage, directors should not expect to be monetarily liable. No owner is likely to steal from itself - a meaningless act – or intentionally inflict harm on his business – an irrational act. Except for such egregious situations, it is difficult to justify imposing momentary liability on a directors for the result of his decision”. Così J. J. Hanks Jr, *Evaluating recent state legislation on director and officer liability limitation and indemnification*, in *Bus. Law*, v.43, 1988, 1232.

Appare importante ricordare che alcuni Stati hanno emanato delle leggi che permettono di prevedere nell'atto costitutivo delle società (*certificate of incorporation*) la limitazione della responsabilità degli amministratori per violazione del dovere di diligenza.

La legge dello stato del Delaware è senza dubbio la più importante fra queste leggi per l'importanza di questo stato nel diritto societario, oltre al fatto che è da sempre *more management friendly*, ovvero più permissiva nei confronti delle società e dei loro amministratori, tant'è che, come detto innanzi, moltissime corporation hanno stabilito la propria sede legale in questo Stato⁵³. Secondo questa normativa la limitazione non può avvenire per atti od omissioni compiute in mala fede o che comunque abbiano determinano un beneficio personale improprio.

⁵³ La normative dello Stato di Delaware prevede che l'atto costitutivo della società può contenere “*a provision eliminating or limiting the personal liability of the director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director for any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its stockholders, for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law, for improper distributions, or for any transaction from which the director derived an improper personal benefit*”.

4. *Il duty of loyalty*

Siffatto dovere, che si rifà al concetto di *trust* peculiare della *Common Law*, consiste nell'obbligo degli amministratori, funzionari e azionisti in posizione di controllo di comportarsi correttamente (*fairly*) soprattutto quando sono portatori di interessi in conflitto con quelli societari.

In sostanza, chi amministra i beni nel nome e nell'interesse altrui non può far uso di siffatti beni o di *corporate information* (*insider trading*) per scopi personali né abusare della propria posizione al fine di perseguire i propri interessi o sfruttare in proprio una *corporate opportunity*.

In altri termini ogni qual volta si possa manifestare una situazione di conflitto, gli amministratori sono tenuti a dare la precedenza agli interessi degli azionisti della società. Si impone quindi agli amministratori *to maximize shareholder wealth*⁵⁴.

Gli amministratori dunque non possono servirsi a proprio vantaggio di beni della società a meno che non versino a questa un compenso come farebbe qualsiasi terzo estraneo alla compagine sociale.

⁵⁴ Nel caso *Dodge v. Ford Motor Co.* 170 NW 668 (Mich 1919), la Suprema Corte del Michigan ha ribadito che “*a business Corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholder.*”

Non possono sfruttare a proprio vantaggio *corporate information*. Tipico è l'esempio dell'amministratore che esamina documenti segreti della società al fine di intraprendere in proprio una attività commerciale.

Per quanto riguarda il divieto di avvalersi della posizione rivestita nella società a proprio vantaggio, si pensi al caso dell'amministratore che garantisca la conclusione del contratto a patto che il terzo gli versi una provvigione, o al caso dell'amministratore che induce la società ad attuare una politica fiscale che si traduca in un proprio vantaggio. Indipendentemente dal fatto che il comportamento dell'amministratore arrechi un danno alla società, l'amministratore non può abusare della propria posizione. Si tratta di un principio applicato molto severamente e subisce una eccezione solo in caso di esplicita autorizzazione da parte di altri organi indipendenti della società.

Rientra nel dovere di lealtà l'obbligo da parte degli amministratori di non appropriarsi di una *corporate opportunity*⁵⁵, ovvero una possibilità di profitto su cui la società ha una sorta di diritto. Se l'amministratore si trova in presenza di una *corporate opportunity*, questo è tenuto ad offrirla alla società prima di poterla sfruttare egli stesso. È necessario comunque che la *corporate opportunity* rientri nell'oggetto sociale della società e riguarda una attività che

⁵⁵ Cfr., Brudney-Clark, A New Look at Corporate Opportunities, in Harv. Law rev., v. 94, 1981, 997 ss.

può ragionevolmente rientrare tra le aree di *business* di questa. Inoltre, affinché l'amministratore possa sfruttare personalmente una *corporate opportunity* non è sufficiente che la società rinunci formalmente a sfruttare tale opportunità, ma è necessario che tale rinuncia si *fair*, ovvero che l'opportunità sia stata esaminata e ragionevolmente ritenuta dalla società come non rientrante nella propria attività.

Infine amministratori e *officers* sono soggetti al dovere di non agire in concorrenza con la *corporation*, qualora sia ragionevole attendersi che dall'esercizio di tale attività possa derivare un danno alla società.

5. I doveri fiduciari degli amministratori nella fase della pre-insolvenza

In che modo il sistema Nord Americano protegge i diritti dei creditori che sono stati pregiudicati dalla *mala gestio* dei *directors* in una fase di preinsolvenza?

Se si è tendenzialmente d'accordo nel ritenere che nella fase di normale attività che potremmo definire fisiologica, il dovere degli amministratori è quello di massimizzare il valore dell'investimento dei soci mentre nella fase di insolvenza è quello di tutelare gli interessi dei creditori, tale unicità di vedute non sussiste in quella fase grigia della "*vicinity of insolvency*".

Prima di analizzare lo sviluppo giurisprudenziale che ha, in un primo momento, riconosciuto una sorta di “*shifting*” degli obiettivi degli amministratori dai soci ai creditori nella fase della pre-insolvenza per poi disconoscerlo, come vedremo più in là, nelle più recenti pronunce, è necessario spendere qualche parola sui *fiduciary duties* nelle *solvent corporation*, ovvero, nelle società in salute.

Nelle *solvent corporation*, siffatti doveri operano soltanto nei confronti dei soci e della società e si estrinsecano nell’obbligo da parte dei soci di massimizzare gli interessi degli *shareolder*, allocando in modo efficiente le risorse finanziere della società in modo tale da incrementare il valore delle azioni. Siffatti doveri, nelle società in salute non si estendono invece nei confronti dei creditori, in quanto come ritiene la dottrina maggioritaria d’oltreoceano i creditori sono già tutelati da strumenti contrattuali, ovvero dalle regole generali del diritto delle obbligazioni e dei contratti, in quanto hanno una relazione soltanto contrattuale con la società⁵⁶.

Diverso è il caso in cui la società si trova in una situazione di vicinanza all’insolvenza. Ci troviamo in una fase non tecnicamente disciplinata dal diritto fallimentare in quanto non si è ancora verificato il presupposto per

⁵⁶ Sul punto si veda C. Stilson, *Reexamining the fiduciary paradigm at corporate insolvency and dissolution: defining director’s duties to creditor*, in *Deleware Journal of Corporate Law*, 1995, 100 ss.,.

l'applicazione del diritto fallimentare, ovvero l'insolvenza che legittima l'apertura delle procedure concorsuali.

È stata la giurisprudenza ha colmare le lacune e cercare di dare una risposta agli interrogativi determinati da una mancanza di regolamentazione.

Per comprende appieno lo sviluppo giurisprudenziale - che ha cercato di garantire una certa tutela ai creditori le cui ragioni sono state violate in questa fase grigia, posta a metà strada tra diritto societario e diritto fallimentare - è necessario tornare indietro di qualche secolo e ripercorre quelle fasi che sono state l'*incipit* di un lungo processo di cambiamento che si è protratto fino ai giorni d'oggi.

Ebbene, all'inizio il fondamento della tutela delle ragioni dei creditori veniva rintracciato nella *Trust Found Doctrine*, in forza della quale gli amministratori di una società insolvente dovevano conservare, come se costituissero un *trust*, i beni della società nell'interesse dei creditori.

Le origini della *Trust Found Doctrine* sono da riscontrarsi nel famoso caso *Wood v. Dummer* del 1824⁵⁷. Per la prima volta si stabilì che “*where a company is insolvent, the asset of the company represent a trust fund that must be retained for the creditor, who have the first claim on the assets*”⁵⁸.

⁵⁷ Wood v. Dummer, 30 F. Cas. 435, 436–37 (C.C.D. Me. 1824) (No. 17,944)

⁵⁸ Così A. Keay, in *Company directors' responsibilities to creditors*, , Routledge-Cavendish, 2007, 171.

Nel momento dell'insolvenza gli amministratori, non avevano più doveri fiduciari nei confronti dei soci, ma al contrario nei confronti dei creditori. In sostanza mutava l'oggetto delle obbligazioni manageriali, in quanto non erano diretti alla massimizzazione del valore dell'impresa ma alla conservazione degli *assets* societari al fine di una eventuale distribuzione tra i creditori.

Nella fattispecie in esame, gli amministratori di una banca prossima allo scioglimento avevano distribuito dividendi ai soci utilizzando il denaro necessario a pagare i debiti dei creditori. A tal proposito si stabilì che, nel momento dell'insolvenza, i beni societari (*capital stock*) dovessero essere considerati come *trust fund* destinati al pagamento dei creditori sociali, ovvero patrimonio gestito dall'amministratore nell'interesse dei creditori.

Questa decisione fu di monumentale importanza in quanto concesse per la prima volta una certa tutela ai creditori nella fase dell'insolvenza.

Assume rilevanza anche il caso *Bovay v. H M Byllesby & Co*⁵⁹ del 1944, nel quale la Suprema Corte del Delaware, ritornando sulla *trust fund doctrine* affermò che “*An insolvent corporation is civilly dead in the sense that its property may be administered in equity as a trust fund for the benefit of creditor*”.

⁵⁹ *Bovay v. H M Byllesby & Co*, 38 A.2d 808 (Del. 1944).

Questo caso riguardava una società il cui oggetto sociale consisteva nella costruzione di un ponte, non in grado però di ultimare i lavori a causa dei problemi finanziari in cui versava dovuti ai comportamenti fraudolenti degli amministratori.

Anche nel caso *Oil Co v Omar Oil & Gas Co*⁶⁰ del 1923 si è ritenuto che “*the assets of a corporation upon the event of insolvency may be regarded by creditors as impressed with somewhat of the nature of a trust to be administered for their benefit*”.

Nel caso *Harff v. Kerkorian*⁶¹ del 1974 la suprema Corte del *Deleware* ha specificatamente chiarito che gli amministratori non hanno nessun dovere fiduciario nei confronti dei creditori a meno che non vi siano speciali circostanze come “*fraud, insolvency or violation of statute*”.

Quindi, secondo la Corte soltanto nell'ipotesi in cui si verifica una transazione fraudolenta, insolvenza o violazione dello statuto i doveri degli amministratori si estende anche ai creditori non più sufficientemente tutelati dal diritto contrattuale.

⁶⁰ *Oil Co v Omar Oil & Gas Co*, 120 A. 852 (Del. 1923)

⁶¹ *Harff v. Kerkorian*, 324 A.2d 215 (Del. 1975)

6. *I doveri fiduciari nella giurisprudenza dello Stato del Delaware, vicende di una storia controversa: Il caso Credit Lyonnais Bank Nederland NV v. Pathe Communication Corp*

Fino agli inizi degli anni novanta la disciplina relativa alla responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori risultava abbastanza chiara. Infatti la giurisprudenza nordamericana aveva sancito che prima dell'insolvenza gli amministratori non avessero doveri fiduciari nei confronti dei creditori, in quanto i creditori erano sufficientemente tutelati dalle norme sui contratti per via della loro relazione solamente contrattuale con la società. L'insolvenza invece determinava un *shifting* dei doveri fiduciari degli amministratori a favore dei creditori, in quanto essi erano tenuti ad amministrare la società nell'interesse di questi ultimi.

Tutto ciò fino al 1991 quando la *Court of Chancery* dello Stato del Delaware con il caso *Credit Lyonnais Bank Nederland, NV v. Pathe Communication Corp.*⁶² gettò le basi per un cambio di rotta nella disciplina dei doveri fiduciari degli amministratori nei confronti dei creditori sociali.

⁶² *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp.*, No. Civ. A. 12150, 1991 WL 277613 (Del. 1991).

Siffatta pronuncia portò alla ribalta un tema di particolare importanza e quasi sempre sottovalutato dai vari ordinamenti nazionali, ovvero l'opportunità dei soci nella fase della pre-insolvenza e la necessità di apportare una adeguata tutela degli interessi dei creditori in siffatta fase⁶³.

Con riferimento al caso *de quo*, la banca *Credit Lyonnais* era la principale finanziatrice della società MGM i cui prestiti erano stati garantiti con azioni della stessa MGM. Quando i creditori della società MGM avevano chiesto il fallimento della società, la banca *Credit Lyonnais* si era impegnata a finanziare l'uscita di MGM dal fallimento, in cambio la banca ottenne alcune concessione come la costituzione di un *executive committee* a cui affidare i poteri di gestione. Ebbene, su richiesta dell'azionista di controllo della MGM – ovvero, la società *Pathe Communication Company*, che deteneva circa il 95% delle azioni della MGM -, si concordò che se la *Pathe Communication Company* fosse riuscita a ridurre l'indebitamento della MGM entro una determinata soglia prestabilita, l'*executive committee* sarebbe stata sciolta e la *governance* sarebbe ritornata in

⁶³ Si sottolinei l'importanza di questa decisione in quanto è frutto della giurisprudenza dello Stato che detiene una posizione di *leadership* nel diritto commerciale statunitense. Esso può essere considerato, come detto più volte *supra*, a buon titolo il centro motore dell'evoluzione pretoria del diritto societario americano. Circa la metà delle *corporation* quotate esistenti negli U.S.A. sono state registrate in questo Stato. La scelta di stabile la loro sede legale nello Stato del Delaware è legata al fatto di potersi avvantaggiare non solo di una legislazione molto più liberale rispetto ad altri Stati americani, ma anche e soprattutto della qualità indiscussa in campo societario dei giudici presenti nelle Corti del Delaware

mano dell'azionista di controllo. Si stabilì però che al comitato sarebbe spettato decidere sulla vendita degli *assets* al fine di ripianare i debiti della MGM.

Quando il CEO della società *Pathe Communication* si rivolse all'*executive committee* affinché desse la sua autorizzazione alla vendita di alcuni beni della MGM per cercare di ripianare il debito di quest'ultima, il comitato di gestione non dette l'autorizzazione, poiché riteneva che il prezzo concordato era basso rispetto all'effettivo valore degli *assets* in vendita.

La mancata autorizzazione della vendita provocò una azione giudiziale da parte di *Pathe Communication* ai danni di *Bank Lyonnais*. L'attore riteneva che la mancata autorizzazione alla vendita degli *assets* della società rappresentava una violazione dei doveri fiduciari nei suoi confronti.

Pur se si tratta di una causa proposta da un azionista di controllo e non da un creditore, tale azione assume particolare importanza per ciò che il *Chancellor Allen* stabilì nella sentenza. Egli, infatti, affermò che non sussisteva nessuna violazione dei doveri fiduciari nei confronti della società *Pathe Communication*.

Il *Chancellor* ritenne nella famosa nota 55 che “*At least where a corporation is operating in the vicinity of insolvency, a board of directors is not merely the agent of the residual risk bearers [the shareholders], but owes its duty to the corporate enterprise*”.

Anche se non si fa espresso riferimento a doveri fiduciari degli amministratori nei confronti dei creditori, fondamentale è la constatazione che durante la *vicinity of insolvency*, l'approccio corretto degli amministratori non è quello del *shareholder maximization* ma quello della *entity maximization*, ovvero gli amministratori nella conduzione dell'impresa dovrebbero agire nell'interesse della variegata comunità sottostante la *corporation* e non nell'interesse di una specifica categoria di soggetti.

Tale pronuncia, considerata un vero e proprio *leading case*, assume particolare importanza poiché, se prima del caso *Credit Lyonnais* si riteneva che i doveri *fiduciary* nei confronti dei creditori sorgessero nel momento in cui la società entrava in uno stato di insolvenza, con siffatta pronuncia si sposta indietro il momento della nascita dei doveri fiduciari, ovvero al momento in cui la società entra nello stato di *the vicinity of insolvency*". Alla base della dottrina dello *shifting duty* vi è infatti la concezione secondo cui nelle condizioni di insolvenza o di mero *distress*, non sono più i soci ma i creditori a rivestire la qualità di *residual claimant*, il che dovrebbe implicare un cambio di direzione dei doveri fiduciari verso questi ultimi, seguendo un criterio di *creditor maximization*.

La pronuncia della Corte del Delaware ha determinato una esplosione di azioni di responsabilità dei creditori nei confronti degli amministratori tali da influenzare i processi di *decision making* delle aziende in difficoltà.

Nel caso *Official Comm. Of Unsecured Creditors of Buckhead Am. Corp. v. Reliance Capital Group, Inc.*⁶⁴, la Corte citando espressamente il caso *Credit Lyonnais* ha ritenuto la sussistenza in capo agli amministratori di società in vicinanza dell'insolvenza di doveri fiduciari verso i creditori, ammettendo le relative istanze.

Anche nel caso *Wearer v. kellogg*⁶⁵ il *Suthern District* del Texas ha ritenuto che secondo la legge del Delaware e del Texas gli amministratori di società insolvente sono soggetti al rispetto dei doveri fiduciari verso i creditori sociali.

6.1 Il caso *Production Resources Group , L.L.C. v. NCT Group Inc.*

Nel caso *Production Resources Group*⁶⁶, il *Vice Chancellor Strine* ha affrontato la questione riguardante la possibilità per i creditori di una società insolvente di citare gli amministratori per violazione dei doveri fiduciari.

⁶⁴ *Official Comm. of Unsecured Creditors v. Reliance Capital Group, Inc. (In re Buckhead Am. Corp.)*, 178 B.R. 956, 960 (D. Del. 1994)

⁶⁵ *Wearer v. kellogg in Suthern District*

⁶⁶ *Production Resources Group , L.L.C. v. NCT Group Inc.*, 863 A.2d 772 (Del. 2004)

È necessario ripercorrere in breve le vicende processuali che hanno portato alla emissione della pronuncia da parte del Vice *Chancellor Strine*.

La *Production Resources Group* da ora in poi PRG era stata incaricata di fornire e installare presso la sede della società NCT un sistema audio computerizzato. Eseguiti i lavori la NCT non aveva provveduto a pagare i lavori eseguiti dalla PRG per via delle sue condizioni finanziarie. Pertanto, veniva stipulato un accordo transattivo tra le due società che prevedeva l'estinzione del debito mediante il pagamento di \$ 1.906.221 cash e mediante il conferimento di 6,7 milioni in azioni della NCT. Tuttavia, la NCT non solo non provvedeva al pagamento del denaro, ma neanche al conferimento a favore di PRG della azioni pattuite.

La PRG promuoveva una azione giudiziaria innanzi la corte del Connecticut, mediante la quale ottenne la condanna della NCT al pagamento di \$ 2 milioni più interessi e spese processuali.

Non solo la condanna non fu mai eseguita, ma in seguito si scopri che la moglie di uno degli amministratori della NCT aveva versato alla società la somma di \$ 28 milioni ottenendo, in qualità di creditore privilegiato, che tutti i beni della NCT fossero costituite in pegno a suo favore.

Ebbene, la PRG, promuoveva ulteriore azione giudiziaria per tutelare i suoi diritti ma questa volta innanzi la *Court of Chancery* dello stato di Delaware. Venne alla luce che la sig.ra Salkind moglie di un amministratore delegato della NCT aveva versato ingenti somme di denaro alle controllate della NCT, ottenendo azioni convertibili ad opera della NCT e che la NCT, pur continuando a non pagare la PRG e subendo moltissime perdite durante gli anni, era riuscita a pagare cospicui bonus ai propri amministratori delegati. Pertanto la PRG chiedeva che gli amministratori della NCT venissero condannati per violazione dei propri doveri fiduciari nei suoi confronti in quanto la debitrice versava in condizione di insolvenza.

Per quando riguarda la decisione della Corte del Delaware, il vice Chancellor Strine ritenne che: *“when a firm has reached the point of insolvency, it is settled that under Delaware law, the firm’s directors are said to owe fiduciary duties to the company’s creditors.* Venne ribadito quindi che gli amministratori di una società insolvente hanno i doveri fiduciari nei confronti dei creditori, ma

“ the transformation of a creditor into a residual owner does not change the nature of the harm in a typical claim for breach of fiduciary duties by corporate directors [...] in other words, even in the case of an insolvent firm, poor decisions by directors that lead to a loss of corporate assets and are alleged to be breaches of equitable fiduciary duties remain harms to the corporate entity itself. Thus, regardless of whether they are brought by creditors when a company is insolvent, these claims are derivative, with either shareholders or creditors suing

to recover for a harm done to the corporation as an economic entity and any recovery logically flows to the corporation and benefits the derivative plaintiffs indirectly to the extent of their claims on the firm assets. Put simply, when a director of an insolvent corporation through a breach of fiduciary duty, injures the firm itself, the claim against the directors is still one belonging to the corporation”.

In sostanza, una violazione di tali doveri continua a recare danni alla società nel suo complesso e non soltanto ai creditori sociali, pertanto l'azione giudiziale che ne deriva non può che essere derivativa⁶⁷.

La *derivative action* è un'azione proposta dal socio in nome e per conto della società. Dal punto di vista processuale, si tratta di una azione che viene deliberata dal Consiglio di Amministrazione su proposta del creditore.

La peculiarità di questa pronuncia è che, nonostante si sanciva il carattere derivativo dell'azione esercitabile dai creditori, comunque venne autorizzata una azione diretta nei confronti degli amministratori in quanto si è ritenuto che la condotta estremamente scorretta degli amministratori nei confronti dell'attore giustificava questo tipo di azione.

⁶⁷ La *derivative action* è un'azione proposta dal socio in nome e per conto della società. Dal punto di vista processuale, si tratta di una azione che viene deliberata dal Consiglio di Amministrazione su proposta del creditore. Risulta abbastanza chiaro che difficilmente il consiglio possa autorizzare un'azione nei confronti dei propri membri.

Anche se la Corte del Delaware non si pronuncia su un caso di *corporation in the vicinity of insolvency*, la questione in esame assume fondamentale importanza per il cambiamento di rotta che ci è stato inseguito a questa pronuncia sulla natura dell'azione dei creditori nei confronti degli amministratori. Infatti, da ora in avanti l'azione nei confronti degli amministratori da parte dei creditori verrà considerata di tipo derivativo.

6.2 Il caso *North American Catholic Educational Programming Foundation Inc. v. Ghewalla*.

Con la sentenza *Ghewalla*⁶⁸ la Suprema Corte del *Deleware* ha definitivamente dato fine alla querelle giurisprudenziale (almeno si spera) sui doveri fiduciari degli amministratori nei confronti dei creditori nella fase della preinsolvenza.

La vicenda nasce da un rapporto contrattuale tra la *North American Catholic Educational Programming Foundation Inc* (da ora in poi NACEPF) e la società *Clearwire Holdings*. In forza di questo accordo la Clearwire si era impegnata ad acquistare dalla NACEPF i diritti di sfruttamento delle frequenze radio di cui essa era proprietaria per il costo totale di 24 milioni di dollari. Ebbene, una

⁶⁸ *North American Catholic Educational Programming Foundation Inc. v. Ghewalla*, 930, A.2 d 92 (Del. 2007)

improvvisa crisi di questo mercato costringeva la Clearwire a chiudere la propria attività.

La NACEPF, in qualità di creditore, intraprendeva un'azione per far valere la violazione dei doveri fiduciari da parte di *Clearwire*, poiché gli amministratori di questa ultima non si erano preoccupati di preservare gli *asset* della società negli interessi dei creditori nel momento in cui era evidente che la società sarebbe dovuta andare in liquidazione.

La parte attrice, dopo avere dimostrato che la NACEPF all'epoca dei fatti versava in uno stato di *vicinity of insolvency*, esperiva una azione diretta nei confronti dei creditori e non un'azione derivativa.

La Corte del Delaware, riprendendo quanto stabilito nella sentenza *Production Resources*, ritenne che anche i creditori non possono esperire un'azione diretta per far valere la violazione dei doveri fiduciari ma soltanto un'azione derivativa.

In questa decisione la corte non si è espressamente occupata della possibilità dei creditori di agire in via derivativa allorché la società sia *in the vicinity of insolvency*, tuttavia il fatto che abbia affermato che: *“if a solvent is navigating in the zone of insolvency, the focus for Delaware directors does not change: directors must continue to discharge their fiduciary duties to the corporation and its shareholders by exercising their business judgment in the best interests*

of the corporation for the benefit of its shareholders owners”, ci induce a ritenere che secondo la Corte i doveri fiduciari non cambiano destinatari nel caso in cui la società si in *the vicinity of insolvency*. Questo è un vistoso cambiamento rispetto al precedente orientamento giurisprudenziale che riteneva la sussistenza di doveri fiduciari nei confronti dei creditori nella fase di vicinanza all’insolvenza.

Diverso, invece, è la situazione di insolvenza secondo la Corte. In questa fase si richiede una maggiore tutela verso i creditori, poiché sono loro a sopportare interamente il rischio di condotte opportunistiche da parte degli amministratori.

Lo spostamento dei doveri fiduciari dagli azionisti ai creditori nel momento in cui la *corporation* entra nella fase di insolvenza legittima i creditori ad esperire soltanto un’azione derivativa nell’ipotesi di violazione dei doveri fiduciari. Tale rimedio continua la corte deve considerarsi residuale, in quanto i creditori sono già tutelati da altri strumenti come i *contractual prevision, security agreements*.

La pronuncia *de quo* ha aperto un nuovo scenario nell’ambito dei *fiduciary duties to creditors*.

È opportuno rammentare che vi sono alcuni stati come quello della California e del Texas che pur aderendo all’orientamento dello Stato del *Deleware* nel non riconoscere doveri fiduciari nella *zone of insolvency* sono andati ben oltre.

Nel caso *Berg & Berg Enterprises, LLC v. Boyle*⁶⁹, la *Court of Appeal* ha ribadito che nello Stato della California, non solo non sono riconosciuti doveri fiduciari nei confronti dei creditori nella *zone of insolvency*, ma i creditori non possono neanche agire mediante azioni derivative per violazione dei semplici doveri fiduciari nei confronti di amministratori *di* società che si trovano in stato di insolvenza. I creditori possono solo far affidamento sulla *trust found doctrine*, proponendo un ricorso nei confronti degli amministratori solo quando questi ultimi hanno posto in essere “*actions that divert, dissipate, or unduly risk corporate assets*”, ovvero hanno dissipato i beni aziendali o hanno messo a rischio eccessivamente le risorse aziendali a danno dei creditori. Tali azioni possono essere proposte solo quando la società è insolvente.

Lo stesso orientamento pare essere seguito anche dallo stato del Texas, il quale richiede più che una semplice insolvenza al fine di attivare azioni *derivative*.

Nel caso *Aurelius Capital Master Ltd and ACP Master Ltd v. Acosta and Energy Competitive Holdings Company*, la Suprema Corte del Texas, nel respingere un’azione *derivative* proposta dagli obbligazionisti contro il consiglio di amministrazione di *Energy Futures Competitive Holdings*, ha affermato che un creditore può citare in giudizio un amministratore per

⁶⁹ *Berg & Berg Enterprises LLC v. Boyle et al.*, 178 Cal. App. 4th 1020 (Cal.App. 2009); si veda anche *CarrAmerica Realty Corp. v. nVidia Corp.*, No. 05-00428, 2006 WL 2868979, (N.D. Cal. 2006).

violazione dei doveri fiduciari quando, in ottemperanza alla *Trust found doctrine*, la società non solo sia insolvente e abbia cessato ogni attività prima che il creditore abbia iniziato il giudizio.

Il caso *Aurelius* è l'ultimo di una serie di decisioni dopo *Credit Lyonnays* e *Ghewalla* che ha eroso la capacità dei creditori di citare in giudizio amministratori e dirigenti di una società negli Stati Uniti.

Con riferimento alla giurisprudenza dello Stato del *Deleware*, i principi stabiliti nel caso *Ghewalla* sono stati ribaditi nel recentissimo caso *Quadrant Structured Products Company Ltd v. Vincent Vertin*⁷⁰.

La *Court of Chancery* nel ritenere che l'azione derivativa intrapresa dal creditore quando la società era in stato di insolvenza non viene meno nel momento in cui la società raggiunge lo stato di solvibilità, ha ribadito che gli amministratori di una società solvibile o in vicinanza all'insolvenza non hanno alcun dovere fiduciario di preservare il capitale e le risorse a beneficio dei creditori, pertanto questi ultimi non possono esperire nessuna azione nei confronti dei *directors*. Una azione derivativa è riconosciuta soltanto ai creditori di una società in stato di insolvenza.

⁷⁰ *Quadrant Structured Products Company, Ltd. v. Vertin*, 115 A.3d 535 (Del. Ch. 2015)

7. *Origine e declino della deepening insolvency doctrine*

Prima di esaminare in che modo l'esperienza americana ha tentato di disciplinare l'aggravamento della situazione finanziaria da parte degli amministratori e opportuno dare uno sguardo anche agli altri ordinamenti europei per avere una visione completa.

È possibile classificare i vari ordinamenti giuridici in rigidi e flessibili⁷¹ a seconda che questo incentivi l'apertura della procedura concorsuale attraverso la previsione di uno specifico dovere di chiedere l'apertura del fallimento (*rule*) nel momento in cui si siano realizzati i presupposti dello stato di insolvenza o che l'ordinamento non prevedi un dovere in capo ai *directors* di chiedere la dichiarazione di fallimento ma un semplice divieto di proseguire l'attività di impresa (*standard*).

Rientrano nella prima classificazione l'ordinamento tedesco che nell'*Insolvenzordnung* prevede l'obbligo per gli amministratori di chiedere il fallimento della società a tutela dei creditori entro tre settimane dal verificarsi dei presupposti oggettivi di apertura della procedura concorsuale costituiti sia dalla incapacità di adempiere i propri debiti regolarmente (*Zahlungsunfähigkeit*,

⁷¹ Sul punto si veda F. Brizzi., op. cit., 126 ss.

§ 17 *InsO*) sia dal sovraindebitamento o sbilancio (*Übershuldung*, § 19 *InsO*); l'ordinamento spagnolo il quale prevede nella *Ley Concorsual* all'art. 5.1 LC che il debitore persona fisica o giuridica debba presentare la *solicitud de concurso* entro 2 mesi successivi alla data in cui avrebbero dovuto conoscere lo stato di insolvenza. All'interno di questa categoria rientrerebbe anche l'ordinamento francese il quale prevede all'art. 651-2 *Code Com*, *l'action en responsabilité pour insuffisance d'actif*. Tale azione permette di sanzionare tutti quei comportamenti degli amministratori che hanno cagionato una riduzione del patrimonio della società. Anche se l'azione ha ad oggetto gli atti compiuti in tutta la vita della società, la giurisprudenza si è concentrata soprattutto sulla condotta antecedente lo stato di insolvenza facendo rientrare tra le condotte sanzionabili anche l'omessa presentazione della dichiarazione di fallimento.

Nell'ambito della categoria degli ordinamenti che prevedono soluzioni cosiddette flessibili che non prevedono il dovere in capo agli amministratori di chiedere la dichiarazioni di fallimento rientrano sicuramente gli ordinamenti di *Common Law* e tra questi l'ordinamento inglese con la figura del *wrongful trading* e l'ordinamento statunitense con quella della *deepening insolvency* di origine giurisprudenziale.

Nell'ordinamento inglese la protezione dei creditori è assicurata dalla c.d. responsabilità da *wrongful trading* (*sect. 214 insolvency act 1986*) cui sono sottoposti gli amministratori nel caso in cui nella *insolvent liquidation* risulti che questi, nonostante conoscevano o avrebbero dovuto conoscere secondo la diligenza professionale che non sussisteva nessuna prospettiva di evitare la procedura concorsuale, non hanno adoperato nessuna precauzione per minimizzare i danni ai creditori.

Con riferimento all'esperienza americana, l'esigenza di tutela degli interessi dei creditori, nei primissimi anni 80, ovvero all'indomani degli scandali finanziari dei principali colossi industriali americani, ha portato le *Bankruptcy Courts*, ad elaborare la c.d. *deepening insolvency doctrine*. Secondo tale teoria, proseguire nella gestione di una società già di fatto insolvente ma per la quale non sia stata intrapresa la procedura concorsuale contraendo ad esempio ulteriori prestiti senza concrete prospettive di restituire quanto ottenuto costituisce una autonoma fonte di responsabilità per gli amministratori nei confronti dei creditori sociali. I *manager*, al contrario, dovrebbero porre in liquidazione la società una volta che si sia presentata una situazione di insolvenza. Il mancato rispetto di questo dovere espone gli amministratori al risarcimento del danno cagionato ai terzi.

Le origini di questa dottrina è rintracciabile in due casi succedutisi agli inizi degli anni 80 che in realtà avevano ad oggetto l'applicazione nel campo societario del brocardo latino “*in pari delicto prior est condicio defendentis*”, in virtù del quale si impedisce alla società di esercitare azione di danni nei confronti dei terzi per illeciti alla cui commissione essa stessa abbia contribuito. Una prima applicazione di questa regola la si ritrova nel caso *In re Investors Founding Corporation of New York Securities Litigation*⁷² del 1980. Gli amministratori della *Investors Founding Corporation* avevano architettato un sistema per distrarre fondi dal patrimonio sociale ai fini di arricchimento personale: attraverso una falsa rappresentazione in bilancio delle condizioni economiche della società essi erano riusciti ad ottenere sempre maggiori finanziamenti dai creditori. Queste somme servivano sia a ripianare i buchi sia a garantire agli amministratori un lucro. Nel contesto della procedura fallimentare prevista dal *Chapter 10 del Bankruptcy Code*, il *trustee* designato esperì azione di responsabilità nei confronti degli amministratori e del revisore dei conti. La Corte nel rigettare l'eccezione *in pari delicto* in base alla quale i convenuti ritenevano che il *trustee* non poteva agire per un danno che la società aveva contribuito a cagionare, non solo ha sostenuto che il beneficio si era

⁷² *In re Investors Funding Corporation of New York Securities Litigation*, 523 F. Supp. 533, 539, Fed Sec. L. Rep. (CCH) P97696 (S.D. N.Y. 1980).

verificato soltanto in capo agli amministratori, ma anche che l'incremento del debito che determina un prolungamento della vita della società rappresenta un danno per essa in considerazione del fatto che “*a corporation is not a biological entity for which it can be presumed that any act which extends its existence is beneficial to it*”.

Pochi anni più tardi nel caso *Schacht v. Brown*⁷³ - in cui gli amministratori e consulenti erano stati convenuti per aver fraudolentemente prolungato la vita della società pur essendo la stessa in fase di insolvenza – la Corte federale del settimo circuito ha ribadito che “*the corporate body is ineluctably damaged by the deepening of its insolvency, through increased exposure to creditor liability*”.

Ben presto sotto la dottrina della *deepening insolvency* si andò delineando anche il tentativo dei creditori di veder reintegrato il proprio pregiudizio causato dalla permanenza in vita della società. Con il caso *Official Committee of Unsecured Creditors v. R.F. Lafferty*⁷⁴ non solo si diede attuazione a questa nuova tendenza, ma la corte ha ritenuto che la dottrina della *deepening insolvency* deve essere

⁷³ *Schacht v. Brown*, 711 F.2d 1243, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P99160 (7 Cir. 1983).

⁷⁴ *Official Committee of Unsecured Creditors v. R.F. Lafferty & Co., Inc.*, 267 F.3d 340, 38 Bankr. Ct. Dec. (CCR) 147 (3rd Cir. 2001).

riconosciuta operante in quanto un numero sempre maggiore di corti ne ammette l'esistenza elevandola a principio consolidato di diritto.

La pronuncia *LTV Steel*⁷⁵ del 2005 ha rappresentato il punto di massima espansione della suddetta teoria, poiché la Corte ha nello stesso tempo riconosciuto in capo agli amministratori l'esistenza di un dovere di porre in liquidazione la società ad un incerto momento della sua esistenza nonché una responsabilità colposa degli amministratori per il mancato adempimento di siffatto dovere.

Ma già dal 2004 ci fu un cambio di atteggiamento della giurisprudenza nei confronti della *deepening insolvency* tale da portarla ad accantonare progressivamente la dottrina *de quo*.

Un primo cambio di rotta ci fu con il caso *Global Service*⁷⁶, nel quale la Corte ha sancito che la *deepening insolvency* non può essere fonte di una autonoma *cause of action* in quanto è necessario che il convenuto abbia violato un preesistente dovere fiduciario o abbia commesso un altro illecito⁷⁷. Ma la Corte ritenne anche che il riconoscimento in capo agli amministratori di una responsabilità per avere continuato ad operare in una società insolvente nella

⁷⁵ *In re LTV Steel Corporation, Inc.*, 333 B.R. 397, 421 (Bankr. N.D. Ohio 2005)

⁷⁶ *In re Global Service Group, L.L.C.*, 316 B.R. 451 (Bankr. S.D. N.Y. 2004).

⁷⁷ “one seeking to recover for deepening insolvency, must show that the defendant prolonged the company's life in breach a separate duty, or committed an actionable tort that contributed to the continued operation of a corporation and its increased debt”.

speranza di un miglioramento delle condizioni economiche contrasterebbe con la tutela offerta dalla *business judgment rule* in base al quale non possono essere sindacate le scelte imprenditoriali operate dai manager sulla scorta della massima *judges are not businessmen*. Nessuna azione in sostanza secondo la Corte poteva essere intrapresa in assenza di malafede degli amministratori.

Il processo di ridimensionamento della teoria della *deepening insolvency* trova il suo culmine nei casi *CitX Corporation*⁷⁸ e infine *Trenwick America Litigation Trust*⁷⁹.

Con riferimento al caso *Trenwick*, - che senza dubbio è il punto di arrivo del processo che ha visto il depotenziamento della *deepening insolvency* – avverso gli amministratori della *holding Trenwick Group Inc* e della *subholding Trenwick America Corporation*, nell'ambito della procedura di *reorganization* prevista dal *Chapter 11 del Bankruptcy Code*, è stata esperita una azione di responsabilità per aver portato avanti una imprudente strategia di investimento che ha causato un peggioramento della condizione finanziaria delle società che a sua volta ha determinato l'insolvenza sia della *Trenwick America* che della *holding Trenwick Group* a danno dei creditori.

⁷⁸ *In re CitX Corporation, Inc.*, 448 F.3d 672 (3 Cir. 2006)

⁷⁹ *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst and Young L.L.P.*, 906 A.2d 168, 195 (Del. Ch. 2006)

La *Court of Chancery* dello Stato del Delaware investita del caso, nel rigettare ogni richiesta attorea, ha sostenuto che la *deepening doctrine* non possa essere riconosciuta nel diritto del Delaware poiché questo Stato “*does not recognize this catchy term as a cause of action, because catchy as though the term may be, it does not express a coherent concept*”.

La Corte inoltre ha ritenuto che gli amministratori non hanno nessun obbligo di procedere alla liquidazione nel caso in cui la società non è più in grado di onorare i propri debiti in quanto la possibilità di scelta tra recupero dell'attività di impresa e liquidazione è perfettamente concorde con la disciplina di ristrutturazione prevista dal *Chapter 11 del Bankruptcy Code*. La Corte ha, infatti, affermato che ogni scelta imprenditoriale effettuata in buona fede dagli amministratori anche quella di proseguire l'attività di una società incrementando il suo livello di indebitamento deve essere protetta dalla *business judgment rule*. Gli amministratori, quindi, non possono essere più ritenuti responsabili se, in buona fede, continuando l'attività nella convinzione di un ritorno alla redditività, abbiano cagionato una ulteriore perdita ai creditori.

Quindi, al momento, affinché gli amministratori possano essere ritenuti responsabili a titolo di *deepening insolvency*, è necessario che vi sia stata una

loro condotta fraudolenta in aggiunta ad un ulteriore specifico illecito che ha contribuito ad aumentare l'indebitamento.

Nonostante la particolare influenza in campo societario della Suprema Corte del Delaware, vi sono state altre giurisdizioni che non hanno seguito l'orientamento di questo Stato come ad esempio la Corte di Appello per il terzo circuito della Pennsylvania che nel caso *Lemington Home for the Aged*⁸⁰ del 2011 ha ritenuto che secondo questa giurisdizione la *deepening insolvency* rimane fonte di una autonoma *cause of action*.

8. *L'inadeguatezza della tutela contrattuale: i Financial covenants*

Il diritto statunitense si è quindi contraddistinto per una maggiore protezione dell'investimento dei soci tale da dirigere i doveri fiduciari esclusivamente nei confronti di questi ultimi a differenza del diritto societario dell'Europa continentale maggiormente incline ad una maggiore tutela dei creditori. Ciò ha determinato il bisogno in capo ai creditori – soprattutto banche e altri finanziatori istituzionali - di prevedere delle clausole contrattuali nei contratti stipulati con la società in modo tale da tutelare il proprio diritto di credito. Tale

⁸⁰ *In re Lemington Home for the Aged*, No. 10-4456, 2011 WL 4375676 (3rd Cir. Sept. 21, 2011)

esigenza è fortemente sentita in quegli ordinamenti che non prevedono un capitale sociale minimo a garanzia dei creditori - come appunto gli Stati Uniti⁸¹ – e soprattutto in presenza di imprese collettive a responsabilità limitata, poiché chi controlla la società debitrice può trarre vantaggio dalla limitazione di responsabilità per esternalizzare sul creditore il rischio di *default*.

È proprio in queste ipotesi, infatti, che si ha un maggior aggravamento di quei rischi connessi con la concessione del credito: ovvero il rischio di una informazione incompleta o addirittura falsa fornita dal debitore per ottenere il prestito o il rischio di una condotta opportunistica del debitore che persegua progetti azzardati che trasferiscono il rischio dell'insuccesso sul creditore⁸².

Innanzi a questo pericolo, quindi, ogni ordinamento si è preoccupato di elaborare delle tecniche di tutela che riducano il rischio di effetti dannosi per i creditori.

Assunto come sicuro l'*an* della protezione dei creditori, ciò che varia a seconda degli ordinamenti è il *quantum*, ovvero il livello di tutela che ciascun

⁸¹ La base teorica della tutela di origine contrattuale o *self-help* affonda le sue radici nelle riflessioni di uno dei più noti studiosi della Scuola di Chicago R. Posner, secondo il quale affermare che in assenza di una forma di tutela dei creditori la responsabilità limitata genera una esternalizzazione del rischio di impresa a carico dei creditori è proposizione vera, ma tutto sommato neutra, poiché lo spostamento del rischio in capo ai creditori non sembra dover essere necessariamente qualificato come una fonte di pregiudizio per questo ultimo e una causa di inefficienza per il sistema. Anzi nelle ipotesi soprattutto di creditori cosiddetti sofisticati come le banche in grado di imporre la propria forza contrattuale sarà il contratto a prevedere i termini della tutela dei creditori rispetto ad un eventuale *mala gestio* di chi amministra la società. In questi casi compito dei creditori sarebbe pertanto quello di contrattare un tasso di interesse sul prestito che rappresenti il *payment not only for renting capital but also for the risk that the borrower will fail to return it*.

⁸² Armour, Hertig e Kanda op. cit., 115 ss.

ordinamento garantisce ai creditori. Mentre il nostro Paese assicura al creditore sociale un'ampia protezione di matrice legale, negli U.S.A. la regola è “*a minimal legal background that imposes the burden of protection on the lender*”, rispetto al quale le parti si accordano per una ulteriore tutela per via contrattuale⁸³.

In tale contesto si inserisce la prassi sorta e diffusa soprattutto negli Stati Uniti di prevedere nei contratti di finanziamento clausole contrattuali che attribuiscono ai creditori poteri di controllo e di influenza sulle decisioni degli amministratori tali da limitare i loro comportamenti opportunistici che si accentuano come detto *supra* nella fase di vicinanza all'insolvenza: i cosiddetti *financial covenants*.

La probabilità di *default* del debitore è il criterio principale per definire il rischio del credito e dunque il suo prezzo. Maggiore sarà la probabilità di *default*

⁸³ In questo senso M. Mozzarelli, *Business Covenants e governo della società finanziata*, Milano 2013, 3 ss. Il quale afferma inoltre che in realtà questa soluzione non è sempre stata quella prediletta oltreoceano. Al contrario le prime regolamentazioni del fenomeno societario intorno alla metà dell'Ottocento erano molto simili a quelle europee. Infatti il riconoscimento della responsabilità limitata dei soci era accompagnato da alcune disposizioni protettive degli interessi dei creditori come la previsione di un capitale minimo, la liberazione integrale delle azioni e limiti alla distribuzione dei dividendi. Questo modello cambiò quando nel 1980 le grandi aziende multidivisionali si affacciavano sulla realtà economica degli Stati Uniti. Pertanto, si rese necessario adattare le regole di diritto societario per vincere la *charter competition*. Fu nel 1888 che il New Jersey promulgava il primo codice di diritto societario *managment friendly* caratterizzato da regole meno stringenti in tema di capitale sociale. L'esempio di questo Stato fu seguito da altri Stati negli Stati Uniti, lasciando i creditori privi di una tutela al di fuori delle procedure concorsuali. Per tale motivo al fine di impedire l'esternalizzazione del rischio di impresa sui creditori si iniziò a sviluppare una nuova protezione affidata ai contratti di diritto privato tra la società e i *lenders*.

maggiore sarà il prezzo del credito in termini di tasso di interesse⁸⁴. Il rischio di *default* è influenzato sia da eventi esterni all'impresa sia da eventi interni dipendenti dalle scelte imprenditoriali del *manager*. Poiché gli eventi esterni sono incontrollabili, il comportamento futuro del debitore rimane l'unica sfera di negoziazione tra creditore e debitore ed è proprio in questo ambito che si inseriscono i *financial covenants*.

Diversi sono i comportamenti che possono potenzialmente lesivi dei diritti del ceto creditorio. Si può menzionare l'*asset withdrawal*, ovvero il rimborso anticipato dei conferimenti ai soci una volta che la società ha ricevuto la liquidità dai creditori, essendo il funzionamento dell'impresa assicurato dal finanziamento del terzo. Altro comportamento lesivo è il *underinvestment*, ovvero l'incentivo a non investire in progetti profittevoli quando l'impresa societaria abbia uno sbilancio patrimoniale a favore delle passività. I soci, infatti, non saranno incentivati a porre in essere operazioni con saldo positivo che si traducono in una riduzione dello sbilancio passivo e che non generano nessun

⁸⁴ Se partiamo dal presupposto che debitore e creditore sono soggetti razionali che perseguono la massimizzazione del loro profitto, il rapporto tra siffatti soggetti è regolato dalla legge della domanda e dell'offerta (di credito). Il costo del credito sarà inversamente proporzionale al rischio alla possibilità di default del debitore. Ne segue che il debitore che sia in grado di garantire maggiore affidabilità nell'adempimento futuro contratto otterrà condizioni di credito più vantaggiose in termini di tasso di interesse. Al contrario il debitore che non assicura tale affidabilità otterrà credito a condizione meno vantaggiose.

utile distribuibile ai soci in quanto sarà destinato soltanto a soddisfare la pretesa creditoria.

L'altra categoria di azione, di cui abbiamo ampiamente parlato, rientra nella *risky investment policy*, ovvero la spinta in determinate situazione a che la compagine sociale intraprenda progetti a maggior tasso di rischio.

Ammettiamo ad esempio che la società ottenga un finanziamento per 3 milioni da restituire l'anno dopo e che agli amministratori si prospettino due strade: da una parte un progetto sicuro dal quale è possibile ottenere un profitto di 4 milioni e dall'altro un progetto rischioso che potrebbe rendere 5 milioni alla scadenza del prestito. Appare ragionevole pensare che agli amministratori sceglieranno il progetto rischioso in quanto comunque il loro utile sarà condizionato dalla restituzione del prestito e la cattiva riuscita del progetto inciderà soprattutto sui creditori vista la propensione "*to manipulate limited liability to the detriment of business creditors*"⁸⁵.

Altro comportamento opportunistico a danno dei creditori è il c.d. *claim dilution* che si sostanzia nell'impatto negativo che un nuovo finanziamento provoca sul valore di un finanziamento anteriore⁸⁶. Il pericolo per il creditore anteriore

⁸⁵ Armour, Hertig e Kanda, op cit., 115 ss.

⁸⁶ W.W. Bratton, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economic and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, Ebor, 2006, 46.

consiste nel mutamento della situazione economica e finanziaria sulla base della quale era stato pattuito il tasso di interesse. Mentre infatti il finanziatore successivo può pattuire un interesse che tenga conto della presenza di un altro finanziamento oltre che del rischio di impresa, il primo finanziatore non ha tale possibilità e pertanto l'aumento del rischio derivante da un nuovo finanziamento non può essere compensato mediante la pattuizione di un tasso di interesse più elevato. In altri termini, l'aumento del rapporto *debt-equity* incide sul finanziamento anteriore che vede progressivamente erodersi la garanzia del capitale di rischio con aumento del capitale di debito. Il pericolo per il creditore anteriore di vedersi ridotta la garanzia generica del credito è ancora più marcata nell'ipotesi in cui il finanziamento successivo sia assistito da una garanzia reale, infatti, in tali frangenti si riduce il patrimonio sul quale il creditore anteriore potrà soddisfarsi.

La caratteristica fondamentale dei *covenants* è l'imposizione in capo al debitore di una prestazione e a seconda del suo contenuto avremo *affirmative covenants* e *negative covenants*.

I primi si caratterizzano per l'imposizione in capo al debitore di un *facere* che si traduce in genere nell'obbligo di rispettare la legge e in obblighi informativi,

nel secondo caso il debitore si impegna a determinati *non facere* che determinano un restringimento della libertà di azione della società.

I *negative covenants* sono quelli maggiormente adoperati dalla prassi statunitense sia per limitare l'ulteriore indebitamento della società attraverso limitazioni all'accesso di ulteriori finanziamenti in maniera tale da proteggere i creditori dal c.d. *claim dilution*, sia per impedire il fenomeno dell'*asset withdrawal* mediante l'imposizione di limiti alla distribuzione di dividendi o all'acquisto di azioni da parte della società. Si vuole impedire in sostanza che la società trasferisca i propri beni ai membri della compagine azionaria tale da ridurre la garanzia generica del debitore.

L'inadempimento dell'obbligo contrattualmente imposto determina la decadenza del beneficio del termine per la restituzione del finanziamento o la rinegoziazione di altre condizioni contrattuali come ad esempio il tasso di interesse.

La perdita del beneficio del termine del rimborso del finanziamento rimane comunque la sanzione più dura per il *lender*, poiché è assai difficile che egli sia in grado di far fronte al pagamento anticipato del debito. L'impossibilità ad adempiere, nella maggior parte dei casi determina l'uscita dal mercato dell'impresa per l'insolvenza.

Ebbene, è opportuno verificare se siffatti strumenti di tutela risultano sufficienti a proteggere il ceto creditorio nella sua globalità dalle condotte opportunistiche dei manager o è necessaria una tutela specifica da parte dell'ordinamento.

Il limite di queste forme di tutela contrattuale consiste nel fatto che riescono a tutelare soltanto i creditori forti come le banche e altri finanziatori istituzionali, ovvero quei creditori dotati di quella forza contrattuale tale da imporre alle società richiedenti l'apertura di credito la sottoscrizione di clausole contrattuali a tutela dei loro diritti. Rimarrebbero esclusi invece tutti quei creditori deboli sprovvisti di siffatta forza come ad esempio i creditori cosiddetti involontari o i creditori volontari deboli, ossia, lavoratori, fornitori e consumatori.

L'ampio ricorso nella prassi statunitense a tali tipologie di tutele non dimostra, quindi, una loro maggiore efficacia rispetto a specifiche previsioni legislative perché, come detto innanzi, la tutela riguarderebbe soltanto una limitata classe di creditori.

9. Conclusioni

Alla luce di quanto innanzi chiarito, si può affermare che gli Stati Uniti, anche alla luce degli ultimi arresti giurisprudenziali, hanno progressivamente e

definitivamente disconosciuto la sussistenza di doveri fiduciari nei confronti dei creditori in uno stato di crisi societaria.

Inoltre, le tutele contrattuali, come forma di rimedio per la mancata sussistenza di obblighi fiduciari degli amministratori nei confronti dei creditori, sono inadeguati a tutelare questi ultimi nella loro totalità.

Nel sistema Americano si pone, quindi, un effettivo problema di tutela degli interessi dei creditori dovuto alla mancanza di istituti idonei ad assolvere a tale esigenza. Né una simile funzione è affidata al sistema del capitale sociale⁸⁷, per via del progressivo abbandono di tale sistema nell'ordinamento statunitense⁸⁸.

Al contrario la soluzione alternativa che viene proposta rispetto al principio della conservazione del capitale sociale è un modello che fa riferimento ai *solvibility test*, ovvero il *equity insolvency test* e il *balance sheet test*. Questi due criteri ampliano notevolmente la possibilità di distribuzione degli utili fino al limite dell'insolvenza. Il primo test è relativo alla liquidità della società e impone che essa sia in grado di pagare i propri debiti alla scadenza, al momento

⁸⁷ Con riferimento alla idoneità del capitale sociale a tutelare adeguatamente i creditori sociali si rinvia alla not. 96, e più ampiamente F. Denozza, *Different policies for corporate creditor protection*, in EBOR, 2006.

⁸⁸ Il *Revised Model Business Corporation Act* ossia la legge societaria che funge da modello per le legislazioni statali emanata dall'*American Bar Association*, ha definitivamente abbandonato il concetto del capitale sociale già dal 1980. Uno tra i pochi Stati che continua ad utilizzare lo strumento del capitale sociale è lo Stato del Delaware. Invero, siffatto stato contiene soltanto un simulacro di disciplina del capitale sociale dal momento che pur imponendo alla società di prevederlo nello statuto non fissa alcun minimo legale. Così del resto fanno la maggior parte degli Stati e quei pochi Stati che ancora prevedono un minimo di capitale di solito lo individuano in una cifra esigua di solito 1000 dollari. Sul punto si veda L. D. Solomon e A.R. Palmiter, *Corporation*, 1999, 9 ss..

in cui viene autorizzata la distribuzione e sia in seguito ad essa. Il *Balanche sheet test*, al contrario impone, successivamente alla distribuzione, che le attività siano pari alle passività. Esso dunque non si basa sulla liquidità attuale della società. Nonostante la dottrina nordamericana sostenga la maggiore efficacia dei *solvency tests* nella protezione dei creditori sociali rispetto al capitale sociale, si riconosce comunque che il livello di tutela offerto, in termini assoluti, da tali previsioni, rimane di per sé molto basso e probabilmente, da solo, insufficiente. Questo modello di *solvency test*, infatti, sostituisce il dato bilancistico ad un test di liquidità che tiene conto di flussi di cassa futuri, frutto di una stima, altamente discrezionale, degli amministratori, imponendo ai creditori di modellare la loro tutela sulla base di esigenze specifiche che solo il contratto potrà garantire.

Ovviamente ciò non vuole significare che il solo sistema del netto sia dotato di una prospettiva di successo certa, ma che le opzioni di politica legislativa dovrebbero indurre a preferire un meccanismo di regole che, quanto meno, non rechi svantaggio ad alcune classi di erogatori del credito.

Quindi, mentre in Europa i creditori trovano nella legge prima ancora che nei contratti la loro fonte di tutela (il diritto societario può pertanto denominarsi *creditor oriented*), negli Stati Uniti è vero l'opposto. I creditori devono badare a se stessi dal momento che il diritto societario garantisce agli azionisti la

massima flessibilità di manovra (*debtor oriented*). Il principale scopo del diritto societario americano è di fornire il massimo grado di flessibilità e di autonomia privata all'interno di una cornice intesa a massimizzare il valore per gli azionisti ⁸⁹. Negli Stati Uniti i creditori che intendono proteggersi dai comportamenti opportunistici degli amministratori devono essenzialmente affidarsi allo strumento contrattuale che come detto innanzi non riesce a garantire una tutela ad ampio raggio.

Questo *deficit* di tutela è riscontrabile non tanto nella fase di insolvenza – ove, oltre alla possibilità di promuovere un'azione derivativa mediante autorizzazione del consiglio di amministrazione, la sostituzione del management ad un *trustee*, sempre che sia stata aperta una procedura concorsuale possono essere considerate delle valide garanzie per i creditori – ma si pone soprattutto nella fase di *vicinity of insolvency*.

L'ultimo orientamento giurisprudenziale sembra, infatti, aver definitivamente disconosciuto la possibilità di uno *shifting* dei doveri fiduciari a favore dei creditori nella fase di pre-insolvenza. Ne segue che la possibilità da parte di questi ultimi di promuovere un'azione per far valere la violazione dei propri

⁸⁹ In questo senso L. Enriques e J. Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell L. rev.*, 2001, vol 86, 1165 ss., e tradotto in italiano con il titolo *Raccolta del capitale di rischio e tutela dei creditori : una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002 78, ss.

diritti in siffatta fase è sempre più remota, salvo un cambiamento di rotta da parte della giurisprudenza nordamericana⁹⁰

⁹⁰ In realtà qualche Corte dopo il caso Ghewalla ha continuato a sostenere che gli amministratori hanno dei doveri fiduciari nei confronti dei creditori durante la fase di *vicinity of insolvency* permettendo la relativa azione di responsabilità. Si veda il caso *VarTec Telecom Inc.*, 2007 WL 2872283 (*Bankr. N.D. Tex. 2007*); *I.G. Services. Ltd.*, 49 *Bankr. CT. Dec. (CCR) 230*, 2008 WL 783551 (*Bankr. W.D. Tex. 2008*). Molti altri Stati Usa, invece, hanno seguito l'orientamento della Corte del Delaware. Si veda *ex multis Metcoff v. Lebovics*, 44 Conn. L. Rptr. 107, 2007 (Conn. Sup. Ct. 2007); *Jetpay Merchant Services LLC v. Miller*, 2007 WL 2701636 (N.D. Tex. 2007).

Capitolo secondo

La tutela dei creditori e responsabilità gestoria nella pre-insolvenza nell'ordinamento italiano

1. Possibilità di ricostruire anche nel sistema italiano una fattispecie di responsabilità gestoria in prossimità dello stato di insolvenza

Giunti a questo punto occorre verificare se anche nel nostro ordinamento possano essere individuati specifici doveri gestori in una fase di prossimità dell'insolvenza e a quale specifico momento della vita della società correlare il sorgere di tali doveri.

L'emergere di una attenzione specifica verso i contenuti dei doveri degli gestori in tali circostanze discende, come detto più volte, dal rischio di condotte opportunistiche da parte di costoro e dei soci di controllo, volte ad estrarre vantaggio dal patrimonio della società a proprio favore. Risultati, questi, cui si perviene ad esempio attraverso una accentuata corresponsione dei dividendi o attraverso operazioni in grado di produrre un disinvestimento di capitale di rischio e la traslazione del rischio di impresa in capo ai creditori sociali. Tali situazioni se pur suscettibili di presentarsi durante l'intero corso della vita della società sono destinate ad aggravarsi proprio durante la fase di prossimità dell'insolvenza⁹¹.

⁹¹ In questo senso M. Miola, *I doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Vicende dell'impresa e tutela dei lavoratori nella crisi dell'Alitalia*, Napoli, 2010, 132.

In tali frangenti è assai frequente il prolungamento della vita societaria, consentita spesso dal ricorso al credito con ulteriore peggioramento della situazione debitoria o, al contrario, la cessazione prematura dell'attività di impresa previa spoliazione del patrimonio sociale a vantaggio diretto dei soci di controllo, rendendolo conseguentemente incapiente per l'integrale soddisfacimento dei creditori.

I fattori incentivanti i comportamenti opportunistici degli amministratori a danno dei creditori sono comuni a qualsiasi attività di impresa sia nella forma individuale che collettiva e in questo ultimo caso a prescindere dall'utilizzo dei tipi capitalistici e dunque anche nel caso di società che non gode del beneficio dell'autonomia patrimoniale perfetta.

Ritengo comunque preferibile restringere la prospettiva di indagine al solo ambito delle società di capitali in quanto i fenomeni indicati sono incentivati dal regime di responsabilità limitata per le obbligazioni sociali, poiché le conseguenze negative della condotta degli amministratori ricadono, per effetto della separazione, sul patrimonio sociale dell'ente e non sul patrimonio dei singoli soci.

In realtà, nel nostro ordinamento manca una apposita disciplina dei doveri degli amministratori di società che si trovano in uno stato di prossimità

dell'insolvenza, ma ciò non significa che la sussistenza dei suddetti doveri possa essere ricondotta a norme o comunque a principi generali⁹².

Siffatti obblighi possono essere rintracciati nel generale dovere di gestione diligente *ex art 2392 c.c.*, nell'art. 2394 c.c. che disciplina la responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori sociali di società per azioni, nella disposizione su cui si basa la responsabilità da gestione non conservativa nello scioglimento e liquidazione delle società di capitali *ex art. 2486 c.c.* e in tema di attività di direzione e coordinamento *ex art. 2497 c.c.*

Ciò che contraddistingue il nostro ordinamento da quello statunitense e in genere da quelli di *Common Law* - ove gli amministratori sembrano rispondere soltanto nei confronti della società - è il riconoscimento in capo ai creditori di autonomi rimedi civilistici esperibili anche al di fuori di una procedura concorsuale, ovvero il riconoscimento della legittimazione di questi ultimi ad agire nei confronti degli organi di gestione.

La possibilità di attivare l'autonomo rimedio civilistico previsto dall'art. 2394 c.c. anche al di fuori di una procedura concorsuale rappresenta una ulteriore differenza con il sistema nord americano ove i creditori non sono legittimati ad agire nei confronti di una impresa sana né tantomeno nei confronti di una

⁹² In questo senso G. M. Buta, *op cit.*, 2565.

impresa che si trova in uno stato di vicinanza all'insolvenza, in quanto non sorgono doveri di protezione nei confronti dei creditori sociali fin quando la *corporation* versa in uno stato di salute.

La scelta effettuata dal nostro legislatore con riferimento solo alle S.p.a è stata quella di prevedere espressamente una responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori per le violazioni commesse durante tutta la vita della società anche se un pregiudizio effettivo sorge dal momento in cui la società si accinge ad avvicinarsi all'insolvenza.

2. Il triggerin point dell'emersione di doveri di protezione degli interessi del ceto creditorio: la riduzione del capitale legale al di sotto del minimo legale

Assume fondamentale importanza l'individuazione del momento in cui sorgerebbero specifici doveri di protezione in capo agli amministratori, ovvero, l'individuazione di quegli indici rilevatori dell'approssimarsi dello stato di insolvenza che legittima un cambiamento di rotta nella gestione societaria, d'ora in poi rivolta ad una maggiore attenzione degli interessi dei creditori e alla conservazione del patrimonio.

Quindi il punto è quando, cioè a partire da quale momento, scatti il dovere di agire degli amministratori⁹³.

Pur se, invero, non è segno di insolvenza né di insufficienza patrimoniale un evento particolarmente rilevante nell'ottica di una tutela dei creditori è la diminuzione del patrimonio incidente sul minimo legale⁹⁴.

La riduzione oltre il minimo legale del capitale sociale fissa il momento a partire dal quale scatta un obbligo qualificato di conservazione del patrimonio sociale.

Infatti siffatta riduzione del capitale impone non soltanto ai soci di deliberare la ricapitalizzazione o in alternativa lo scioglimento della società ovvero la

⁹³ Negli Stati Uniti, ovvero nell'ordinamento che è immerso nel più ampio e articolato mercato finanziario del mondo e che più di ogni altro ordinamento dà spazio a prassi contrattuali di governo stragiudiziale delle crisi di impresa, sono gli stessi contratti stipulati dalle imprese con i propri maggiori creditori finanziari a prescrivere determinati comportamenti restrittivi all'impresa debitrice e ad attribuire al creditore alcuni importanti poteri di intervento in ordine al governo dell'impresa al verificarsi di determinati eventi stabiliti nel contratto stesso e ciò fino a quando sussista la possibilità di superare stragiudizialmente la crisi. Lo *starting point* della crisi è quindi stabilito dai *covenants* contrattuali, dove previsti, che sono inseriti principalmente in quei contratti di finanziamento, stipulati dall'impresa con grandi creditori come le banche e dalla cui continuità e regolarità di esecuzione spesso dipende la capacità stessa di sopravvivenza operativa dell'impresa. Nei mercati capitalistici più evoluti, quindi, i flussi di finanziamento dell'impresa sono veicolati avvalendosi di questi strumenti contrattuali. Tanto è più forte e diffusa nel mercato è la prassi delle tecniche contrattuali di gestione della situazione di crisi tanto più diminuisce il ruolo delle procedure giuridiche di insolvenza come primo scenario di riferimento.

⁹⁴ Sul rapporto di non coincidenza tra la causa di scioglimento per perdita del capitale sociale e lo stato di insolvenza non appaiono esservi dubbi, anche se può ipotizzarsi nella normalità delle ipotesi, una ideale linea di sviluppo che partendo dalla perdita del capitale del capitale sociale conduce in assenza di correttivi allo stato di insolvenza. Per una maggiore trattazione del problema si rinvia a L. Stanghellini, *Le crisi di impresa tra diritto ed economia, le procedure di insolvenza*, Bologna 2007, 135 ss.; A. Paciello, *La Funzione normativa del capitale nominale*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 15 ss; M. Miola, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 1199 ss.. Altra questione è invece quella del rapporto tra scioglimento della società per riduzione del capitale al di sotto del minimo legale e stato di crisi ai sensi dell'art. 160 l. f.. Infatti nemmeno in questo caso può ravvisarsi una coincidenza tra le due fattispecie, non dovendosi necessariamente identificare la perdita del capitale con una crisi finanziaria capace di incidere sui conti dell'impresa, tant'è che una situazione di crisi si potrebbe verificare sia successivamente all'inizio della liquidazione sia antecedentemente alla perdita del capitale, qualora si ritenga che esso possa consistere in una crisi finanziaria senza ancora incidere sulla consistenza patrimoniale della società.

trasformazione in un altro tipo sociale con capitale inferiore, ma determina altresì una limitazione nella gestione societaria in quanto gli amministratori sono tenuti ad una gestione conservativa fino all'assemblea convocata ai sensi degli articoli 2447 e 2482 ter c.c..

Il collegamento delle vicende attinenti il capitale sociale con l'identificazione dei doveri degli organi gestori in prossimità dell'insolvenza è testimoniato dalla circostanza, quindi, che alla causa di scioglimento può essere facilmente agganciato, prima ancora della formale apertura della liquidazione, il sorgere a carico di costoro di specifici doveri gestionali e di *standars* di condotta finalizzati alla conservazione e all'integrità del valore del patrimonio sociale al fine di tutelare i creditori da scelte rischiose limitando la discrezionalità della *business judgment rule*.

Qualora, infatti, il capitale di rischio sia eroso dalle perdite, gli amministratori - assecondando spesso gli interessi dei soci e dei gruppi di controllo - sono spinti ad intraprendere progetti altamente rischiosi. Se i progetti hanno esito positivo servono a ricostruire le pretese residuali dei soci sul patrimonio netto mentre in caso contrario intaccano le residue possibilità di soddisfacimento dei creditori a partire da quelli meno forti e privi di forme di tutela negoziali aggiuntive⁹⁵.

⁹⁵ Così M. Miola, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi*, Milano, 2007, 366.

Il disposto delle norme testé richiamate ha l'effetto di evitare che in caso di erosione del capitale sociale la continuazione dell'esercizio dell'attività senza ricapitalizzazione costituisca una traslazione del rischio di impresa sui creditori o dei terzi che vengono in contatto con l'impresa⁹⁶. Infatti nel caso di perdite del capitale sociale si è in presenza di un evento rispetto al quale iniziare a colpire la continuazione dell'attività di impresa svolta in pregiudizio dei creditori e dal quale fare discendere la responsabilità degli amministratori per l'incremento delle perdite⁹⁷.

Il dovere di gestione conservativa è da ricollegarsi all'art. 2486 c.c. che impone al verificarsi di una causa di scioglimento - come può essere a ben titolo la riduzione del capitale al di sotto del minimo legale - di gestire in maniera conservativa la società pena la responsabilità nei confronti della società dei creditori e dei terzi ex art. 2486 2 comma c.c..

Il dovere di gestire la società in modo conservativo integra è completa i doveri di conservazione previsti dall'art. 2394 c.c. di cui ci occuperemo nel prosieguo.

⁹⁶ In questi termini A Mazzoni, *Capitale sociale indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi*, Milano, 2007, 518.

⁹⁷ Infatti il danno risarcibile posto a carico degli amministratori in caso di successivo fallimento viene quantificato dalla giurisprudenza tenendo conto della perdita incrementale che si è prodotta nel patrimonio della società tra il momento in cui si è verificato lo scioglimento per riduzione del capitale e quello della dichiarazione di fallimento della società, in conseguenza di una prosecuzione illegittima dell'attività di impresa.

Evitando di entrare nel merito del dibattito relativo all'idoneità del capitale sociale di svolgere in modo efficace una funzione di tutela dei creditori dal rischio del protrarsi dell'attività di impresa dopo il continuo verificarsi di perdite di gestione e il conseguente approssimarsi di una situazione di crisi⁹⁸,

⁹⁸ Con riguardo alla dottrina d'oltreoceano, le critiche al sistema del capitale legale si incentrano da un lato, sull'essere tale istituto fondato su norme imperative e quindi eccessivamente rigide e vincolanti per l'impresa societaria tenuta ad adottarla, dall'altro, sul fatto che i benefici di tali regole sono nella loro sostanza dubbi ai fini della tutela dei creditori, mentre i loro costi sono certi se non anche eccessivi in quanto idonee a creare ingiustificate barriere all'ingresso per le società di nuova costituzione con conseguenti svantaggi competitivi ove il capitale minimo sia fissato in misura eccessivamente elevata. Si è a tal proposito sostenuto che la funzione di cuscinetto fra l'insolvenza della società e la perdita dell'attivo che queste risorse dovrebbero avere viene inevitabilmente frustrata dal fatto che i minimi previsti dalla legge sono così ridotti da non poter garantire il pagamento dei debiti. A tal fine si è rilevato che "*it seems unlikely that minimum capital requirement provide any real protection to creditors, as a firm's initial capital is likely to be long gone if it files for bankruptcy*", in questo senso, Armour-Hertig-Kanda, *op. cit.*, 131.

Le critiche si sono anche incentrate sui limiti ai conferimenti ammissibili e sui costi del procedimento a tal fine richiesti, in specie per la stima dei conferimenti in natura. Inoltre si è sostenuto che gli obblighi di conservazione del capitale sociale, facilmente eludibili attraverso la redazione di bilanci non veritieri e considerata la facilità con cui potrebbero essere fatti emergere utili fittizi, non impediscono la distribuzione di dividendi da parte di società insolventi, come è provato che essi non sono stati in grado di prevenire le più importanti crisi di impresa degli ultimi anni. Si è inoltre sostenuto che il sistema del capitale sociale nel vietare conferimenti d'opera e impedendo la remunerazione della prestazione di servizi qualificati attraverso l'emissione di azioni, impedisca lo sviluppo di società in settori di elevata tecnologia, caratterizzati dal conferimento dell'impegno a sviluppare un'idea geniale, si pensi alle società in fase di *start-up* e lo sviluppo della *new economy*. Secondo questa impostazione, una tutela dei creditori può al contrario essere affidata almeno in parte a modelli di regolamentazione più flessibili in quanto fondate sulle regole del mercato e comunque tali da non creare barriere all'ingresso per le società di nuova costituzione, con conseguenti svantaggi competitivi ove il capitale sia fissato in misura eccessivamente elevato. Tra questi diversi rimedi si collocano gli obblighi di trasparenza - che si sono appunto sviluppati negli Stati Uniti - idonei a generare flussi informativi di cui possono avvantaggiarsi anche i creditori, in quanto relativi all'effettiva situazione della società loro debitrice. Tra questi mezzi sono compresi anche le varie tutele contrattuali ad essi offerti quali i *financial covenants*. Per una rassegna delle principali critiche si veda Enrique-Macey *Creditors Versus Capital Formation*, *op. cit.*; B. Manning-J.J.Hanks jr., *Legal Capital*, New York, 1990; C.A. Peterson-N.W. Hawker, *Does corporate matter? Legal capital restrictions on stock distributions*, in *Akron Law Rev.*, 1998, 175 ss.. Con riferimento alla dottrina italiana A. Blandini, *Il capitale sociale oggi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2006, 25, il quale ritiene che l'idea di un capitale sociale minimo quale vincolo allo sviluppo economico è poco credibile, in quanto si tratta di limiti talmente bassi, da non aver affatto la funzione di garanzia sostanziale, bensì soltanto quella di fornire un minimo di affidamento per l'avvio dell'iniziativa, e nulla di più. Dello stesso avviso F. Di Sabato, *Il capitale sociale oggi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2006, 27, il quale ritiene che il capitale sociale minimo ha la funzione di garanzia della serietà dell'iniziativa. Per il resto non serve a nulla. Al contrario M. Miola, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 1208 ss., ritiene che essendo il capitale una posta del netto, esso svolgerebbe la funzione di indicatore, di spia, di una situazione di difficoltà dell'impresa quantomeno sul piano dei risultati economici e quindi sarebbe utile a dare l'allarme ai creditori dell'esistenza di una situazione di crisi dell'impresa che, in mancanza di rimedi adeguati, potrebbe degenerare in insolvenza.

appare opportuno mettere in evidenza che la regola desumibile dalle norme che disciplinano la riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale non consenta di intercettare in maniera tempestiva l'approssimarsi dello stato di insolvenza, in quanto è possibile che la società versi in una situazione di crisi finanziaria anche in assenza di perdite che determinano una riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale - con la conseguenza che il sistema di prevenzione previsto dagli articoli 2447 e 2482 c.c. può entrare in funzione tardivamente quando la capacità solutoria è ormai compromessa – o, è possibile addirittura che la perdita integrale del capitale sociale non intacchi la liquidità e sia quindi la società in grado di soddisfare regolarmente i propri debiti e nemmeno comportare una insufficienza patrimoniale qualora permanga un pareggio tra attività e passività⁹⁹.

Fermo restando l'inadeguatezza della regola ricapitalizza o liquida a fungere da campanello di allarme dell'approssimarsi dell'insolvenza può comunque riconoscersi a questa la capacità di svolgere una funzione informativa e di prevenzione in quanto obbliga ai soci di investire ulteriori risorse

⁹⁹ Cfr., F. Bonelli, Art. 146 l. fall.: *l'azione di responsabilità del curatore contro gli amministratori di spa fallite*, in G. Comm., 1982, II, 792; L. Stanghellini, *Le crisi di impresa tra diritto ed economia*, Bologna 2007, 148; L. Strampelli, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in Riv. soc., 2012, 611 2 ss.

La possibilità in concreto che il sistema di allarme previsto dagli articoli 2447 e 2482 ter c.c. entri in funzione quando la società versi già in stato di prossimità all'insolvenza o di insolvenza è dovuta anche all'inadeguatezza dei criteri di redazione del bilancio a riflettere la situazione finanziaria della società in quanto né l'esubero dell'attivo sul passivo, né un risultato di esercizio positivo implicano la capacità della società a scongiurare l'insolvenza poiché ad esempio l'attivo potrebbe essere infatti costituito da attività immobilizzate.

indipendentemente dal fatto che la società sia in grado di adempiere o meno ai propri debiti.

Da tali disposizioni sembra potersi ricavare la regola generale dell'illegittimità del proseguimento dell'attività di impresa se non per finalità meramente conservative a meno che non venga depositata una domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo o di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti che a norma dell'art. 183 *sexies* della L. fall. determinano la sospensione degli effetti del verificarsi di una causa di scioglimento.

3. Segue. La perdita della continuità aziendale

Se la diminuzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale non consente di intercettare in maniera tempestiva l'approssimarsi dello stato di insolvenza¹⁰⁰ appare necessario verificare se il criterio della perdita della continuità aziendale riesca a far scattare gli obblighi di protezione in una fase della vita societaria in

¹⁰⁰ Inoltre, la concretizzazione dei doveri degli amministratori avverrebbe in un momento eccessivamente tardivo, quando già il pregiudizio si è sostanzialmente realizzato e nulla o poco può essere fatto in un'ottica preventiva.

cui l'insolvenza è soltanto prospettica e la capacità solutoria non risulta ancora compromessa.

Là dove la società versi in una condizione di crisi non ancora sfociata nell'insolvenza si rileva infatti fondamentale consentire una anticipazione dei doveri di conservazione della consistenza patrimoniale a prescindere dalla presenza di perdite del capitale rilevanti ai sensi degli articoli 2447 e 2482 ter c.c., ben potendo infatti anche una perdita della capacità reddituale determinare il rischio di condotte opportunistiche a danno dei creditori¹⁰¹.

Infatti, fin quando l'impresa è florida e autogenera risorse e flussi finanziari sufficienti per pagare regolarmente i propri creditori e remunerare il capitale di rischio nessuna particolare attenzione deve essere dedicata alla sorte dei primi per l'evidente ragione che la prosperità presente e prospettica dell'impresa non impone alcun arbitraggio nella tutela degli interessi aggregati attorno ad essa. Quando invece l'impresa vede aumentare il proprio indebitamento al di là del sostenibile o comunque intravede il venir meno o la concreta minaccia del venir meno della prospettiva della continuità aziendale, il quadro muta, in quanto aumenta il peso dell'interesse dei creditori a non subire perdite o a non vederle

¹⁰¹ Così M. G. Buta op. cit., 2586.

aggravate per l'effetto della continuazione di un'attività che potrebbe non avere più *chances* di successo e stabilità.

Si potrebbe, quindi, a buon titolo sostenere che gli obblighi di cura degli interessi dei creditori "lievitino" "quanto più l'impresa si avvicina alla condizione che rende illegittima o abusiva la sua continuazione tout court"¹⁰².

A tal fine si rilevano di particolare importanza gli obblighi di monitoraggio della situazione finanziaria e delle prospettive della continuità aziendale posti a carico degli amministratori.

L'articolo 2423 *bis* comma 1 n. 1 c.c. – la cui regola si ritrova poi ribadita nel principio contabile internazionale IAS 1¹⁰³ - prevede l'obbligo degli amministratori di tener conto di tutte le informazioni disponibili sulle prospettive future, atte a consentire che la società potrà continuare lo svolgimento della propria attività di impresa.

In altri termini agli amministratori è richiesto di indicare prima di procedere alla redazione del bilancio di esercizio la permanente utilizzabilità del presupposto del *going concern*, e dunque l'idoneità dell'impresa a svolgere la sua normale attività almeno per l'esercizio successivo a quello di bilancio.

¹⁰² A. Mazzoni, *La responsabilità gestoria*, op. cit, 836

¹⁰³ Al par. 25 del suddetto documento si dispone che, nel processo di redazione del bilancio, sia valutata la continuità aziendale, ossia la capacità dell'impresa di continuare ad operare come entità in funzionamento. È, quindi, lampante come la continuità aziendale è incompatibile con l'intenzione, o la necessità, di liquidare l'entità o interrompere l'attività.

La valutazione della continuità aziendale da parte degli amministratori dipende dalla sussistenza di condizioni che consentono quindi la continuazione dell'attività di impresa per un periodo sufficiente al completamento di un ciclo produttivo e si basa su indicatori finanziari e gestionali come quelli individuati nel documento n. 570/2007 elaborato dalla Commissione paritetica per i principi di revisione istituita dal Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti e richiamati nel documento congiunto Consob Banca d'Italia e Isvap del 2 febbraio 2009¹⁰⁴.

Se si accetta una interpretazione estensiva dell'art. 2484 c.c. – in forza della quale l'applicazione dell'articolo in questione è possibile ogni qual volta pur permanendo la possibilità astratta di realizzazione dell'oggetto sociale ne risulti impossibile di fatto l'attuazione a causa per esempio del venir meno della continuità aziendale - è possibile ricondurre la situazione di crisi finanziaria impeditiva della continuazione dell'attività aziendale, anche qualora non sia riconducibile a perdite di capitale che intaccano il capitale minimo, ad una delle

¹⁰⁴ Con riferimento agli indicatori utilizzabili per l'accertamento della continuità aziendale, possono qui menzionarsi tra gli indicatori finanziari: le situazioni di deficit patrimoniale o di capitale circolante netto negativo; prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso; eccessiva dipendenza di prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine; mancanza o discontinuità dei dividendi bilanci storici o prospettici che mostrano *cash flow* negativi. Con riferimento agli indicatori gestionali è possibile menzionare la perdita di amministratori e dirigenti senza riuscire a sostituire; perdita di mercati fondamentali, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti; riduzione del capitale al di sotto del minimo legale.

cause di scioglimento previsto dal suddetto articolo c.c. e precisamente all'impossibilità del conseguimento dell'oggetto sociale.

Il verificarsi di una causa di scioglimento – prevista esplicitamente per le vicende relative al capitale sociale e in via di interpretazione estensiva nell'ipotesi di venir meno della continuità aziendale – si presta a costituire una tecnica per affrontare la crisi di impresa che permette, qualora essa intervenga tempestivamente e non si presentino, sin dall'inizio o nel corso della liquidazione, i presupposti per richiedere la dichiarazione di fallimento o l'adozione di una procedura di soluzione concordata della crisi, che i creditori trovino pieno soddisfacimento nell'attivo residuo della società impedendo ulteriori distruzioni di valore¹⁰⁵.

Assumono centrale rilievo gli articoli 2485 comma 2 e 2486 comma 2 c.c. che prevedono la responsabilità degli amministratori rispettivamente ove essi omettono di accertare tempestivamente una causa di scioglimento della società, ovvero violino il precetto dell'art. 2486 comma 1 c.c., che prevede che nell'ipotesi di scioglimento la società deve essere gestita in modo tale da garantire la conservazione dell'integrità del patrimonio determinando un ri-

¹⁰⁵ In questo senso M. Miola, *La tutela dei creditori e il capitale sociale realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, 309.

orientamento della gestione sociale verso il prevalente fine di tutelare gli interessi del ceto creditorio nella fase di crisi che precede l'insolvenza.

Siffatta impostazione presenta il pregio di essere applicabile ad ogni tipo societario superando le difficoltà esegetiche derivanti dalla mancata previsione di una norma analoga all'articolo 2394 c.c.c anche alle S.r.l. e di operare in una fase che non necessariamente coincide con l'insolvenza o con un patrimonio netto negativo, al contrario una fase in cui l'insolvenza è soltanto prospettica e la capacità solutoria non risulta ancora compromessa¹⁰⁶. Infatti, il giudizio sulla continuità aziendale risulta tributario delle previsioni di flussi di cassa e dell'analisi della redditività futura, nonché di tutti gli eventi successivi alla data di riferimento del bilancio che possono influenzare la capacità dell'impresa di mantenersi in funzione.

È ovvio però che la tensione nei confronti della necessità di garantire anche l'interesse dei creditori nel momento in cui la società entra in una situazione patologica è direttamente proporzionale alla gravità della crisi in cui versa la società. All'avanzare dello stato patologico dovrà anche aumentare l'attenzione

¹⁰⁶ Sul punto si veda A. Mazzoni, *Capitale sociale*, op cit., 532, il quale ritiene che si possono ipotizzare situazioni in cui la prospettiva di continuità aziendale è già da escludersi anche se il patrimonio netto è ancora superiore al capitale legale minimo. Inoltre la prospettiva di continuità aziendale può anche non coincidere con l'insolvenza: si pensi al caso in cui il prevedibile andamento dei flussi finanziari generati dalla gestione rendono sicura a breve l'insostenibilità dell'indebitamento, ma le attuali condizioni patrimoniali e finanziarie dell'impresa continuano a mostrare un supero dell'attivo contabile sul passivo contabile e le disponibilità di cassa consentono nell'immediato di continuare ad onorare regolarmente gli impegni alla scadenza. In questo senso A. Mazzoni, *La responsabilità gestoria*, op cit, 832.

degli amministratori alla conservazione della garanzia patrimoniale. Ma ciò non significa gestire l'attività sociale in modo eccessivamente cauto o a maggior ragione liquidare la società ancora vitale per evitare di incorrere in responsabilità. Agli amministratori infatti è imposto soltanto un obbligo di “curare gli interessi dei creditori sociali (...) effettuando una ponderazione tra questi e quegli stessi dei soci”¹⁰⁷.

Ne segue che non è detto che la via della liquidazione sia l'unica strada percorribile in caso di perdita della continuità aziendale. Infatti, l'accertamento del venir meno del *going concern* non pone necessariamente gli amministratori a differenza della perdita del capitale minimo - di fronte all'alternativa tra ricapitalizzazione e liquidazione, residuando per costoro la facoltà di attuare soluzioni alternative funzionali al risanamento dell'impresa¹⁰⁸.

La regola ricapitalizza o liquida prescindendo dal concretizzarsi del rischio di insolvenza – pur accompagnandosi di regola ad esso – e non è destinata direttamente alla prevenzione della stessa ma risponde alla funzione di coprire l'indebitamento della società. Al contrario il verificarsi di una situazione di perdita della continuità aziendale coincidendo con un possibile manifestarsi di una situazione di insolvenza impone all'organo amministrativo di ricercare dei

¹⁰⁷ G. Ferri, *Manuale*, op. cit., 431

¹⁰⁸ In questo senso L. Strampelli, *Capitale sociale*, op. cit., 631

rimedi idonei alla soluzione della crisi che non necessariamente coincidono con la regola ricapitalizzazione o liquidazione.

Se si considera allora rilevante ai fini dell'individuazione dello *starting point* dei doveri degli amministratori il ruolo della nozione della perdita della continuità aziendale, una importante conseguenza è la progressiva diminuzione del rilievo giuridico della nozione del capitale sociale, intesa come nozione a cui è assegnata la funzione di fungere da campanello di allarme dell'essersi già prodotta una situazione di crisi o del suo approssimarsi, in quanto come detto innanzi vi può essere crisi nonostante non vi siano perdite in senso tecnico, non essendo il patrimonio netto sceso sotto la soglia della cifra che esprime il capitale sociale¹⁰⁹.

Volendo ritenere che la situazione di crisi abbia vari gradi di intensità, ovvero una fase grave di declino che precede l'insolvenza (crisi) e una fase iniziale di difficoltà che non abbia ancora intaccato la capacità solutoria della società e non abbia pregiudicato la capacità della società di ricorrere al credito (pre-crisi) è possibile identificare la situazione economica incompatibile con la prospettiva

¹⁰⁹ Tuttavia una cosa è sostenere che nonostante tutto il capitale sociale può ancora svolgere nei sistemi giuridici dell'Europa continentale la funzione di garanzia generica a favore dei creditori e anche di organizzazione e imputazione dei risultati, altra cosa è sostenere che esso è la nozione più utile a segnalare lo stato di salute o di malattia dell'impresa.

della continuità aziendale con una fase che potremmo definire di pre-crisi¹¹⁰. Tale fase si caratterizza in genere per uno stato di difficoltà meno intenso di quello caratterizzante lo stato di crisi per il fatto che non risulta ancora pregiudicata la possibilità di ricorrere al credito non essendo compromessa la fiducia del mercato verso la società¹¹¹ e nella maggior parte delle ipotesi non sia stata ancora intaccata la capacità di adempiere le proprie obbligazioni.

Alla stregua di tali rilievi, è possibile ritenere che la valutazione complessiva e tempestiva degli indicatori finanziari e gestionali, consentendo di verificare se vi siano degli elementi che possono far temere per la continuità aziendale permetterebbe, quindi, di affrontare in tempo e in modo efficace la situazione ribaltando il trend negativo e impedendo che la situazione di crisi provochi perdite che possono intaccare la capacità solutoria della società.

In realtà nel nostro paese non esistono istituti di allerta e prevenzione volti alla tempestiva segnalazione della crisi di impresa né, a differenza di altri ordinamenti giuridici, una espressa previsione normativa che obblighi

¹¹⁰ Sul concetto di pre-crisi si veda G. Strampelli, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in Riv.soc., 2012, 631, il quale ritiene che un concetto ampio di stato di crisi comprendente ogni situazione di difficoltà economica precedente l'insolvenza non può essere accolto, in quanto l'individuazione del presupposto oggettivo del concordato preventivo in un momento eccessivamente anticipato potrebbe condurre all'inaccettabile risultato di ammettere l'accesso alla procedura all'imprenditore che è ancora in grado di adempiere alle proprie obbligazioni.

¹¹¹ Cfr. L. Stanghellini, *Le crisi di impresa tra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 138.

l'amministratore a chiedere il fallimento¹¹². Né un siffatto obbligo discende tout court dalla norma che punisce l'aggravamento del dissesto *ex art.* 217 L.f..

Proprio l'esigenza di far emergere in anticipo una situazione di crisi al fine di salvaguardare i valori di una impresa in difficoltà è stata oggetto dello schema di disegno di legge delega elaborato dalla Commissione Rordorf¹¹³ che all'articolo 4 prevede che debbano essere introdotte procedure di allerta e mediazione, di natura non giudiziale e confidenziale, finalizzate ad anticipare l'emersione della crisi mediante una rapida analisi delle cause del malessere economico ed ad agevolare lo svolgimento di negoziati assistiti tra debitori e creditori attribuendo la competenza ad apposita sezione specializzata degli

¹¹² Ad esempio la Francia (art. L. 621-1 del *Code de commerce*), Spagna (art. 5 della *Ley Concursal*) e Germania (art. 15 dell'*InsO*) prevedono l'obbligo per il debitore di chiedere il proprio fallimento rispettivamente entro quindici giorni, entro due mesi ed entro tre settimane dal verificarsi dell'insolvenza. L'ordinamento inglese invece (art. 214 dell'*Insolvency Act*) precede il *wrongful trading* una responsabilità degli amministratori in prossimità dell'insolvenza che ha ispirato la Commissione europea in occasione dell'*Action Plan* del 2003, sia il gruppo di lavoro dell'UNCITRAL che ha elaborato nel 2012 la guida legislativa dell'insolvenza: prevede il risarcimento per la continuazione dell'attività oltre il momento in cui l'amministratore avrebbe dovuto sapere che non via era alcuna ragionevole prospettiva di evitare la liquidazione per insolvenza, se non ha posto in essere tutte le misure per minimizzare la potenziale perdita per i creditori.

¹¹³ Schema di disegno di legge delega (approvato integralmente dal Consiglio dei Ministri in data 11 febbraio 2016) recante la "*Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza*", elaborato dalla Commissione ministeriale istituita dal Ministro della Giustizia con decreto 24/02/2015 e successive integrazioni alla luce della Raccomandazione della Commissione europea del 12 marzo 2014 n. 135 e sia del Regolamento (Ue) 2015/848 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 maggio 2015 relativo alle procedure di insolvenza, nei quali si è voluto dare maggiore risalto alla continuità delle imprese rispetto alla loro disintegrazione. Infatti, la Raccomandazione prima e Regolamento dopo, si sono posti l'obiettivo di garantire alle imprese sane in difficoltà finanziaria, ovunque siano stabilite nell'Unione, l'accesso ad un quadro nazionale in materia di insolvenza che permetta loro di ristrutturarsi in una fase precoce in modo da evitare l'insolvenza, massimizzandone, pertanto, il valore totale per i creditori, dipendenti, proprietari e per l'economia in generale.

organismi di composizione della crisi previsti dalla legge 17 gennaio 2012 n. 3 e dal decreto ministeriale 24 settembre 2014 n. 202.

È stato previsto a tal proposito un sistema di incentivi premiali per chi vi ricorra tempestivamente e ne favorisce l'esito positivo e misure sanzionatorie per l'imprenditore che ingiustificatamente le ostacoli o non vi ricorra ivi compresa l'introduzione di una ulteriore fattispecie di bancarotta semplice, fermo l'obbligo di segnalazione al debitore dei più rilevanti indizi di difficoltà finanziaria ad opera dei principali creditori istituzionali, quali ad esempio l'agenzia delle entrate o degli organi di controllo qualora si tratti di impresa gestita in forma societaria.

Si prevede che l'organismo di composizione della crisi, a seguito delle segnalazioni ricevute o su istanza del debitore, convochi immediatamente, in via riservata e confidenziale, il debitore medesimo nonché, ove si tratti di società dotata di organi di controllo, anche questi ultimi al fine di individuare nel più breve tempo possibile, previa verifica della situazione patrimoniale, economica e finanziaria in essere, le misure idonee a porre rimedio allo stato di crisi. Nonché che l'organismo di composizione della crisi, su istanza del debitore, anche all'esito dell'audizione di cui al punto precedente, affidi ad un mediatore scelto tra soggetti di adeguata professionalità nella gestione della

crisi d'impresa, iscritti presso l'organismo stesso, l'incarico di addivenire ad una soluzione concordata della crisi tra debitore e creditori, entro un congruo termine, prorogabile solo a fronte di positivi riscontri delle trattative precisando altresì le condizioni in base alle quali gli atti istruttori della procedura possono essere utilizzati nell'eventuale fase giudiziale.

Risulta evidente che la finalità è quella di permettere alle imprese di ristrutturarsi in una fase precoce in modo da evitare l'insolvenza, massimizzandone, pertanto, il valore totale per i creditori e per l'economia in generale. Del resto, la ratio dell'allerta risiede nell'idoneità della stessa a calamitare l'attenzione degli organi di governo societario su fatti in grado di compromettere la salute dell'impresa, in modo da stimolare l'adozione di misure necessarie a superare lo stato di difficoltà prima che diventi di decozione. La scelta di non incardinare le procedure in seno al Tribunale è condivisibile, anzitutto per una ragione psicologica non trascurabile. Affinché allerta e conciliazione funzionino, infatti, è necessario che l'imprenditore percepisca di essere non sotto osservazione, ma supportato nella gestione della crisi: solo così potrà essere davvero incentivato a uscire allo scoperto, tanto più se si pensi che nel nostro Paese una delle principali ragioni della tardiva emersione della crisi è anch'esso di tipo psicologico: in un sistema produttivo caratterizzato dalla

prevalenza di imprese familiari, l'uscita allo scoperto espone un patrimonio che vale non solo in sé, ma anche in quanto bene di famiglia¹¹⁴.

È ovvio che il successo di tali procedure che permettano di anticipare la messa in luce delle difficoltà d'impresa, dipendano per lo più dalla propensione degli imprenditori ad avvalersene tempestivamente. Sicuramente una spinta ad un utilizzo precoce di queste procedure è dato dalla predisposizione in sede di disegno di legge delega di incentivi, che assicurano a chi se ne serva dei benefici per la verità ancora non identificati.

4. L'art. 2394 c.c.: un'azione diretta alla tutela delle ragioni creditizie

Giunti a tal punto, occorre valutare se nel nostro ordinamento è riscontrabile una specifica attenzione nei confronti dei creditori sociali corrispondente all'esigenza di protezione di questi ultimi anche in prossimità dell'insolvenza.

Invero, la specificità del nostro ordinamento a differenza di quello statunitense è data dalla circostanza che i creditori hanno a disposizione una determinata ed autonoma azione, in quanto la responsabilità degli amministratori non si

¹¹⁴ È ovvio che il ruolo del Tribunale andrebbe però recuperato, almeno nella forma di un intervento di seconda istanza. Infatti, in mancanza di una funzione anche residuale al tribunale, gli *step* procedurali delineati dalla Commissione sarebbero poco credibili in quanto mancherebbe una clausola di chiusura, che consenta di veicolare la segnalazione all'autorità giudiziaria nel caso in cui il debitore non si attivi in tempo o la conciliazione presso l'Organismo di composizione fallisca a causa di condotte ostruzionistiche.

configura solo come interna ma si dirige in modo espresso verso i creditori sociali, il che implica il riconoscimento della legittimazione di questi ultimi ad agire nei confronti degli organi di gestione.

È questo il caso dell'istituto previsto dall'art. 2394 c.c. di cui pare opportuno svolgere una breve analisi che da un lato ripercorra le tappe del dibattito sviluppatosi fino ad ora e dall'altro verifichi la sua idoneità ad offrire una giusta tutela dei creditori avverso i rischi e i pericoli che derivano da una gestione condotta in prossimità dell'insolvenza.

Ebbene l'articolo 2394 c.c. prevede una responsabilità per gli amministratori per la violazione degli obblighi di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale. Viene offerto ai creditori sociali una tutela - esperibile astrattamente anche al di fuori della procedura concorsuale - rispetto al danno derivante dalla lesione della consistenza di quel patrimonio sul quale i creditori stessi avevano fatto affidamento al momento della concessione del credito.

È evidente che siffatta norma più di ogni altra sembra rivelare una specifica finalità di tutela dei creditori sociali che si collega al dovere degli amministratori di garantire la conservazione del patrimonio sociale.

Letta *a contrario*, la previsione di cui all'art. 2394, c.c. configurerebbe, quindi, la presenza nel nostro ordinamento di un preciso dovere che può essere

identificato nell'obbligo di perseguire la funzione sociale anche nel rispetto dell'interesse dei creditori alla conservazione del patrimonio.

Si tratta di un'azione - tendente al risarcimento di un danno che non ha carattere diretto in quanto deriva dall'insufficienza del patrimonio sociale causata dal comportamento degli amministratori – che rimarca come l'obbligo degli amministratori sia anche quello di tenere conto nella gestione dell'interesse dei creditori seppur nei limiti dell'interesse a veder conservato il valore della garanzia patrimoniale.

Una questione ampiamente dibattuta in dottrina e in giurisprudenza riguarda la natura dell'azione prevista dall'art. 2394 c.c.. Appare opportuno effettuare una breve disamina sul punto anche per i risvolti comparativistici, in quanto nel sistema nordamericano nei pochi casi in cui i creditori possano esercitare un'azione nei confronti degli amministratori questa assume il carattere di *derivative action*.

Ebbene, per molto tempo la dottrina si è divisa tra i fautori della natura diretta e tra i sostenitori della natura surrogatoria¹¹⁵.

¹¹⁵ Sostengono la natura surrogatoria dell'azione tra gli altri: G. Ferri, *Le società*, in *Trattato di diritto italiano*, Torino 1987, 718 ss.; G. Minervini, *Gli Amministratori di società per azioni*, Milano 1956, 330; Ragusa-Maggiore, *La responsabilità individuale degli amministratori*, Milano, 1969, 234 ss; A. Nigro, *Le società per azioni nelle procedure concorsuali*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, 376. In giurisprudenza a favore della natura surrogatoria *ex multis*: Trib. Milano 5 marzo 1984; Trib Torino, 13 dicembre 1989; Trib. Palermo, 8 febbraio, 2001.

Sostengono la natura diretta: F. Di Sabato, *Diritto delle società*, Milano 2005, 345; F. Bonelli, *Natura giuridica delle azioni di responsabilità contro gli amministratori di società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1982, 770 ss.; S.

Il problema non è puramente teorico ma ha notevoli risvolti pratici, innanzitutto se si considera che dal carattere surrogatorio dell'azione deriverebbe in caso di successo un beneficio per il patrimonio sociale, al contrario se si riconoscesse carattere diretto il successo dell'azione determinerebbe un vantaggio immediato per il singolo creditore (è ovvio che questa differenza acquista rilevanza solo se l'azione venga esercitata fuori dalla sede fallimentare, giacché nel fallimento l'azione è destinata ad incrementare la massa attiva, oppure quando essa sia l'unica azione esercitabile dal curatore, ciò che si verifica quando l'azione sociale è prescritta o è stata oggetto di rinuncia o transazione).

Inoltre, la qualificazione dell'azione come surrogatoria o diretta ha delle influenze anche sui termini di prescrizione dell'azione stessa. Se il rimedio previsto dell'art. 2394 c.c. coincidesse con l'esercizio surrogatorio dell'azione sociale, i creditori potendo azionarsi soltanto in presenza di una insufficienza patrimoniale manifesta, rischierebbero di vedersi prescritta l'azione in quanto la prescrizione dell'azione sociale decorre dalla consumazione del fatto dannoso compiuto dall'amministratore e quindi potenzialmente molto tempo prima che si avveri la condizione di cui all'art. 2394 comma 2 c.c..

Di Amato, *L'azione di responsabilità ex art 146 legge fallimentare alle soglie della riforma della diritto societario*, in *Dir. fall.*, 2003, I, 28; R. Rordorf, *Azione di responsabilità, concordato preventivo e amministrazione controllata*, in *Società*, 1995, 750 ss.. In giurisprudenza a favore della natura diretta *ex multis*: Trib. Roma 7 marzo, 1991; Trib. Bologna, 8 agosto 2002; Trib. Ivrea, 27 gennaio 2004.

La distinzione tra azione diretta e azione surrogatoria si riflette anche sulle possibili eccezioni opponibili dagli amministratori. Se l'azione si configurasse come surrogatoria, gli amministratori potrebbero opporre ai creditori agenti tutte le eccezioni che essi avrebbero potuto opporre alla società. Al contrario, se l'azione si configurasse come azione autonoma rispetto a quella sociale, gli amministratori non potrebbero opporre ai creditori agenti le eccezioni opponibili alla società

Dopo anni di accesi dibattiti e soprattutto dopo l'energica presa di posizione da parte della Suprema Corte¹¹⁶, sembra ormai essere prevalente la teoria che attribuisce ai creditori un'azione diretta con la conseguenza che, se l'accoglimento della domanda proposta ai sensi degli articoli 2392 e 2393 c.c. comporta la devoluzione del risultato utile di essa in via primaria e diretta all'incremento del patrimonio sociale, ciò non è da dirsi in caso di azione proposta *ex art. 2934 c.c.*, ove il danno subito dai creditori costituisce esclusivamente la misura del loro interesse ad agire.

A favore di questa tesi militano giustamente le importanti differenze di questa azione rispetto a quella sociale: in riferimento ai presupposti per la sua esperibilità, occorrendo solo per la prima la manifestazione dell'insufficienza

¹¹⁶ Cfr., Cass., n. 10488 del 1998; Cass., n. 13756 del 2007.

del patrimonio della società a soddisfare i debiti di questa ultima; in riferimento alla *causa petendi*, rispondendo gli amministratori verso i creditori per lo specifico dovere di mantenere integro il patrimonio sociale.

A ben vedere, comunque, l'argomento migliore a favore dell'autonomia dell'azione consiste nel fatto che essa non presuppone l'inerzia o la trascuratezza della società nella tutela delle proprie ragioni contro gli amministratori, che invece è richiesta in generale dall'art. 2900 c.c. per l'esercizio dei diritti e delle azioni in via surrogatoria. L'art. 2394 c.c. infatti espressamente prevede che la rinuncia all'azione ex art. 2393 c.c. da parte della società non impedisce l'esercizio dell'azione da parte dei creditori sociali.

Una volta accolta la natura diretta dell'azione di cui all'art. 2394 c.c. è necessario verificare l'estensione della norma, al fine di accertare se gli amministratori sono esposti verso i creditori ad una responsabilità che presenta la medesima estensione della loro responsabilità verso la società. Siffatta verifica ci permette di poter o meno ricondurre all'art. 2394 c.c. particolari doveri di protezione del ceto creditorio nella fase di *vicinity of insolvency*.

Come ritenuto dalla migliore dottrina esiste “un margine di possibile responsabilità degli amministratori verso la società che non comporta pari responsabilità verso il creditore sociale”¹¹⁷.

In base a questo orientamento risulterebbero coperti dalla norma tutti quegli obblighi diretti alla tutela dell'integrità del patrimonio sociale ovvero quegli obblighi aventi un contenuto specifico determinato dalla legge come quelli relativi agli adempimenti in caso di perdite e ripartizioni di utili fittizi.

Non sembrano incontrare ostacoli neanche i doveri di diligente gestione dell'impresa, in quanto anche siffatti obblighi tutelano l'integrità del patrimonio sociale e indirettamente l'interesse dei creditori, con la conseguenza che tra i comportamenti idonei ad essere valutati ai fini del giudizio di responsabilità verrebbero ricompresi tutti quegli atti di *mala gestio* posti in violazione della diligenza professionale.

Ne segue la possibilità di esperire l'azione di responsabilità *ex art. 2394 c.c.*, oltre che nel caso di violazione di specifici obblighi diretti a garantire l'integrità del capitale sociale anche tutte le volte in cui gli amministratori abbiano violato il generico dovere di gestire la società con diligenza *ex art. 2392 c.c.* e nel

¹¹⁷ In questo senso F. Vassalli, *Responsabilità di impresa e potere di amministrazione nelle società personali*, Milano 1973, 148.

rispetto del principio di corretta gestione espresso dall'art. 2497 e 2403 c.c. se siffatte violazioni abbiano inciso sulla integrità del patrimonio sociale.

Tuttavia, la coincidenza tra le due aree di responsabilità non è effettiva, in quanto i creditori non potranno mai sindacare le scelte imprenditoriali degli amministratori che considerate *ex ante* vadano ad incidere sul profitto dell'impresa pena il rischio di punire l'insuccesso economico della scelta imprenditoriale in deroga al principio che sta alla base della *business judgment rule* di derivazione statunitense¹¹⁸.

Rimarrebbero quindi esclusi tutti quei cosiddetti obblighi di organizzazione e quelli inerenti il perseguimento dello scopo sociale di cui gli amministratori sono responsabili *ex art.* 2392 c.c., ma che non determinano una responsabilità nei confronti dei creditori in quanto non incidono sulla conservazione del patrimonio sociale¹¹⁹

La violazione del dovere della conservazione del patrimonio sociale rappresenta allo stesso tempo una condotta illecita sia per la società e sia per i creditori in quanto le pretese delle due categorie nascono dalla lesione dello stesso bene

¹¹⁸ L'articolo 2394 c.c. sembrerebbe, inoltre, rievocare gli obblighi di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale al verificarsi di una causa di scioglimento previsti dall'art. 2486 c.c.. Far coincidere però i due obblighi sminuirebbe la portata dell'art. 2394 c.c., il quale appare più ampio rispetto all'art. 2486 c.c. se si pensi che la norma in esame è potenzialmente applicabile all'intera vita societaria e non sanziona soltanto la gestione condotta secondo criteri non conservativi dopo lo il verificarsi di una causa di scioglimento. Il dovere degli amministratori di conservare l'integrità del patrimonio non sorge soltanto in seguito ad una causa di scioglimento ma caratterizza l'intera vita societaria.

¹¹⁹ Sul punto si veda P. Abbadessa, *La gestione dell'impresa nelle società per azioni*, Milano, 1974, 66.

giuridico ovvero il patrimonio sociale. Ciò significa che se è già stata esperita l'azione sociale ed il patrimonio è stato reintegrato, non potrà essere esercitata l'azione dei creditori a meno di non vederli soggetti ad una duplice richiesta risarcitoria.

Il legislatore italiano rispetto ad altri ordinamenti ha sentito, quindi, l'esigenza di rendere la condotta degli amministratori imputabile sotto un duplice titolo di responsabilità, dal quale possono nascere due diverse azioni: una sociale *ex art* 2392 c.c. e l'altra dei creditori *ex art* 2394 c.c.

Sottoponendo l'attività degli amministratori al fuoco incrociato di diverse azioni di responsabilità si è voluto evitare che la società fosse l'unica titolare del potere di decidere in ordine all'esercizio dell'azione di responsabilità in quanto, se così fosse, la posizione dei creditori sociali risulterebbe priva di tutela effettiva¹²⁰. La configurazione di una responsabilità gestoria anche nei confronti dei creditori sociali trova, così, la sua giustificazione nella scarsa tutela che costoro potrebbero ricevere se il sistema di reazione all'inadempimento degli obblighi fosse basato solo sull'esercizio dell'azione spettante alla società¹²¹.

¹²⁰ Cfr. F. Brizzi., *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 1050 ss.

¹²¹ Così F. Brizzi, *op cit.*, 173.

L'esercizio dell'azione è subordinata ad una duplice condizione: che gli amministratori abbiano violato gli obblighi inerenti la conservazione del patrimonio sociale e che in conseguenza di ciò il patrimonio sia divenuto insufficiente. L'azione, quindi, non può essere esperita al momento della consumazione dell'atto dannoso, ma solo quando l'insufficienza si manifesta ai creditori, ovvero quando la situazione patrimoniale della società presenti uno sbilancio negativo ovvero eccedenza delle passività sulle attività¹²². Risulta evidente la profonda differenza con l'art. 2932 c.c. legato alla generale violazione del dovere di gestire la società con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle specifiche competenze.

La presenza nel nostro ordinamento di una simile azione permette di garantire una tutela ai creditori sociali sanzionano i comportamenti opportunistici in prossimità dello stato di insolvenza in quanto contrari agli obblighi di conservazione dell'integrità del patrimonio

¹²² Lo sbilancio negativo si distingue da altre due situazioni che coinvolgono il patrimonio sociale, quali lo stato di insolvenza e la perdita integrale del capitale sociale. Lo stato di insolvenza *ex art. 5* Legge fallimentare si verifica quando l'imprenditore non è in grado di soddisfare regolarmente i propri debiti, ovvero con i mezzi normali di pagamento e alle giuste scadenze. Se può dirsi che lo stato di insolvenza sussista anche quando le attività superino le passività ma sussista una crisi di liquidità perché ad esempio l'attivo sia in gran parte immobilizzato ciò non vale per lo stato di insufficienza patrimoniale caratterizzato da una eccedenza delle passività sulle attività. Ne deriva che una società non potrà essere dichiarata fallita se pur versando in una situazione di insufficienza patrimoniale, riesca comunque a far fronte alle proprie obbligazioni (in questo senso F. Ferrara jr.- A. Borgioli, *Il fallimento*, Milano, 1995, 142 ss.). Lo sbilancio patrimoniale prescinde pure dalla perdita anche integrale del capitale sociale, dal momento che può esservi perdita del capitale quando vi è pareggio tra attivo e passivo perché tutti i beni sono assorbiti dall'importo dei debiti e quindi tutti i creditori potrebbero soddisfarsi sul patrimonio sociale (Cfr. Cass., n. 9616 del 2009 e n. 20576 del 2008).

Siffatta azione pur trovando la sua massima espressione nella fase di vicinanza dell'insolvenza o in sede fallimentare come d'altronde dimostra la casistica¹²³, estende comunque la sua area di operatività all'intera durata della vita societaria ed è simbolo della maggiore efficienza di un sistema che riconosca ai creditori degli autonomi strumenti rispetto ad altri sistemi che o non riconoscono nessuna forma di garanzia nella prossimità dell'insolvenza o riconoscono ai creditori dei semplici legittimati a sostituirsi alla società¹²⁴ (se si segue l'orientamento, in questa sede accolto, che riconosce all'azione natura diretta).

Pertanto, la manifestazione dell'insufficienza patrimoniale non individua il momento in cui debbano sorgere i doveri di protezione a tutela dei creditori, i quali sussistono in tutta la vita della società¹²⁵, ma rappresenta soltanto una condizione dell'azione, in quanto i creditori possono agire soltanto ove risulti l'insufficienza patrimoniale.

¹²³ Uno dei rari casi di azione ex art. 2394 c.c. esperito al di fuori delle procedure concorsuali è Trib. Milano 2 ottobre 2006, in *Giur. it.*, 2007, 382. Nel caso il Tribunale ha condannato gli amministratori a risarcire il danno direttamente ai creditori.

¹²⁴ Ad esempio nel sistema spagnolo i creditori sono soltanto legittimati a sostituirsi alla società con la conseguenza di ridurre l'effettività della tutela, posto che tutte le volte l'assemblea abbia deliberato di transigere o di rinunciare all'azione si estinguerebbe il diritto cui i creditori dovrebbero surrogarsi.

¹²⁵ Secondo M. Mozzarelli, *op.cit.*, 58 ss., nonostante gli obblighi ex art. 2394 c.c. siano imposti agli amministratori durante societate, la loro inosservanza rileva unicamente se l'impresa societaria entra in crisi. Fin quando la società è in bonis, infatti, ai creditori è precluso qualsiasi superamento dello schermo societario a danno degli amministratori. Quindi fino a quando non si mette a rischio la capienza del patrimonio sociale, l'interesse prioritario dei soci rimane quello dei soci, unici legittimati attivi all'esperienza dell'azione di cui all'art. 2393 c.c.

La possibilità di esercitare l'azione al di fuori della sede fallimentare - anche se, come detto *supra*, ciò accade raramente giacché l'azione dei creditori viene esercitata per lo più in ambito concorsuale, visto che l'insufficienza patrimoniale si manifesta spesso e volentieri successivamente all'insolvenza, soprattutto per la difficoltà per i creditori di percepire, quando la società è ancora in *bonis* l'intervenuta lesione della garanzia patrimoniale ¹²⁶ - rappresenta una ulteriore differenza rispetto ad altri ordinamenti come quello statunitense e inglese e in genere rispetto ai sistemi di *Common Law*, nei quali i creditori non sono legittimati ad agire nei confronti degli amministratori di società in *bonis*, in quanto in questi frangenti non sorgono dei doveri di protezione dei creditori, dovendo gli amministratori perseguire la massimizzazione degli interessi degli azionisti. Per quanto riguarda invece la vicinanza dell'insolvenza abbiamo visto nel capitolo precedente che in base ai recenti arresti giurisprudenziali il sistema nordamericano non riconosce più alcun dovere fiduciario nei confronti degli amministratori con la conseguente esclusione di qualsivoglia azione a tutela dei creditori sociali sia diretta che derivativa.

¹²⁶A. Jorio, *Le crisi di impresa. Il fallimento*, Milano 2000, 571. Osserva F. Brizzi, in *Responsabilità gestorie*, op. cit., 1032, che da un punto di vista empirico i creditori, in caso di insufficienza patrimoniale preferiranno ottenere la dichiarazione di fallimento della società, al fine di consentire l'azione del curatore, a ciò legittimato in forza dell'art.146 L.f., piuttosto che intraprendere un'azione giudiziaria costosa e di esito incerto stante il gravoso onere probatorio da sostenere. In questo.

Un secondo problema riguarda la natura contrattuale o extracontrattuale dell'azione di cui all'art. 2394 c.c..

Nonostante gran parte della dottrina e della giurisprudenza ritenga che la responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori abbia natura extracontrattuale¹²⁷, non può non ritenersi non fondato quell'orientamento che riconosce natura contrattuale all'azione *de quo*. Infatti, è ravvisabile anche in questo caso la violazione di un preciso obbligo imposto dalla legge specificatamente a carico degli amministratori inerente alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale.

D'altronde come afferma autorevole dottrina la violazione di obblighi si caratterizza ormai non soltanto come conseguenza dell'inadempimento di una obbligazione intesa come mera prestazione ma anche come sanzione della violazione di obblighi di diverso contenuto che sono preesistenti o indipendenti dalla prestazione¹²⁸.

¹²⁷ Per la dottrina si veda: M. Franzoni, *Amministratori e sindaci*, in *Le società, Trattato*, Torino 2002, 355 ss.; S. Ambrosini, *Le azioni di responsabilità*, in *Fallimento*, in *Trattato di diritto commerciale*, XI, 2, Padova, 2009, 745; In giurisprudenza si veda Cass. civ., n. 10488 del 1998; Cass. civ., n. 13764 del 2007. Secondo questo orientamento, la responsabilità degli amministratori *ex art. 2394 c.c.* ha natura extracontrattuale, in assenza dell'imprescindibile presupposto della responsabilità contrattuale che è costituito dalla preesistenza di un vincolo obbligatorio (anche se non necessariamente di genesi contrattuale) del quale possa configurarsi l'inadempimento.

¹²⁸ Così G. M. Buta., *op cit.*, 2573 la quale rinvia a C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 1997, 218.

Fatte queste considerazioni pare di poter concludere che la responsabilità nascente dall'art. 2394 c.c. sia a carattere contrattuale e non di natura aquiliana. Essa è, infatti, posta a sanzione della violazione di specifici obblighi di comportamento che non discendono dal precetto generale del *neminem ledere* ma dalla legge e che sono diretti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale.

La qualificazione come azione contrattuale ha delle ripercussioni pratiche di notevole importanza soprattutto in tema di onere della prova, in quanto non si applicherebbe l'art. 2043 c.c. e quindi l'onere in capo all'attore di dimostrare la colpa degli amministratori, ma a all'attore basterebbe solo provare l'inadempimento dell'amministratore.

Alla luce delle considerazioni esposte, si può affermare la sussistenza in capo agli amministratori di specifici doveri diretti alla conservazione del patrimonio sociali. Tali doveri si concretizzano e si rafforzano ove la società versi in condizioni di pre-crisi o crisi, in quanto proprio in questi casi aumenta il rischio di condotte opportunistiche degli amministratori a danno dei creditori.

5. Possibile estensione dell'azione anche alle società a responsabilità limitata

Mentre la società quanto i singoli soci o terzi conservano la legittimazione ad agire contro l'organo amministrativo delle s.r.l. per il risarcimento del danno subito, identica sicurezza non vi può essere riguardo all'azione dei creditori sociali. Di tale rimedio infatti non viene fatta alcuna menzione dopo la riforma del 2003¹²⁹, né nella lettera dell'art. 2476 c.c. né in nessuna delle disposizioni della sezione III del codice civile dedicata all'amministrazione e ai controlli nella s.r.l., né è presente nella disciplina delle S.r.l. alcun rinvio all'art. 2394 c.c..

Le critiche a siffatta mancanza sono state immediate e pressoché unanimi, in quanto si è ritenuto giustamente che una impresa a responsabilità limitata non possa non offrire ai creditori una tutela deputata a sottrarre questi ultimi dal pericolo derivante dalla inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione

¹²⁹ D. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 recante “*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative*”, pubblicato in G.U. 22 gennaio 2003, n.17, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366 recante “*Delega al governo per la riforma del diritto societario*”, pubblicata in G.U., 8 ottobre 2001, n. 234. Prima di siffatta riforma l'art. 2487, comma 2 c.c. estendeva alle S.r.l., tra le altre, la norma contenuta nell'art. 2394 c.c., secondo la quale gli amministratori delle S.p.a. rispondono verso i creditori sociali per l'inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale. a seguito della riforma il novellato art. 2476 c.c. non contiene più espressamente il richiamo all'art. 2394 c.c.

del patrimonio sociale e pertanto la giurisprudenza ormai maggioritaria¹³⁰ ha confermato la responsabilità degli amministratori delle S.r.l. verso i creditori sociali (azione esperibile anche dal curatore fallimentare), nonostante l'assenza di qualsivoglia richiamo alla suddetta azione nella disciplina delle S.r.l..

Infatti, una società che svolge la propria attività imprenditoriale in regime di responsabilità limitata per le obbligazioni contratte¹³¹ non può non essere priva di uno strumento in grado di tutelare i creditori sociali dal rischio che la garanzia generica del credito diventi incapiente a causa della *mala gestio* degli amministratori¹³².

La giustificazione di un'azione dei creditori nei confronti degli amministratori risiede nell'esigenza di garantire ai primi un bilanciamento nella tutela dei

¹³⁰ *Ex Multis*: Trib. Milano, 7 ottobre 2014, in <http://www.giurisprudenzadelleimprese.it/responsabilita-degli-amministratori-di-diritto-e-di-fatto-e-dei-sindaci-di-srl-fallita-nei-confronti-dei-creditori-sociali/>; Trib. Genova, 24 ottobre 2013 in <http://www.giurisprudenzadelleimprese.it/azione-individuale-del-creditore-nei-confronti-dell'amministratore-per-atti-diminutivi-della-garanzia-patrimoniale-generica/>; Trib. Padova, 24 giugno 2009, in *Fallimento*, 2010, 729; Trib. Nola, 18 giugno 2009, in *Giur. Comm.*, 2010, 729; Trib. Roma, 17 dicembre 2008, in *Banca e borsa* 2010, 489; Trib. Napoli, 10 gennaio 2007, in *Fallimento* 2007, 948.

¹³¹ Questa azione non si ritrova nelle società di persone in quanto in tale società la funzione garantistica è svolta dalla responsabilità illimitata dei soci.

¹³² Si è sostenuto inoltre che, la mancanza di un rimedio dedicato ai creditori che riesca ad sterilizzare il rischio di impresa può realisticamente determinare un processo a catena che allontana dalla massima efficienza non solo la singola società ma potenzialmente l'intero mercato in cui essa opera. Un sistema, infatti, orientato a trasferire tutti i rischi sui creditori non rappresenta l'*optimum* dal punto di vista dell'efficienza, in quanto il trasferimento del rischio sul capitale di debito comporta lo spostamento sui creditori pure dei costi generati dall'operazione, incentivando così i soci ad operazioni inefficienti in termini generali solo perché costoro non ne sopportano i rischi. Inoltre l'esternalizzazione del rischio totalmente sui creditori determina che questi ultimi di fronte al pericolo di vedere insoddisfatti le proprie pretese, siano disincentivati a concedere prestiti allo società, riducendo la disponibilità di credito per le imprese. In questo senso M. Mozzarelli, op cit., 20 ss; Cfr., B. R. Cheffin, *Company law: teory, structure and operation*, Oxford, 1997, 80.

propri interessi rispetto alla responsabilità limitata dei soci, caratteristica propria della società con autonomia patrimoniale perfetta.

Essa rappresenta un presidio alla correttezza dei comportamenti degli amministratori tale da disincentivare una indebita traslazione del rischio di impresa in capo ai creditori mediante delle condotte illegittime che, come detto più volte, si manifestano soprattutto nella prossimità dell'insolvenza e che sono in grado di erodere la garanzia patrimoniale. È ovvio che ove si escludesse una simile garanzia per i creditori si legittimerebbe un'area di esenzione da responsabilità per comportamenti opportunistici specie per tutti quei creditori che non sono in grado di tutelarsi mediante lo strumento contrattuale¹³³.

Invero, dottrina minoritaria¹³⁴ ha ritenuto al contrario che tale mancanza non sembra essere frutto di una svista del legislatore, poiché nonostante le occasioni di modifica il sistema della responsabilità della S.r.l. è rimasto immutato. Pertanto, secondo questo orientamento, la mancanza di tale rimedio sarebbe frutto di una specifica scelta del legislatore.

La differenza di trattamento delle società per azione e della società a responsabilità limitata in relazione alla mancanza di una azione specifica a

¹³³ In questo senso F. Raffaele, *Ubi Noluit, tacuit? Non illius oblitus est! Conferme in tema di applicabilità analogica dell'art. 2394 c.c. al caso di responsabilità degli amministratori verso i creditori di S.r.l.*, (nota a Trib. Milano, 18 gennaio 2011, n. 501), in *Rivista di Diritto Commerciale*, 2012, 139.

¹³⁴ *Ex multis* M. Mozzarelli, op cit., 5 ss.

tutela dei creditori dipenderebbe quindi dalle differenze strutturali delle due società.

L'azione *ex art. 2394 c.c.* si spiegherebbe nelle S.p.a. per il fatto che gli amministratori sono i veri *dominus* della gestione sociale, tenuti ad adempiere ai loro obblighi con una diligenza professionale più elevata al contrario di quanto avviene nelle S.r.l., ove il potere di gestione, data la continuità tra la sfera proprietaria e amministrativa, risulta maggiormente soggetto alla sfera di influenza diretta o indiretta del socio, oltre al fatto che in questo tipo societario vi è una esposizione debitoria meno significativa visto il divieto del ricorso al mercato del capitale di rischio¹³⁵. Pertanto secondo questo orientamento, i soci amministratori non presentandosi come gestori di un patrimonio altrui fanno venire meno l'esigenza di creare un obbligo di buona amministrazione nei confronti degli amministratori¹³⁶.

Se la mancanza di un rimedio simile a quello previsto per le S.p.a. sarebbe meno problematico per una S.r.l. *in bonis* in quanto l'azione può essere proposta solo quando la società si trovi in una condizione di evidente dissesto per evitare che

¹³⁵ Sul punto si veda B. Libonati, *Creditori sociali e responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2007, 630; contra C. Angelici, *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. Soc.* 2007, 1236 ss., il quale ritiene che in tutti i tipi sociali si può affermare la rilevanza dell'interesse dei creditori sociali all'integrità del patrimonio.

¹³⁶ Cfr., F. Ferrara Jr. - Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Milano 2006, 942; S. Di Amato, *Le azioni di responsabilità nella nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Giur. Comm.*, 2003, 301.

venga aggredita la loro indipendenza nella gestione al di fuori di simili frangenti, problemi sorgono al contrario in una fase di vicinanza all'insolvenza - in quanto la necessità di alti rendimenti volti a colmare il *deficit* spingerà gli amministratori a tentare il tutto per tutto, optando per progetti *high-risk high-return*, caratterizzati da un rischio che eccede il limite insito in una corretta gestione - e soprattutto nel fallimento poiché dopo la riforma del 2003 il curatore non è più legittimato ad esercitare questa azione con la conseguente perdita di una tutela specifica per i creditori¹³⁷. La mancanza di una simile azione per i creditori di S.r.l. non sembra infatti superata dal tenore aperto dell'art. 146 l.f., almeno nella misura in cui quest'ultima venga interpretata come non attributiva *ex novo* di azioni di responsabilità ma come riepilogativa dell'azione già previste e contemplate nel sistema¹³⁸.

¹³⁷ Il sistema previgente, aveva una propria interna coerenza e compiutezza: l'art. 146 l.f. esplicitamente richiamava sia l'art. 2393 che l'art. 2394 e questi a loro volta erano richiamati, per le s.r.l., dall'art. 2487 c.c. e ciò consentiva agevolmente di ritenere il curatore legittimato ad agire anche per l'azione di responsabilità esercitata dai creditori di s.r.l. Il nuovo art. 146 l.f. non contiene più il riferimento agli artt. 2393 e 2394 c.c., ma prevede al 2° comma che "sono esercitate dal curatore... : a) le azioni di responsabilità contro gli amministratori, gli organi di controllo i direttori generali i liquidatori".

¹³⁸ Così F. Brizzi., op cit., 177. Invero, si è sostenuto che la nuova formulazione della norma dell'art. 146 l.f. potrebbe essere intesa come volta a ricostituire, attraverso il richiamo a tutte "le azioni di responsabilità contro gli amministratori", quella compiutezza riportando il sistema a quella coerenza che aveva ab origine. Questa interpretazione scongiurerebbe l'illegittimità costituzionale ipotizzabile per omessa previsione per le s.r.l. di una norma che - analogamente a quanto avviene in forza dell'art. 2394 bis c.c. - consenta in caso di fallimento al curatore di agire anche in nome dei creditori in via esclusiva contro gli amministratori. La Corte di Cassazione è di recente pervenuta alla medesima conclusione, omettendo (o dando per scontato) però il passaggio concernente l'applicazione analogica dell'art. 2394 c.c. alle s.r.l., ed affermando che l'art. 146 l.f. "prevede semplicemente che il curatore è legittimato a esercitare le azioni di responsabilità contro gli amministratori, i componenti degli organi di controllo, i direttori generali ed i liquidatori della società fallita. Sicchè il curatore può esercitare qualsiasi azione di responsabilità sia ammesso contro gli amministratori di qualsiasi società ...". Si aggiunge che, considerata la natura unitaria ed inscindibile dell'azione di responsabilità esercitata dal curatore "in favore della massa concorsuale" e "finalizzata al risultato di acquisire all'attivo fallimentare tutto

Il dubbio che si cela sullo sfondo e se quindi sia necessario superare il dettato normativo riconoscendo anche nelle S.r.l. un'azione diretta alla tutela dei creditori sociali a tal fine ricorrendo eventualmente ai rimedi di diritto civile dell'azione surrogatoria e della lesione aquiliana del credito, ovvero all'applicazione analogica dello stesso art. 2394 c.c. o, al contrario, prendere atto che la tutela accordata ai creditori sociali in ordine agli atti di gestione dipende dal tipo societario attraverso cui si eserciti l'impresa collettiva.

I sostenitori dell'azione surrogatoria¹³⁹ hanno sostenuto che il creditore, al fine di assicurare che siano soddisfatte le sue ragioni potrebbe esercitare i diritti e le azioni che spettano al proprio debitore e che costui trascura di esercitare in forza dell'art. 2900 c.c..

Il punto debole di questa teoria sta nel presupposto per agire in surrogatoria, ovvero l'inerzia del debitore, in quanto l'azione rimarrebbe paralizzata se l'assemblea deliberasse la rinuncia all'esercizio dell'azione o la transazione¹⁴⁰.

quanto sottratto per fatti imputabili agli amministratori” non rileva “il riferimento all’art. 2393 piuttosto che all’art. 2394 c.c. bensì i fatti che il curatore allega come generatori di responsabilità. E correttamente i giudici del merito a tali fatti si sono riferiti per definire i limiti della domanda proposta”. In questo senso Cass. civ. n. 17121 del 2010; Cass. civ. n. 9619 del 2009. Cfr. anche Trib. Verona 3 agosto 2012 in *Fallimento*, 2013, 344 ss.

¹³⁹ Favorevoli all'applicazione dell'azione surrogatoria *ex multis*: G. Ferri, *Manuale di diritto commerciale*, Torino 2006, 361 ss.; A. Gambino-Daniele U. Santosuosso, *Fondamenti di diritto commerciale*, II, *Società di capitali*, Torino, 2006, 287; F. Ciampi, *Novità della novella, per le azioni di responsabilità nelle S.r.l.*, in *Società*, 2006, 286; A. Graziani-G. Minervini-U. Belvisio, *Manuale di diritto commerciale*, Padova, 2004, 342.

¹⁴⁰ L'art. 2394 c.c. nel prevedere la possibilità della società di esercitare la rinuncia dell'azione stabilisce che siffatta rinuncia non è opponibile ai creditori sociali

L'art. 2394 c.c. nel prevedere la possibilità della società di esercitare la rinuncia dell'azione stabilisce infatti che la rinuncia all'azione non è opponibile ai creditori sociali. Inoltre se il creditore sociale riuscisse ad esercitare l'azione e a provare la *mala gestio* degli amministratori in giudizio dovrebbe comunque accontentarsi di una parte della somma complessiva disposta dal giudice, la quale andrebbe ad incrementare il patrimonio sociale e sulla quale si potrebbero rifarsi tutti i creditori danneggiati e non solo il creditore procedente.

L'altra soluzione proposta ¹⁴¹ - eredità di quel filone dottrinario e giurisprudenziale che riteneva extracontrattuale l'azione di cui all'art. 2394 c.c. -, riguarda la possibilità di far rientrare l'art. 2394 c.c. all'interno della categoria della lesione aquiliana del credito *ex art. 2043 c.c.* in modo tale da legittimare anche i creditori di S.r.l. a far valere nei confronti degli amministratori una responsabilità a carattere extracontrattuale per la lesione della legittima aspettativa alla prestazione loro dovuta dalla società.

Anche siffatta soluzione presenta delle criticità, in quanto si è obiettato che la lesione dei diritti dei creditori richiederebbe non una semplice diminuzione del

¹⁴¹ Propendono per l'applicazione agli amministratori di una responsabilità contrattuale *ex multis*: C. Bauco, *La responsabilità degli organi di amministrazione*, in *La nuova S.p.a. e la nuova S.r.l.: le novità della riforma e l'adeguamento agli statuti*, Milano, 2004, 383; Bonfatti Sido-Censoni Paolo F., *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2007, 388; M. Cassottana, *Responsabilità degli amministratori nella crisi di impresa*, in *Fallimento*, 2004, 298; B. Libonati, *Diritto commerciale, Impresa e società*, Milano, 2005, 476; L. Stanghellini, *Società a responsabilità limitata e procedure concorsuali*, in *Age*, 2003, 428.

patrimonio ma un totale prosciugamento o svuotamento della società tale da rendere temporaneamente o definitivamente impossibile l'adempimento da parte di questa delle proprie obbligazioni, pertanto in presenza di una mera diminuzione sarebbe molto difficile dimostrare il nesso di causalità fra il comportamento degli amministratori e l'inadempimento della società dal quale deriva il danno per i creditori¹⁴².

È evidente l'inefficacia dei rimedi di diritto civile generali fin qui esaminati in quanto non offrono una convincente alternativa all'articolo 2394 c.c. poiché generano strumenti di tutela dei creditori che risultano insufficienti poiché troppo generici per adattarsi alla società di capitali¹⁴³.

Invero, una soluzione intermedia riguarda la possibilità di ricostruire un principio normativo comune a tutte le società di capitali e che tenga conto della

¹⁴² In questo senso, anche se in riferimento al rapporto tra capogruppo e creditori della controllata, G. Scognamiglio, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, 150.

¹⁴³ In questo senso A. Cetra, *L'impresa collettiva non societaria*, Torino, 2003, 388.

Invero, ci si è affidati anche all'analogia al fine di estendere l'operatività dell'art. 2394 c.c. alle S.r.l.. Si veda *ex multis*: Trib. Napoli, 11 gennaio 2011, in *Le società*, 2011, 510; Trib. Milano 22 dicembre 2010, in *Le società* 2010, 757; Trib. Nola, 18 giugno 2009, in *Giur. mer.*, 2010, 706; Trib. Roma 17 dicembre 2008, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, 483; App. Napoli 28 giugno 2008, in *Giur. Mer.*, 2009, 2470. Contro il ricorso all'analogia: Trib. Milano 25 gennaio 2006, in *Le società*, 2007, 320.

Per ammettere l'ingresso nella S.r.l. dell'art. 2394 c.c. è necessario che vi sia la presenza di un vuoto normativo. Siffatta lacuna sembrerebbe essere manifesta dal disposto degli artt. 2485 e 2486 c.c., ove - in sede di liquidazione della società e nell'ottica della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale - si prevede espressamente la responsabilità degli amministratori nei confronti - anche - dei creditori sociali. Negare ai creditori di una s.r.l. operativa il rimedio dell'art. 2394 c.c. per concederlo ai creditori di una s.r.l. in liquidazione sarebbe incoerente. Un secondo rilievo nasce dall'esame della disciplina della responsabilità da attività di direzione e coordinamento. L'art. 2497 c.c. prevede la responsabilità della società che esercita l'attività di direzione e coordinamento nei confronti dei creditori della società diretta: sarebbe incongruo concedere da un lato a detti creditori la tutela risarcitoria contro la società che esercita la direzione e gli amministratori della stessa (e contro i suoi amministratori) e dall'altro lato negarla ai medesimi contro gli amministratori della società debitrice nel caso in cui questa sia una s.r.l..

volontà del legislatore di differenziare gli ambiti tipologici della S.p.a. e delle S.r.l.

Ebbene, sulla base di tale impostazione si è ritenuto possibile una ricostruzione della categoria della responsabilità in prossimità dello stato di insolvenza che non risulti ancorata al dato normativo di un solo tipo societario e nella fattispecie all'art. 2394 c.c. ma che faccia emergere un principio generale di diritto dell'impresa applicabile a tutte le società di capitali¹⁴⁴.

Questa linea interpretativa si basa sulla constatazione che anche nel tipo S.r.l. esiste una forma di tutela a favore dei creditori - seppur più limitata di quella prevista dall'art. 2394 – in quanto insistono sugli amministratori di siffatto tipo, tanto un obbligo di accertamento del verificarsi di una causa di scioglimento con i conseguenti adempimenti di cui all'art. 2484 c.c., quanto un dovere di gestire la società, dopo il verificarsi di tale causa, ai soli fini della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale ex art. 2486 c.c..

Sebbene siffatte norme sono collocate al di fuori del capo dedicato alle S.r.l. non sembra sussistere alcun dubbio circa la loro applicabilità anche alla società

¹⁴⁴ Sul punto si veda F. Brizzi, *Responsabilità gestorie*, op cit., 1063.

a responsabilità limitata poiché lo stesso art. 2484 c.c. estende la loro applicabilità alle S.r.l.¹⁴⁵

Il dovere di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale è sicuramente un aspetto del più generale dovere di agire informato proprio degli amministratori diligenti, tenuti a monitorare costantemente la situazione finanziaria della società soprattutto nelle situazioni di difficoltà economica, ponendo in essere tutte quelle cautele dirette a salvaguardare l'interesse dei creditori sociali, il che a fortiori si deve tradurre nel dovere di evitare una gestione rischiosa e imprudente.

Siffatta soluzione pur essendo potenzialmente valida per tutte le società di capitali offre una tutela limitata che non sembra in grado di esaurire lo spettro dei comportamenti doverosi imposti agli amministratori ai sensi dell'art. 2394 c.c., il quale a differenza dell'art. 2486 c.c. espande la sua portata all'intera vita societaria, non limitandosi alla sola fase di scioglimento¹⁴⁶.

È chiaro, quindi, che ogni tentativo proposto di colmare la lacuna normativa non appaia in grado di offrire una tutela completa simile a quella proposta dall'art. 2394 c.c. per le società per azioni.

¹⁴⁵ Cfr. S. Di Amato, Art. 2476, in AA. VV., *Società a responsabilità limitata*, in *La riforma del diritto societario*, Milano 2003, 216;

¹⁴⁶ Così M. Mozzarelli, op. cit., 166.

La mancanza di un simile rimedio a tutela dei creditori sociali determina, oltre ad un problema di tutela dei creditori sociali, degli effetti negativi per l'economia in generale.

Si è infatti giustamente sostenuto che se i creditori di una S.r.l. sono privati del rimedio risarcitorio nei confronti degli amministratori, essi saranno molto più restii ad erogare credito alla società o lo erogheranno a condizioni economiche molto più gravose¹⁴⁷.

Il problema della mancanza di una azione a tutela dei creditori di S.r.l. analoga a quella prevista per le S.p.a. – al quale la giurisprudenza maggioritaria ha cercato di ovviare estendendo anche ai creditori di S.r.l. l'azione prevista dall'art. 2394 c.c.¹⁴⁸ - è stato finalmente affrontato seriamente dal legislatore delegato¹⁴⁹, il quale con lo schema di disegno di legge delega recante la “*Delega al governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza*” ha previsto, tra l'altro, all'art. 13 l'applicabilità dell'art. 2394 c.c. alla società a responsabilità limitata. Una simile previsione porrà fine al lungo dibattito in dottrina e in giurisprudenza sulla estensione o meno dell'art. 2394 anche ai creditori di S.r.l..

¹⁴⁷ Così F. Raffaele, *Ubi nolit*, op cit., 145

¹⁴⁸ Cfr. not. 124

¹⁴⁹ Cfr. not. 99

6. Business judgment rule e prossimità dell'insolvenza

Giunti a questo punto, occorre verificare in che modo le scelte compiute dagli amministratori in prossimità dello stato di insolvenza possono essere sindacate *ex post* in sede giudiziaria.

Il problema si pone in quanto è ormai consolidato in dottrina e giurisprudenza il principio in base al quale gli amministratori non sono responsabili per l'insuccesso della gestione dell'attività imprenditoriale in virtù della regola di origine statunitense della *business judgment rule*¹⁵⁰.

Qual'è lo spazio riservato all'applicazione di siffatta regola nel campo delle scelte in situazioni di prossimità dell'insolvenza?

Sul punto sembra potersi distinguere due orientamenti contrapposti: c'è chi ritiene l'applicabilità della *business judgment rule* anche in tale ipotesi e c'è chi, al contrario, è favorevole ad una maggiore estensione del sindacato giudiziario alle scelte effettuate in situazione di crisi societaria.

¹⁵⁰ I principi normativi sottesi alla *business judgement rule* sono generalmente accolti dalla totalità dei Paesi c.d. avanzati i quali, seppur in assenza di espresse previsioni in tal senso, non stabiliscono alcuna responsabilità per gli errori di gestione, con conseguente affermazione del descritto potere di amministrazione discrezionale della società. Eccezione alla generale tendenza legislativa a non "formalizzare" questa regola per mezzo di disposizioni espresse è rappresentata dall'ordinamento tedesco, nel quale dal 2005 la *business judgement rule* è prevista dal § 93/1 *AktG*. Questa previsione, nello specifico, stabilisce che gli amministratori non sono responsabili nel caso in cui abbiano assunto una decisione imprenditoriale ragionevolmente, sulla base di adeguate informazioni e, comunque, al fine unico di garantire il benessere della società.

Anche la gestione della fase di crisi presuppone l'esercizio di un potere valutativo: si pensi ad esempio alla scelta di evitare di sottoporre la società ad una procedura concorsuale e di adottare l'uno o l'altro dei percorsi di composizione negoziale della crisi. Il problema è di fondamentale importanza in quanto nel nostro ordinamento la crisi di impresa non impone agli amministratori una unica soluzione ma offre una vasta gamma di rimedi.

Invero, se le scelte imprenditoriali risultano insindacabili come nel caso in cui l'amministratore debba scegliere se compiere o non compiere un determinato investimento, diverso è il caso in cui la scelta sia idonea a pregiudicare l'equilibrio finanziario determinando uno stato di crisi o di insolvenza.

La ratio della *business judgment rule* è difficilmente contestabile: sulla scorta del motto *judges are not businessmen*, il giudice non può valutare il merito delle scelte imprenditoriali, poiché vi è il rischio che una eccessiva responsabilizzazione degli amministratori possa condurre costoro ad una gestione cauta e prudente che non corrisponda né agli interessi dei soci né agli interessi dei creditori¹⁵¹, dall'altro si vuole tutelare il principio della discrezionalità imprenditoriale espressione a sua volta della libertà di iniziativa

¹⁵¹ È possibile comunque che, sia una politica d'impresa prudente quanto una particolarmente ardita, possono essere indifferentemente destinate al successo o all'insuccesso, in taluni casi salvandosi solo le imprese più caute e in altri quelle più coraggiose ed innovatrici.

economica. Al riguardo si è giustamente ritenuto che “*the risk of legal error associated with aggressive enforcing the duty of care would inevitably lead corporate decision-makers to prefer safe projects with lower returns over risky projects with higher expected returns*”¹⁵².

È ovvio che l’insindacabilità del merito¹⁵³ presuppone che comunque non sia stato violato dall’amministratore il dovere di diligenza *ex art. 2392 c.c.*¹⁵⁴ e che la decisione non sia irrazionale rispetto alla specifica situazione concreta¹⁵⁵. Solo dopo tale vaglio, la scelta che si è rilevata dannosa potrà ascrivarsi nell’ambito delle scelte legittime o illegittime. L’assolvimento del dovere di diligenza escluderà quindi la responsabilità del gestore per i danni arrecati al patrimonio sociale.

Si può ritenere quindi che l’ordinamento “perdona agli amministratori gli errori commessi nell’esercizio diligente dei loro poteri discrezionali, anche se si tratta di errori gravi ed evitabili da altri amministratori più competenti e capaci; non

¹⁵²Enriques-Hansmann-Kraakman, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, op. cit., 79

¹⁵³ L’insindacabilità delle scelte di gestione sembrerebbe subire un temperamento in determinate pronunce della giurisprudenza, quando l’errore nella gestione derivi da scelte del tutto irrazionale o sia frutto di errori macroscopici. Cfr., Trib. Napoli 3 febbraio 1998, in *Dir Giur.* 1999, 430; Trib. Milano, 28 marzo 1985, in *Foro it.*, 1986, 256 ss..

¹⁵⁴ Tale dovere è stabilito dall’art. 1176 c.c. come parametro di valutazione dell’adempimento delle obbligazione e dall’art. 2392 c.c. come parametro di valutazione dell’adempimento dei doveri imposti agli amministratori dalla legge e dallo statuto.

¹⁵⁵ Irrazionale, in questo senso, sembrerebbe significare che la decisione non può trovare alcuna spiegazione coerente, in questo senso F. Ghezzi, *I doveri fiduciari degli amministratori nei Principles of Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 1996, 506 e ss.;

perdona, invece, ed impone il risarcimento di quei danni che gli amministratori abbiano causato per negligenza o per aver agito in conflitto d'interessi con la società¹⁵⁶.

Il grado di diligenza adoperato dagli amministratori si misura in base al dovere degli amministratori di assumere tutte le informazioni necessarie per esprimere una decisione ponderata¹⁵⁷. È questo l'orientamento della giurisprudenza italiana¹⁵⁸ in linea con quella statunitense¹⁵⁹.

Ciò che viene sindacato è il *decision making process*, ovvero le modalità attraverso le quali l'amministratore giunge a quella determinata decisione e non la scelta in sé.

L'accertamento in sede giudiziaria della violazione del dovere di assumere tutte le informazioni disponibili impedisce all'amministratore di avvalersi della protezione offerta dalla *business judgment rule*.

Ci si chiede, tuttavia, se la crisi - che, come più volte evidenziato, possiede un'intrinseca capacità di alterare i rapporti fra *stakeholders* e,

¹⁵⁶ Così F. Bonelli, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 4, Torino, 1991, p. 323 e ss.;

¹⁵⁷ L'art. 2381 comma 6 c.c. prevede espressamente l'obbligo in capo agli amministratori di agire in modo informato.

¹⁵⁸ *Ex multis* Cass., 27 dicembre 2013, n. 28669, in *Giur. It.*, 2014, 2208 ss.; Cass., 12 febbraio 2013, n. 3409, in *Mass. Foro It.*, 2013, 109; Cass., 12 agosto 2009, n. 18231, in *Danno e resp.*, 2009, 1033.

¹⁵⁹ *Il leading case* può essere individuata nella celebre caso *Smith v. Van Gorkom*, della Suprema Corte del Delaware. In tale caso si ritenne che il *quantum* di informazioni acquisite era carente ai fini di una valutazione corretta e consapevole della scelta imprenditoriale. Si veda not. 46.

conseguentemente, modificare le esigenze di tutela alle quali deve rispondere il diritto societario - possa influire in qualche modo in riferimento alla descritta libertà gestionale. La questione, quindi, riguarda l'eventualità che la discrezionalità degli amministratori risulti ridotta e vincolata al raggiungimento di una qualche finalità imposta, anche indirettamente, dall'ordinamento in presenza di una condizione di crisi.

Appare ragionevole ritenere che le conclusioni su esposte possono essere trasferite anche alle decisioni prese dagli amministratori in situazioni di prossimità dell'insolvenza in quanto il dovere di agire in modo informato costituisce una previsione a carattere generale applicabile anche in simili contesti. Ne segue che la declaratoria di responsabilità non potrà che fondarsi sulla previa acquisizione di apposite informazioni da parte dell'amministratore¹⁶⁰.

¹⁶⁰ In questo senso F. Brizzi, *Doveri degli amministratori*, op cit. 371 ss., il quale ritiene, inoltre, in *La mala gestio degli amministratori in prossimità dello stato di insolvenza e le quantificazioni del danno risarcibile*, in *Giustizia civile*, 2009, 2452, che in situazioni di prossimità dell'insolvenza, il giudizio di conformità della gestione dell'impresa al criterio della diligenza professionale sembra delinearsi con maggiore precisione, implicando infatti una valutazione circa la ragionevolezza delle scelte compiute dall'amministratore in funzione dei creditori sociali che più degli altri possano subire conseguenze pregiudizievoli in una situazione di prossimità dell'insolvenza. Se ne desume che nel giudizio di responsabilità degli amministratori giochi un ruolo decisivo la mancata considerazione degli interessi dei creditori. Nello stesso senso A. Mazzoni, *La responsabilità gestoria*, op cit., 834 ss., il quale in particolare osserva che il venir meno della prospettiva della continuità aziendale, incida anche sulla possibilità di continuare ad invocare *l'honest business judgment rule* a sostegno di scelte che, in carenza di una prospettiva di continuità aziendale, comportino un *moral hazard* assunto nell'interesse esclusivo o preminente dei detentori di capitale.

Quindi, con riferimento al sindacato su decisioni pregiudizievoli che abbiano determinato il passaggio da uno stato di normalità a uno stato di crisi o nelle ipotesi più gravi l'insolvenza, in linea di prima approssimazione, gli amministratori andrebbero esenti da responsabilità laddove questi ultimi nel pieno rispetto del principio di diligenza e corretta gestione abbiano preso tutte quelle informazioni tali da poter addivenire ad una decisione ponderata e razionale.

Ritengo, comunque che, nel momento in cui l'amministratore debba ricorrere agli strumenti di prevenzione o di disciplina della crisi, l'interesse dei creditori emerge come un limite alla sua discrezionalità e la conservazione dell'impresa si configura come interesse al mantenimento dello scopo lucrativo, ma nel limite di una migliore protezione degli interessi dei creditori.

Nella fattispecie concreta appare interessante verificare il criterio di accertamento della responsabilità per la violazione del dovere di rilevare situazioni di incertezza circa la continuità aziendale, la cui mancanza come detto ampiamente *supra* determina l'inizio di una attività gestoria volta alla tutela preminente del ceto creditorio¹⁶¹.

¹⁶¹ Si è ritenuto che gestire nella prospettiva della continuità aziendale è un comportamento doveroso che discende essenzialmente dal principio generale di corretta gestione imprenditoriale di cui all'art. 2497 c.c. previsto per chi esercita attività di direzione e coordinamento su un'altra società ma estendibile, in quanto regola a carattere generale, anche al di fuori di una fattispecie di gruppo. Secondo questa interpretazione si dovranno tenere conformi a corretta gestione imprenditoriale le decisioni che il gestore assuma con *honest business*

Il giudizio sulla prospettiva della continuità aziendale ha sicuramente natura tecnico contabile in quanto è necessario che venga esercitato in modo conforme agli *standards* e protocolli professionali accettati e riconosciuti dalle associazioni di categoria¹⁶². Pertanto, l'autorità giudiziaria ai fini di una declaratoria di responsabilità dovrà innanzitutto verificare se l'amministratore abbia fatto utilizzo di questi protocolli in adempimento del dovere di agire in modo informato e si sia dotato di sistemi adeguati di rilevazione dei sintomi dell'approssimarsi della crisi di impresa che è esplicitazione in chiave organizzativa del dovere di agire in modo informato¹⁶³.

In sostanza l'accertamento della sussistenza della continuità aziendale non pare soggetto alla comune discrezionalità imprenditoriale ma ad una discrezionalità di natura tecnica e come tale sindacabile *ex post*.

L'osservanza da parte dell'organo di gestione dei doveri su menzionati permette di discernere le ipotesi di crisi di impresa imprevedibili e generate da fattori eccezionali ed esterni all'impresa da quelli che potevano essere previsti se fossero stati predisposti idonei assetti organizzativi e idonee procedure di monitoraggio della situazione patrimoniale economica e finanziaria in relazione

judgment rule nella prospettiva della continuità aziendale. Sul punto si veda ampiamente A. Mazzoni, *La responsabilità gestoria*, op cit., 829 ss.

¹⁶² Documento del consiglio nazionale dei dottori commercialisti e dei ragionieri n. 570-2007.

¹⁶³ Così F. Brizzi, *Doveri degli amministratori*, op cit., 395

ai quali gli amministratori sono tenuti ad esprimere le loro valutazione nella relazione di gestione *ex art. 2428 c.c.* e nella nota integrativa *ex art 2427 c.c.*¹⁶⁴. Quindi, un giudizio di responsabilità potrà basarsi, tra l'altro, sull'assenza o inadeguatezza degli assetti organizzativi che non permettono di cogliere con tempestività i segnali di crisi.

L'insorgere di tale dovere non può essere limitato al momento della redazione del bilancio di esercizio¹⁶⁵ ma deve riguardare tutta la fase della vita societaria. L'obbligo continuo di monitoraggio della situazione patrimoniale economica e finanziaria al fine di controllare la sussistenza della continuità aziendale implica che la società debba dotarsi di assetti idonei a fornire tutti gli elementi significativi sulla capacità della società di continuare la propria operatività in futuro in modo tale che vengano adottate tutte le iniziative per far fronte ad una situazione di crisi.

È allora necessario che gli assetti organizzativi e i sistemi di controllo siano adeguati ad una efficace, completa, tempestiva e puntuale rilevazione dei

¹⁶⁴ I fattori che mettono in dubbio la prospettiva della continuità aziendale devono essere tempestivamente avvertiti accertati ed illustrati dagli amministratori individuando i rimedi più opportuni - a ciò sollecitati dall'organo di controllo il quale, se nello svolgimento delle sue funzioni di vigilanza rileva la sussistenza di fatti idonei a pregiudicare la continuità aziendale sollecita gli amministratori - e darne conto nella relazione sulla gestione il quale deve contenere un'analisi fedele equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione nonché una descrizione dei principali rischi ed incertezze cui la società è esposta.

¹⁶⁵ Agli amministratori è richiesto, prima di procedere alla redazione del bilancio di esercizio, l'accertamento circa la permanente utilizzabilità del *going concern*, e dunque dell'idoneità dell'impresa a svolgere la sua normale attività almeno durante l'esercizio successivo.

segnali di pre-crisi e di crisi. Segnali che dovrebbero essere codificati sia sotto il profilo tipologico (industriali, finanziari etc.), sia sotto il qualitativo (tensione finanziaria, crisi reversibile etc.)¹⁶⁶.

Un ruolo centrale assumono i segnali premonitori, ovvero i sintomi di tensione finanziaria che possono essere indicatori di crisi finanziarie a carattere temporaneo. Poter cogliere tempestivamente questi primi sintomi permette di agire in una fase in cui è possibile un riequilibrio finanziario senza conseguenze patrimoniali di rilievo.

Sull'esigenza e l'importanza di una assetto in grado di cogliere i primi sintomi della crisi si è pronunciata anche la "Commissione Rordorf" per la riforma delle procedure concorsuali¹⁶⁷, la quale oltre a prevedere procedure di allerta di natura non giudiziale ma confidenziale finalizzata a incentivare l'emersione anticipata della crisi ha raccomandato, con l'art. 13 del disegno di legge delega, la modifica del codice civile al fine di prevedere espressamente il dovere dell'imprenditore e degli organi sociali di istituire assetti organizzativi adeguati per la rilevazione tempestiva della crisi e della perdita di continuità aziendale,

¹⁶⁶ La dottrina aziendalistica ha messo in luce come nel concetto generale di crisi aziendale, possono riconoscersi diversi stati (debolezza economico finanziaria, tensione nei flussi di cassa, crisi reddituale, crisi patrimoniale finanziaria) e diverse manifestazioni (crisi temporanea, crisi stabile ma reversibile e dissesto irreversibile). Crisi che inoltre può essere economica, per inefficienze gestionali, rigidità delle strutture produttive, carenza di programmazione, oppure finanziaria-patrimoniale per eccesso di debiti, squilibrio delle fonti di finanziamento etc

¹⁶⁷ Si veda not. 99.

nonché di attivarsi per l'adozione tempestiva di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale.

Alla predisposizione di siffatto assetto societario si aggiunge l'obbligo da parte degli organi di controllo societari, del revisore contabile e le società di revisione di avvisare immediatamente l'organo amministrativo della società dell'esistenza di fondati indizi della crisi e, in caso di omessa o inadeguata risposta, di informare direttamente l'organismo di composizione della crisi (articolo 4, comma i, lettera f)¹⁶⁸. Il richiamo all'obbligo di avvisare immediatamente l'organo amministrativo della società posto a carico degli organi di controllo societari, sottintende la probabile introduzione di una forma aggiuntiva di responsabilità a carico di tali soggetti nei casi in cui non adempiano a tale funzione.

¹⁶⁸ L'obbligo di avvisare immediatamente l'organo amministrativo si aggiunge ai già previsti obblighi di vigilanza attribuiti al collegio sindacale dall'art. 2403 c.c. e ss. che, tra l'altro, prevedono il controllo sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo e contabile della società e comunque in genere un potere di vigilanza sugli atti di gestione e sulle loro conseguenze sull'andamento della vita sociale. Insomma non può negarsi che al collegio sindacale siano attribuiti poteri di vigilanza che consentono di cogliere in ogni momento la situazione economico finanziaria e patrimoniale della società e ovviamente le prospettive di continuità aziendale anche se invero in occasione della crisi sistemica che si sta vivendo da più parti si rileva la insufficienza dei controlli di siffatto organo. Quando emergono dati problematici che mettono in dubbio la continuità produttiva, il collegio sindacale dovrà segnalare all'organo di gestione (con il progetto di riforma Rordorf è stato previsto un vero e proprio obbligo di segnalazione) la situazione di crisi invitandolo ad assumere le iniziative del caso. Lo stesso discorso vale per il revisore contabile che essendo più a diretto contatto con i dati contabili lo stesso potrebbe, anche prima del collegio sindacale e degli amministratori, cogliere le prime avvisaglie di crisi. Egli infatti in forza dell'art. 2409 *ter* c.c. verifica nel corso dell'esercizio e con periodicità almeno trimestrale, la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione nelle scritture contabili dei fatti di gestione.

L'imposizione di procedure di allerta, accompagnate da incentivi premiali a favore degli imprenditori che le adottino e sanzionatorie per quelli che le ostacolano, e la previsione di obblighi di informazione a carico di determinati soggetti può sicuramente aiutare a scongiurare ciò di che frequente accade nella prassi: ovvero, che l'organizzazione amministrativa, contabile e gestionale presenti carenze tali da non essere in grado di cogliere tempestivamente fenomeni degenerativi o che l'organizzazione li colga ma non li trasmetta all'organo amministrativo; che l'organo sia consapevole di una situazione che esige un intervento straordinario ma non lo adotti al fine di nascondere la realtà, anche eventualmente nella speranza di evitare che emergano proprie responsabilità¹⁶⁹.

La diagnosi delle prime tensioni finanziarie è dunque tappa essenziale per adottare delle soluzioni operative adeguate e, affinché ciò sia possibile è necessario che il sistema di controllo interno e in genere l'assetto organizzativo veda un efficace regolamentazione procedurale ed un efficace verifica di corretto funzionamento.

¹⁶⁹ In questo senso M. Sandulli, *I controlli delle società come strumenti di tempestiva rilevazione della crisi d'impresa*, In *fallimento*, 2009, 1100; sul punto si veda anche R. Rordorf, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Le società*, 2013, 669 ss.

7. Conclusioni

Le differenti scelte di regolamentazione, da una parte inclini alla predefinitone della regola in funzione di una tutela anticipata *ex ante*, dall'altra volte a dare maggiore spazio al comportamento dell'agente stesso senza stringenti richiami normativi e che si concretizzano nella responsabilizzazione di soggetti che, con la loro attività, possono cagionare danno alle pretese creditorie (tutela *ex post*), - che si traducono a sua volta nella dicotomia tra *rules* e *standard* - richiedono una ulteriore riflessione sulla effettiva capacità delle diverse scelte normative di assicurare la migliore salvaguardia delle pretese di ogni classe di creditori già in una fase di prossimità della crisi. I rimedi *ex post*, - utilizzati dalla maggior parte dei Paesi anglosassoni- che non fissano delle regole già al momento della costituzione della società a garanzia dei creditori (come la regola sul capitale sociale), ma forme di responsabilità per violazione di specifici *duties*, implicano il problema di quando far scattare la tutela: cioè quando si verifica l'insolvenza oppure prima quando la società è in prossimità dell'insolvenza.

È fuor dubbio che la previsione di strumenti a favore dei creditori nella zona *near insolvency* consentirebbe di garantire una maggiore tutela dei loro interessi

già in una fase cosiddetta crepuscolare e non pertanto scevra da operazioni altamente rischiose dei *directors*.

Il sistema giuridico americano come dimostrato in questo lavoro difetta di una effettiva tutela del ceto creditorio in questa fase particolare della vita societaria caratterizzata da una accentuazione delle condotte opportunistiche da parte dei *manager*. Ne è un esempio la mancanza, sia di una specifica azione dei creditori simile a quella prevista nel nostro ordinamento dall'art. 2394 c.c., idonea ad estendere la sua portata anche alla fase di prossimità della crisi, sia la regola del capitale sociale come forma di garanzia per i creditori aggiuntiva alle forme di tutela *ex post*.

Tali mancanze – che si inseriscono in una più ampia tendenza particolarmente marcata negli Stati Uniti, ma che, sia pure in misura diversa, caratterizza la generalità dei paesi capitalistici avanzati, diretta a privilegiare l'interesse dei fornitori di capitale di rischio rispetto ai fornitori di capitale di debito - rendono il nostro sistema legislativo (e in genere, con le dovute differenze, i sistemi europei) più garantista delle ragioni dei creditori rispetto a quello statunitense. Si è visto che i rimedi alternativi elaborati dall'esperienza d'oltreoceano come le varie forme di tutela contrattuale (*financial covenants*), tali da sopperire ad

una mancanza effettiva di tutela dei creditori, siano inidonei a tutelare l'intero ceto creditorio.

Infatti, lasciando ai creditori l'onere di attivarsi autonomamente nella ricerca di protezione dai comportamenti opportunistici degli azionisti, attraverso strumenti contrattuali che definiscano concretamente, *case by case*, modalità di tutela e grado di protezione del credito vi è il rischio di una sperequazione fra creditori forti, da un lato, e creditori deboli e/o involontari dall'altro, determinando un maggiore vantaggio nei confronti di quei creditori che hanno la possibilità di contrattare le condizioni cui erogano credito.

Nell'ordinamento nordamericano mancano regole anticipatorie specifiche in grado di tutelare adeguatamente tutto il ceto creditorio o che mettono a disposizione dei creditori specifici e autonomi rimedi civilistici da azionare nel momento in cui ritengono che le proprie ragioni siano state pregiudicate dal comportamento degli amministratori e che si verificano principalmente nel momento in cui la società entra in una fase patologica. I recenti arresti giurisprudenziali che hanno definitivamente disconosciuto l'estensione dei doveri fiduciari degli amministratori nella fase di *vicinity of insolvency* confermano questo *trend*.

Si è visto invece che nel sistema italiano e in genere in quello europeo i creditori trovano nella legge prima ancora che nei contratti la loro fonte di tutela.

Ma anche all'interno dei sistemi europei è possibile distinguere i vari sistemi legali a seconda del momento di emersione di doveri qualificati degli amministratori di tener conto degli interessi dei creditori. In Italia come anche in Inghilterra i doveri di protezione sorgono già in una fase di prossimità all'insolvenza. Così nell'ordinamento inglese vi sono specifiche disposizioni a tutela dei creditori già prima del verificarsi dello stato di insolvenza. La sect. 214 dell'*Insolvency Act*. affida la protezione dei creditori all'istituto del *wrongful trading*, cui sono sottoposti gli amministratori nel caso in cui nella *insolvent liquidation* risulti che questi, nonostante conoscevano o avrebbero dovuto conoscere secondo la diligenza professionale che non sussisteva nessuna prospettiva di evitare la procedura concorsuale, non hanno adoperato nessuna precauzione per minimizzare i danni ai creditori. Tuttavia anche se questi doveri sorgono in una fase di *vicinity of insolvency*, i creditori non possono promuovere alcuna azione contro gli amministratori finché non venga formalmente aperta una procedura concorsuale. Si tratta di un elemento che differenzia il nostro ordinamento anche rispetto al sistema inglese, ove in astratto i creditori possono

agire nei confronti degli amministratori di una società non ancora dichiarata fallita.

Nel sistema tedesco – nel quale, al contrario, viene sancito l’obbligo degli amministratori di chiedere la dichiarazione di fallimento entro tre settimane dal verificarsi dei presupposti oggettivi per l’apertura della procedura concorsuale, ovvero l’incapacità di pagare i debiti (*Zahlungsunfähigkeit*, §§ 17 e 18, *InsO*) e l’eccessivo indebitamento (*Überschuldung*, § 19, *InsO*), le responsabilità per gli amministratori sorgono solo quando la società è in stato di insolvenza o eccessivo indebitamento, ovvero in una fase avanzata di crisi in cui le possibilità di salvataggio sono più che remote.

Tali considerazioni, anche in una prospettiva *de iure condendo*, alla luce di quanto previsto nel disegno di legge delega frutto della Commissione di riforma del diritto concorsuale, inducono a ritenere maggiormente garantista, quanto meno a livelli generali, un sistema che non solo sia capace di farsi carico di un livello di tutela minimale nei confronti di tutte le categorie di creditori, ma che anticipa anche tale tutela già in una fase di prossimità dell’insolvenza, rispetto a sistemi che non prevedono nessuna forma di tutela o la prevedono solo in una fase avanzata della crisi.

Indice delle opere citate

- Abbadessa P., *La gestione dell'impresa nelle società per azioni*, Milano, 1974
- Ambrosini S., *Le azioni di responsabilità*, in *Fallimento*, in *Trattato di diritto commerciale*, XI, 2, Padova, 2009
- Angelici C., *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. Soc.* 2007
- Armour-Hertig-Kanda, *The Anatomy of corporate law*, Oxford University Press, 2004
- Bainbridge S. M., *Corporate law and economics*, Foundation Press, New York, 2002
- Bauco C., *La responsabilità degli organi di amministrazione*, in *La nuova S.p.a. e la nuova S.r.l.: le novità della riforma e l'adeguamento agli statuti*, Milano, 2004
- Blandini A., *Il capitale sociale oggi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2006
- Bonelli F., Art. 146 l. fall.: *l'azione di responsabilità del curatore contro gli amministratori di spa fallite*, in *G. Comm.*, 1982
- Bonelli F., *Natura giuridica delle azioni di responsabilità contro gli amministratori di società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1982
- Bonelli F., *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 4, Torino, 1991
- Bonfatti Sido-Censoni Paolo F., *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2007
- Bratton W.W., *Bond Covenants and Creditor Protection: Economic and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, Ebor, 2006
- Brizzi F., *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008
- Brizzi F., *La mala gestio degli amministratori in prossimità dello stato di insolvenza e le quantificazioni del danno risarcibile*, in *Giustizia civile*, 2009
- Brizzi F., *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015
- Brudney-Clark, *A New Look at Corporate Opportunities*, in *Harv. Law rev.*, v. 94, 1981

- Buta M. G., *Tutela dei creditori e responsabilità gestoria nell'approssimarsi dell'insolvenza: prime riflessioni*, in *Società Banche crisi d'impresa*, 2013
- Cary W. L., *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, in *Yale L. Rev.*, 1974, 88
- Cassanotta M., *La responsabilità degli amministratori e sindaci nel fallimento delle società*, in *Le procedure concorsuali*, in *Trattato*, diretto da G. Ragusa Maggiore e C. Costa, III, Torino, 1997
- Cassottana M., *Responsabilità degli amministratori nella crisi di impresa*, in *Fallimento*, 2004
- Castronovo C., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 1997
- Cetra A., *L'impresa collettiva non societaria*, Torino, 2003
- Cheffin B. R., *Company law: teory, structure and operation*, Oxford, 1997
- Ciampi F., *Novità della novella, per le azioni di responsabilità nelle S.r.l.*, in *Società*, 2006
- Davies P., *Directors' Creditor regarding duties in respect of trading decisions taken in the vicinity of insolvency*, in *The Law Economics of Creditor protection*, , Asser Press, 2008
- Denozza F., *Different policies for corporate creditor protection*, in *EBOR*, 2006
- Di Amato S., *L'azione di responsabilità ex art 146 legge fallimentare alle soglie della riforma della diritto societario*, in *Dir. fall.*, 2003
- Di Amato S., *Le azioni di responsabilità nella nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Giur. Comm.*, 2003
- Di Amato S., Art. 2476, in AA. VV., *Società a responsabilità limitata*, in *La riforma del diritto societario*, Milano 2003
- Di Sabato F., *Il capitale sociale oggi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2006
- Di Sabato F., *Diritto delle società*, Milano 2005
- Easterbrook-Fishel, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press., 1991
- Eisenbergh M. A., *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto Americano*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, 617 (Traduzione delle conferenze tenute nell'Università Statale di Milano il 25 e 26 febbraio 1992)
- Enriques L. e Macey J., *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell L. rev.*, 2001
- Enrique-Hansmann-Kraakmam. *The basic governance structure: the interest of shareholders as a class*, in *the anatomy of corporate law*, Oxford Press, 2009
- Ferrara F. Jr.- A. Borgioli, *Il fallimento*, Milano, 1995

- Ferrara F. Jr. – Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Milano 2006
- Ferri G., *Le società*, in *Trattato di diritto italiano*, Torino 1987
- Ferri G., *Manuale di diritto commerciale*, Torino 2006
- Ferri G. Jr., *Impresa in crisi e garanzia patrimoniale*, in Aa. Vv., *Diritto fallimentare manuale breve*, Milano 2008
- Ferri G jr., in *Diritto Fallimentare, Manuale Breve*, Milano, 2008
- Forum Europaeum sul diritto dei gruppi di società, *Un diritto dei gruppi di società per l'Europa*, in *Riv. soc.*, 2001
- Franzoni M., *Amministratori e sindaci*, in *Le società, Trattato*, Torino 2002
- Gambino A. - Santosuosso Daniele U., *Fondamenti di diritto commerciale, II, Società di capitali*, Torino, 2006
- Ghezzi F., *I doveri fiduciari degli amministratori nei Principles of Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 1996
- Glassman-Davis, *Are you in the vicinity of insolvency? Serving more than one master in The Americas Restructuring and Insolvency Guide 2004/2005* in http://www.bayardlaw.com/wp-content/uploads/2012/04/insolvency_glassman-davis.pdf
- Graziani A. - Minervini G. - Belvisio U., *Manuale di diritto commerciale*, Padova, 2004
- Hanks J. J. Jr, *Evaluating recent state legislation on director and officer liability limitation and indemnification*, in *Bus. Law*, v.43, 1988
- Hansen C., *The duty of care, the business judgment rule, and the american law institute Corporate Governance Project*, in *Bus. Law*, v.48, 1993
- Hirt Hans C., *The Wrongful Trading Remedy in UK Law: Classification, Application and Practical Significance*, in EBOR, 2004
- Jorio A., *Le crisi di impresa. Il fallimento*, Milano 2000
- Kalss-Adensamer-Oelkers, *Directors duties in the vicinity of insolvency, a comparative analysis with reports from Germany, Austria, Belgium, Denmark, England, Finland, France, Italy, the Netherlands, Norway, Spain and Sweden*, in *European Company and Financial Law Review*, Dalloz, 2006
- Keay A., in *Company directors' responsibilities to creditors*, Routledge-Cavendish, 2007
- Keay A., *A Theoretical Analysis of the Director's Duty to Consider Creditor Interests: The Progressive School's Approach*, in *J. Corp. L. St.*, 2004

- Kraakman R., *Concluding remarks on creditor protection*, in *The law and economics of creditor protection*, Asser Press, 2008
- Libonati B., *Creditori sociali e responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2007
- Libonati B., *Diritto commerciale, Impresa e società*, Milano, 2005
- Manning B. - Hanks J.J. jr., *Legal Capital*, New York, 1990
- Mazzoni A., *La responsabilità gestoria per esercizio scorretto dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in *Liber amicorum Antonio Piras*, 2010
- Mazzoni A., *Capitale sociale indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi*, Milano, 2007
- Minervini G., *Gli Amministratori di società per azioni*, Milano 1956
- Miola M., *I doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Vicende dell'impresa e tutela dei lavoratori nella crisi dell'Alitalia*, Napoli, 2010
- Miola M., *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Commento per articoli*, Torino, 2014
- Miola M., *La tutela dei creditori e il capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2012
- Miola M., *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005
- Miola M., *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi*, Milano, 2007
- Montalenti P., in *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011
- Mozzarelli M., *Business Covenants e governo della società finanziata*, Milano 2013
- Nicolson B., *Recent Delaware Case Law Re: Director's duties to bondholders*, 19 Del. J. Corp. L. 573, 1994
- Nigro A., *Le società per azioni nelle procedure concorsuali*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993
- Paciello A., *La Funzione normativa del capitale nominale*, in *Riv. dir. soc.*, 2010
- Palmiter A. - Partnoy F., *Corporation a contemporary approach*, 2010

Peterson C.A. - Hawker N.W., *Does corporate matter? Legal capital restrictions on stock distributions*, in *Aknor Law Rev.*, 1998

Raffaele F., *Ubi Noluit, tacuit? Non illius oblitus est! Conferme in tema di applicabilità analogica dell'art. 2394 c.c. al caso di responsabilità degli amministratori verso I creditori di S.r.l.*, (nota a Trib. Milano, 18 gennaio 2011, n. 501), in *Rivista di Diritto Commerciale*, 2012

Raffaele F., in *Fiduciary duties degli amministratori nei confronti dei creditori nella fase della preinsolvenza: l'epilogo di una storia controversa*. In <http://static.luiss.it/siti/media/1/20090630-fiduciary-duties-raffaele.pdf>.

Ragusa-Maggiore, *La responsabilità individuale degli amministratori*, Milano, 1969

Rordorf R., *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Le società*, 2013

Rordorf R., *Azione di responsabilità, concordato preventivo e amministrazione controllata*, in *Società*, 1995

Sandulli, M. *I controlli delle società come strumenti di tempestiva rilevazione della crisi d'impresa*, In *fallimento*, 2009

Scognamiglio G., *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996

Solomon L. D. e Palmiter A.R., *Corporation*, 1999

Spindler G., in *The law and economics of creditor protection*, Asser Press, 2008

Stanghellini L., *Le crisi di impresa tra diritto ed economia, le procedure di insolvenza*, Bologna 2007

Stanghellini L., *Società a responsabilità limitata e procedure concorsuali*, in *Age*, 2003

Stilson C., *Reexamining the fiduciary paradigm at corporate insolvency and dissolution: defining director's duties to creditor*, in *Deleware Journal of Corporate Law*, 1995

Strampelli G., *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012

Strampelli L., *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012

Tombari U., *Principi e problemi di diritto societario della crisi*, in *Riv. soc.* 2013

Vassalli F., *Responsabilità di impresa e potere di amministrazione nelle società personali*, Milano 1973

Zoppini A., *Emergenza della crisi e interesse sociale, (spunti sulla teoria dell'emerging insolvency)* in http://www.juscivile.it/contributi/2014/04_%20Zoppini.pdf

Indice della giurisprudenza

Stati Uniti

Wood v. Dummer, 30 F. Cas. 435, 436–37, No. 17944, (C.C.D. Me. 1824)

Dodge v. Ford Motor Co. 170 NW 668 (Mich 1919)

Oil Co v Omar Oil & Gas Co, 120 A. 852 (Del. 1923)

Bovay v. H M Byllesby & Co., 38 A.2d 808 (Del. 1944)

Gottlieb v. Heyden Chemical Corp. 91 A.2d 57, (Del. 1952)

Selheimer v. Manganese Corp. of America, 224 A.2d 634 (Pa. 1966)

Kelly v. Bell., 254 A.2d 62 (Del. 1969)

Harff v. Kerkorian, 324 A.2d 215 (Del. 1975)

In re Investors Funding Corporation of New York Securities Litigation, 523 F. Supp. 533, 539, Fed Sec. L. Rep. (CCH) P97696 (S.D. N.Y. 1980)

Shacht v. Brown, 711 F.2d 1243, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P99160 (7 Cir. 1983)

Amons v. Lewis, 473 A.2d 805 , 812 (Del. 1984)

Norlin Corp. v. Rooney Pace Inc., 744 F.2d 255, 266 (2d Cir. 1984)

Aronson v. Lewis 473 A.2d 805 812 (Del. 1984)

Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1989)

Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corp., No. Civ. A. 12150, 1991 WL 277613 (Del. 1991)

Official Comm. of Unsecured Creditors v. Reliance Capital Group, Inc. (In re Buckhead Am. Corp.), 178 B.R. 956, 960 (D. Del. 1994)

In re Ben Franklin Retail Stores, Inc., 225 B.R. 650, 655 (Bankr. N.D. Ill. 1998)

Official Committee of Unsecured Creditors v. R.F. Lafferty & Co., Inc., 267 F. 3d 340, 38 Bankr. Ct. Dec. (CCR) 147 (3rd Cir. 2001)

Production Resources Group , L.L.C. v. NCT Group Inc., 863 A.2d 772 (Del. 2004)

In re Global Service Group, L.L.C., 316 B.R. 451 (Bankr. S.D. N.Y. 2004)

In re LTV Steel Corporation, Inc., 333 B.R. 397, 421 (Bankr. N.D. Ohio 2005)

Pension transfer Corporation. v. Beneficiaries under the third Amendment to Fruehauf Trailer Corp. Retirement Plan No. 003, 444 E3d 203, 3d Cir., 2006

French v. Liebman, 440, F3d 145, 4th Cir., 127 S.Ct. 72 2006

CarrAmerica Realty Corp. v. nVidia Corp., No. 05-00428, 2006 WL 2868979, (N.D. Cal. 2006)

In re CitX Corporation, Inc., 448 F.3d 672 (3 Cir. 2006)

Trenwick America Litigation Trust v. Ernst and Young L.L.P., 906 A.2d 168, 195 (Del. Ch. 2006)

North American Catholic Educational Programming Foundation Inc. v. Ghewalla, 930, A.2 d 92 (Del. 2007)

VarTec Telecom Inc., 2007 WL 2872283 (Bankr. N.D. Tex. 2007)

Metcoff v. Lebovics, 44 Conn. L. Rptr. 107, 2007 (Conn. Sup. Ct. 2007)

Jetpay Merchant Services LLC v. Miller, 2007 WL 2701636 (N.D. Tex. 2007)

I.G. Services. Ltd., 49 Bankr. CT. Dec. (CCR) 230, 2008 WL 783551 (Bankr. W.D. Tex. 2008)

Berg & Berg Enterprises, LLC v. Boyle, et al., 178 Cal. App. 4th 1020 (Cal.App. 2009)

In re Lemington Home for the Aged, No. 10-4456, 2011 WL 4375676 (3rd Cir. Sept. 21, 2011)

Quadrant Structured Products Company, Ltd. v. Vertin, 115 A.3d 535 (Del. Ch. 2015)

Italia

Trib. Milano 5 marzo 1984, in *Fall.*, 1984

Trib. Milano, 28 marzo 1985, in *Foro it.*, 1986

Trib Torino, 13 dicembre 1989, in *Dir. fall.*, 1990

Trib. Roma 7 marzo 1991, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1992

Cass., 22 ottobre 1998, n. 10488 in *Fall.*, 1999

Trib. Napoli 3 febbraio 1998, in *Dir Giur.* 1999

Trib. Palermo, 8 febbraio 2001, in *Giur. Merito*, 2001

Trib. Bologna, 8 agosto 2002, in *Giur. it.*, 2003

Trib. Ivrea, 27 gennaio 2004, in *Giur. comm.*, 2005

Trib. Milano 25 gennaio 2006, in *Le società*, 2007

Trib. Milano 2 ottobre 2006, in *Giur. it.*, 2007

Cass., n. 13756 del 2007

Cass., n. 13764 del 2007

Trib. Napoli, 10 gennaio 2007, in *Fallimento* 2007

Cass., n. 20576 del 2008

Trib. Roma 17 dicembre 2008, in *Banca, Borsa, Tit. Cred.*, 2010

App. Napoli 28 giugno 2008, in *Giur. Mer.*, 2009

Trib. Roma, 17 dicembre 2008, in *Banca e borsa* 2010

Trib. Nola, 18 giugno 2009, in *Giur. mer.*, 2010

Cass., n. 9616 del 2009

Trib. Padova, 24 giugno 2009, in *Fallimento*, 2010

Cass., 22 aprile 2009, n. 9619 in CED, 2009

Cass., 12 agosto 2009, n. 18231, in *Danno e resp.*, 2009

Trib. Nola, 18 giugno 2009, in *Giur. Comm.*, 2010

Cass. civ. n. 17121 del 2010, in *Società*, 2011

Trib. Milano 22 dicembre 2010, in *Le società*, 2010

Trib. Napoli,, 11 gennaio 2011, in *Le società*, 2011

Trib. Verona 3 agosto 2012 in *Fallimento*, 2013

Cass., 27 dicembre 2013, n. 28669, in *Giur. It.*, 2014

Cass., 12 febbraio 2013, n. 3409, in *Mass. Foro It.*, 2013

Trib. Genova, 24 ottobre 2013 in <http://www.giurisprudenzadelleimprese.it/azione-individuale-del-creditore-nei-confronti-dellamministratore-per-atti-diminutivi-della-garanzia-patrimoniale-generica/>

Trib. Milano, 7 ottobre 2014, in <http://www.giurisprudenzadelleimprese.it/responsabilita-degli-amministratori-di-diritto-e-di-fatto-e-dei-sindaci-di-srl-fallita-nei-confronti-dei-creditori-sociali/>