

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI
DI MODENA E REGGIO EMILIA**

DOTTORATO DI RICERCA IN SCIENZE GIURIDICHE

**“LA CULTURA GIURIDICA EUROPEA
DELLE IMPRESE E DELLE ISTITUZIONI”**

Ciclo XXVI

LA GESTIONE ECONOMICA

DELLE SOCIETÀ DI CAPITALI AL “CREPUSCOLO”

**UN’ANALISI COMPARATISTICA DELLA RESPONSABILITÀ DEGLI
AMMINISTRATORI NEI CONFRONTI DEI CREDITORI SOCIALI**

Relatore

Prof. Federico M. Mucciarelli

Candidato

Milla Martelli

Coordinatore e Direttore della Scuola di Dottorato: Prof. Aljs Vignudelli

Ringraziamenti

Vorrei ringraziare il Professor Federico Mucciarelli per avermi seguito con costante pazienza ed estrema disponibilità nella realizzazione di questa tesi, anche nei momenti più faticosi; grazie anche per avermi dato l'opportunità di trascorrere un periodo di studio presso il MPI "Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht" di Amburgo e la University of London. Ringrazio altresì i Professori Harald Baum, Patrick Leyens e il Dr. Felix Steffek per i preziosi consigli e le letture suggeritemi mentre mi trovavo presso il MPI di Amburgo. Un ringraziamento va anche all'avv. Nicola Alessandri per aver apprezzato e valorizzato la mia attività di ricerca nel corso del tirocinio professionale forense. Infine, ma non per importanza, un Grazie alla mia famiglia, ad Anna e a Susanna per avermi supportato nei momenti più significativi di questo percorso e, in particolar modo, a Pier Francesco, per avermi aspettato e incoraggiato durante i tre anni di Dottorato.

Ai miei genitori

Sommario

| | |
|---------------------------|----------|
| INTRODUZIONE | I |
|---------------------------|----------|

Capitolo 1

IL FONDAMENTO DELLA TUTELA DEI CREDITORI SOCIALI... 9

| | |
|---|----|
| 1. LA RESPONSABILITÀ LIMITATA PER LE OBBLIGAZIONI SOCIALI | 9 |
| 1.1 <i>I benefici della segregazione patrimoniale</i> | 12 |
| 1.2 <i>L'esternalizzazione del rischio dell'attività d'impresa</i> | 16 |
| 1.3 <i>L'allocazione delle pretese finanziarie:</i> | |
| fixed v. residual claimants | 20 |
| 2. I PROBLEMI DI AGENCY TRA SHAREHOLDER E ALTRI STAKEHOLDER | 24 |
| 3. I CREDITORI SOCIALI: UNA CATEGORIA ETEROGENEA | 31 |
| 3.1 <i>I creditori sofisticati</i> | 31 |
| 3.2 <i>I creditori "non-adjusting"</i> | 33 |
| 4. CONCLUSIONI: NECESSITÀ DI TUTELA IMPERATIVA DEI CREDITORI <i>NON-ADJUSTING</i> | 35 |

Capitolo 2

LA DELIMITAZIONE DELLO STATO DI PRE-INSOLVENZA..... 39

| | |
|---|----|
| 1. LO STATO D'INSOLVENZA: IL QUADRO NORMATIVO EUROPEO | 40 |
| 1.1 Cash-flow insolvency..... | 49 |
| 1.2 Balance-sheet insolvency..... | 58 |
| 2. LA CRISI D'IMPRESA | 64 |
| 2.1 <i>La "twilight zone"</i> | 70 |

Capitolo 3

| | |
|---|------------|
| I DOVERI E LA RESPONSABILITÀ DEGLI AMMINISTRATORI NELLA FASE DI PRE-INSOLVENZA | 75 |
| 1. I DOVERI DEGLI AMMINISTRATORI ALL'INTERNO DELL'UNIONE EUROPEA TRA DIRITTO SOCIETARIO E DIRITTO FALLIMENTARE | 76 |
| 1.1 Rule v. standard | 78 |
| 1.2 <i>La salvaguardia dell'integrità del capitale sociale e l'obbligo di autoarresto della società.....</i> | 82 |
| 1.3 <i>Il mutamento dei doveri fiduciari degli amministratori</i> | 91 |
| 1.4 <i>Il dovere di evitare l'aggravamento del dissesto</i> | 95 |
| 2. FENOMENI DI <i>FORUM SHOPPING</i> | 105 |
| 3. PROSPETTIVE <i>DE JURE CONDENDO</i> NEL CONTESTO SOVRANAZIONALE | 108 |
| 3.1. <i>Il wrongful trading: modello per l'armonizzazione dei doveri degli amministratori in Europa</i> | 108 |
| 3.2. <i>Le proposte dell'UNCITRAL</i> | 110 |
| 4. CONCLUSIONI | 114 |
| BIBLIOGRAFIA..... | 119 |

INTRODUZIONE

In una società di capitali *in bonis*, gli amministratori hanno il dovere di rappresentare e gestire l'impresa sociale perseguendo le strategie che, con maggiori probabilità, produrranno profitto per l'impresa e massimizzeranno l'interesse della generalità dei soci, dai quali sono stati nominati.

In base all'atto di nomina, infatti, coloro che sono incaricati di amministrare la società sono tenuti esclusivamente ad attuarne l'oggetto sociale¹, mentre non assumono obbligazioni nei confronti dei creditori

¹ Per un'illustrazione del dibattito circa l'interesse che gli amministratori sono tenuti a perseguire nella gestione dell'impresa sociale, nella dottrina statunitense, v. BERLE, *Corporate Powers as Powers in Trust*, in *Harvard Law Review*, 1931, vol. 44, 1049, ove l'autore sostiene che i doveri fiduciari degli amministratori siano rivolti esclusivamente ai soci; in senso opposto, v., DODD, *For Whom are Corporate Managers Trustees?*, in *Harvard Law Review*, 1932, vol. 45, 1145–1163, in cui si introduce il fondamento della moderna *Corporate Social Responsibility*, sostenendo che “*public opinion, which ultimately makes law, has made and is today making substantial strides in the direction of a view of the business corporation as an economic institution which has a social service as well as a profit-making function*”. Nella stessa direzione, la Riforma del *Company Act* del 2007 modifica la nozione tradizionale di interesse sociale contenuta nel diritto inglese e impone agli amministratori di agire tenendo in considerazione parametri ulteriori rispetto a quello dell'interesse della totalità dei soci, tra i quali emerge l'interesse dei lavoratori e la promozione delle relazioni dell'impresa con i fornitori, i clienti ed altri terzi (*Duty to act for the benefit of the company*: “*A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to-* (a) *the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business*”).

sociali², ossia di coloro che vantano un diritto di credito nei confronti della società in virtù di un rapporto contrattuale o di un altro fatto giuridico (creditori involontari da fatto illecito).

I creditori sociali, infatti, a differenza dei soci, che sopportano il rischio d'impresa, sono titolari del diritto alla restituzione del capitale investito e degli interessi prodotti dallo stesso, vale a dire di pretese prestabilite, il cui oggetto non è sensibile all'andamento dell'attività d'impresa³.

Il diritto societario, tuttavia, predispone alcuni strumenti volti a limitare la libertà degli amministratori di perseguire esclusivamente la massimizzazione degli utili dell'impresa, ossia del valore globale delle azioni o delle quote, e a creare una responsabilità dell'organo gestorio nei confronti di soggetti estranei al contratto di società.

conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company", sec. 172 Company Act 2007). In questa sede, non vi è spazio per affrontare in maniera esaustiva il problema della tutela dei creditori sociali in connessione con la nozione di interesse sociale, per la quale, v. ASCARELLI, *Sulla tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in *Dir. prat. Comm.*, 1932, I, p. 3 ss.; contra, JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, Giuffré, 1963; recentemente, v. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Giuffré, 2000, 532 ss. In giurisprudenza, l'interesse sociale è stato recentemente definito come "l'insieme di quegli interessi comuni ai soci, in quanto parti del contratto di società, che concernono la produzione del lucro, la massimizzazione del profitto sociale (ovverosia del valore globale delle azioni o delle quote), il controllo della gestione dell'attività sociale, la distribuzione dell'utile, l'alienabilità della propria partecipazione sociale e la determinazione della durata del proprio investimento" (Cass., n.15950/07).

² Come si verificherà più diffusamente nel prosieguo, è significativo riflettere sulla nozione di creditore e sulla diversa prospettiva in base alla quale questi soggetti vengono considerati meritevoli di tutela: in alcuni ordinamenti si ritiene necessario salvaguardare l'interesse dei creditori sociali nella misura in cui sono parte debole di un rapporto obbligatorio; un diverso orientamento, invece, potrebbe privilegiare la tutela del finanziamento dell'impresa.

³ Per la distinzione tra *fixed* e *residual claimants* esposta per la prima volta da MODIGLIANI-MILLER, *The cost of the capital, corporation finance and the theory of investment*, in 48 *American Economic Review*, 1958, 261, v. *infra*, paragrafo 1.3.

Tipicamente, negli ordinamenti di *civil law* sono presenti alcune regole imperative che impongono agli amministratori di tenere in considerazione gli interessi dei terzi allorché sono minacciate l'integrità patrimoniale e la sopravvivenza della società.

Nel momento in cui la società diviene insolvente, la prospettiva iniziale si rovescia: con lo spossessamento dell'impresa e la cessazione dall'incarico degli amministratori, i soci di maggioranza perdono il potere di controllo sulla gestione sociale, che viene affidata ad un organo terzo e finalizzata alla tutela della *par condicio creditorum* nonché alla conservazione della massa fallimentare e ad un'allocazione efficiente della stessa⁴.

Nel presente lavoro si tratterà dei doveri degli amministratori che sorgono nella fase di pre-insolvenza (o pre-crisi), la cosiddetta *twilight zone* o "fase del crepuscolo"⁵ che si verifica, come si vedrà, quando l'impresa non si trova più in condizioni finanziarie normali ma è ancora possibile scongiurare il fallimento.

Come si esporrà più diffusamente nel prosieguo, la necessità di rafforzare la responsabilità degli amministratori nel momento in cui la società

⁴ Per una sintesi degli scopi generali delle procedure concorsuali all'interno dell'Unione Europea, v. MUCCIARELLI F. M., *Not Just Efficiency: Insolvency law in the EU and Its Political Dimension*, in EBOR, 2013, 14, 179, ove l'autore sottolinea che "*The ability to address creditors' coordination problems to efficiently allocate the debtors' assets is certainly one of the cornerstones of insolvency law. However, 'real' insolvency laws across jurisdictions pursue additional goals as they also redistribute assets among creditors, departing from the pure equality rule*".

⁵ Tale nozione non è stata ancora definita dal legislatore nazionale ma è stata utilizzata dalla giurisprudenza e, come si vedrà, coincide con il momento in cui l'impresa entra in uno stato di dissesto patrimoniale precedente allo stato di insolvenza e all'avvio delle procedure concorsuali. V., INSOL International, *Directors in the Twilight Zone IV*, London, 2013; MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in RDS, 4/2011, 821.

è prossima all'insolvenza è stata a suo tempo evidenziata a livello europeo dalle raccomandazioni dell'*High Level Group* di esperti di diritto societario nominato nel 2002⁶ dalla Commissione Europea e ribadita a livello internazionale dall'UNCITRAL "United Nations Commission on International Trade Law"⁷.

L'importanza cruciale della fase di pre-insolvenza per la vita societaria è stata quindi riconosciuta dalla Commissione Europea che ha recentemente lanciato un progetto di ricerca sui doveri e la responsabilità degli amministratori di società di capitali⁸, nel quale ha chiesto di analizzare

⁶ V., HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on a modern regulatory framework for company law in Europe*, cap. 2, Brussels, 4 Novembre 2002, 72, consultabile sul sito

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf, ove gli esperti sostengono che "In our Consultative Document, we particularly addressed the need to strengthen the accountability of directors when the company is threatened by insolvency (...) the responsibility of directors when the company becomes insolvent has its most important effect prior to insolvency and is a key element of an appropriate corporate governance system"). Tale tesi è stata accolta dalla Commissione Europea nella Comunicazione al Consiglio e al Parlamento Europeo del 21.05.2003: "The Commission supports these ideas, whose implementation requires further analysis, and therefore intends to present the relevant proposal for a Directive in the medium term" (p. 16).

⁷ Il tema dei doveri degli amministratori all'approcciarsi dell'insolvenza è stato regolarmente oggetto di discussione delle riunioni dell'UNCITRAL a partire dal dicembre 2010, fino alla 43esima sessione tenutasi a New York, del 15-19 aprile 2013, il cui documento finale è consultabile sul sito

http://www.uncitral.org/uncitral/en/commission/working_groups/5Insolvency.html.

⁸ Si tratta di uno studio comparatistico lanciato dalla Commissione UE alla fine del 2011, che ha comportato il confronto tra le fonti normative, l'orientamento giurisprudenziale e le tendenze emergenti nella prassi dei 27 Stati Membri dell'Unione Europea e della Croazia sul regime della responsabilità degli amministratori al fine di valutare l'opportunità e l'eventuale ampiezza di un intervento di armonizzazione della disciplina a livello comunitario. I risultati di tale studio, condotto dalla LSE, sono consultabili sul sito internet http://ec.europa.eu/internal_market/company/board/index_en.htm.

la disciplina della responsabilità degli amministratori all'avvicinarsi dell'insolvenza⁹.

Da quanto emerge nei documenti sopra citati, il regime della responsabilità degli amministratori si è imposto all'attenzione delle istituzioni sovranazionali nella misura in cui rappresenta un importante strumento di *corporate governance*, di controllo e di allocazione del rischio dell'attività di impresa¹⁰.

All'interno dell'Unione Europea, l'esigenza di sviluppare una posizione comune sul tema della presente trattazione si è manifestata a seguito della giurisprudenza della Corte di Giustizia sulla libertà di stabilimento¹¹ che, incentivando la concorrenza tra ordinamenti, ha

⁹ Nel bando per la selezione del soggetto aggiudicatario dello studio, al punto II.1.4) *Short description of the contract or purchase(s)*, si legge: “*The study should be limited to pre-insolvency situations. In other words, it will not cover duties and corresponding liabilities arising on insolvency. On the other hand, it will cover duties and corresponding liabilities in the period in the vicinity of insolvency, i.e., the 'twilight zone' period. This is an important period in the life of a company and duties and liabilities of directors during that period are a key element in an appropriate corporate governance system*”.

¹⁰ Ciò è stato altresì sottolineato nel Green Paper della Commissione del 2 giugno 2010 *Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*: “*The Commission is also considering whether, in addition to shareholders' interests, which are essential in the traditional view of corporate governance, financial institutions also need to take better account of other stakeholders' interests. In particular, the creation of a specific duty for the board of directors to take account of the interests of depositors and other creditors in their decision-making ('duty of care') could help to encourage the board of directors to adopt less risky strategies and improve the quality of the financial institution's long-term risk management*” (p.12). La stessa opinione è stata espressa in dottrina, v. EIDENMÜLLER – SCHÖN, *The Law and Economics of Creditor Protection*, The Hague, 2008.

¹¹ Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGE), C-81/87, *The Queen v H.M. Treasury and Commissioners of Inland Revenue ex parte Daily Mail and General Trust plc* [1998], in ECR I-5483; CGE, 9/03/1999, *Centros Ltd v Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*; CGE, 30/09/2003, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd*; CGE, C-210/06, *CARTESIO Oktató és Szolgáltató* [2008], in ECR I-09641.

sollecitato un dibattito sul futuro dell'armonizzazione del diritto societario rispetto alla tutela dei creditori sociali, sia per quanto riguarda le società chiuse sia per le società aperte¹²: le discrasie nella disciplina posta a tutela dei creditori sociali, infatti, assumono particolare rilevanza nel caso in cui i soci di una società incorporata in uno Stato Membro scelgano di stabilire la sede principale degli affari in un altro ordinamento più sfavorevole ai creditori, soprattutto per quanto riguarda i rischi sopportati dai creditori involontari o deboli, che non sono in grado di autotutelarsi contrattualmente.

Anche per questo motivo, a partire dal riferimento al quadro normativo europeo, il presente lavoro prevede lo svolgimento di un'analisi comparatistica dei sistemi di doveri e responsabilità che il diritto societario italiano, inglese¹³ e tedesco impongono agli amministratori delle società di capitali all'avvicinarsi dello stato di insolvenza, con l'auspicio che questo tipo di approccio possa risultare utile in una prospettiva *de jure condendo*.

L'utilizzazione di tale metodo, tuttavia, non prescinde dalla consapevolezza delle difficoltà insite nella comparazione tra diversi istituti del diritto societario¹⁴: alle difficoltà linguistiche e tecniche che normalmente ostacolano lo studio di ordinamenti giuridici differenti, si aggiunge il fatto che il diritto delle società è intimamente collegato alle basi dottrinali e ai concetti storicamente determinati dell'intero sistema giuridico, nonché al tessuto economico, politico e sociale proprio dell'ordinamento in cui si

¹² V., l'ultima modifica alla Seconda Direttiva di cui alla direttiva 2012/30/UE del 25/10/2012.

¹³ La scelta di prendere il modello inglese e quello tedesco come termini di paragone è data dal fatto che lo standard della responsabilità da *wrongful trading* inglese è stato individuato, a livello europeo, come il modello sul quale costruire una possibile unificazione delle norme sulla responsabilità degli amministratori. Come si vedrà, la riforma del diritto societario tedesco del 2008 ne è stata in gran parte condizionata.

¹⁴ V. STEIN, *Harmonization of European Company Laws – National Reforms and transnational Coordination*, 1971, 147 ss.

forma¹⁵. Allo stesso tempo, il diritto plasma l'autonomia culturale della nazione in cui si sviluppa, poiché è vettore di peculiarità che introducono elementi locali non interscambiabili.

In questo senso, non si può omettere di considerare che l'attuale disciplina della responsabilità degli amministratori delle società di capitali dell'Europa continentale è intimamente connessa all'istituto del capitale sociale e alle regole di formazione e conservazione dello stesso, sconosciuto al sistema inglese che invece ha sviluppato una complessa teoria e prassi relative ai doveri fiduciari in capo agli amministratori e, più in generale, a chi detiene il controllo dell'attività di impresa¹⁶.

Nello svolgimento dell'analisi delle norme relative alla responsabilità degli amministratori nella crisi d'impresa non si può neppure prescindere dalla circostanza per cui il diritto societario è organicamente collegato ad altre branche vitali del diritto e dell'economia, come il sistema della responsabilità civile da fatto illecito e il diritto penale commerciale. Un'indagine completa, pertanto, non può limitarsi al solo diritto societario, ma dovrebbe estendersi a tutti i settori del diritto che concorrono a disciplinare il problema analizzato.

¹⁵ Si tratta del concetto di *Rechtskultur*, che definisce il diritto come frutto di un processo culturale, le cui soluzioni, pertanto, sono reazioni che si sviluppano naturalmente nell'ordinamento in cui si formano. Nel diritto societario, tale dottrina è stata descritta da ULMER M.J., *Harmonisierungsschranken des Aktienrechts*, Heidelberg, 1998, 113, ove l'autore analizza come l'organizzazione societaria rispecchi la filosofia di stato. Per esempio, la struttura organizzativa monistica della *public company* (*executive e non-executive directors* senza un organo di controllo autonomo) si fonda sul principio democratico: il controllo è in mano all'assemblea degli azionisti (*general meeting*) che delega al *board of directors* la conduzione degli affari, ma ha il potere di revocare i *directors* con decisione semplice. Questo modello di governance rispecchia così il rapporto tra parlamento ed esecutivo nella forma di governo parlamentare.

¹⁶ V., EASTERBROOK- FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991, ivi, nella trad. it., *L'economia delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1996, 107 e ss.

Dopo aver esaminato i rischi che incontrano i creditori sociali e il livello di tutela efficiente, si analizzerà il dettaglio delle discipline particolari per comparare gli istituti giuridici che, sebbene differenti, portino a risultati simili. Il “metodo funzionalistico”¹⁷ costituirà quindi lo strumento per riflettere sull'equivalenza delle forme di protezione dei creditori ideate dagli ordinamenti di riferimento.

Tale comparazione non verrà finalizzata soltanto ad una riflessione *de jure condendo* ma si proporrà altresì di individuare le caratteristiche che rendono un sistema più efficiente rispetto ad un altro per valutare i punti di forza e di debolezza della disciplina italiana della responsabilità degli amministratori nella crisi d'impresa.

¹⁷ V., ZWEIGERT- KÖTZ, *Einführung in die Rechtsvergleichung auf dem Gebiete des Privatrechts*, Tübingen, 1996; KRAAKMAN-ARMOUR-DAVIES-ENRIQUES-HANSMANN-HERTIG, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2009, 10.

Capitolo I

IL FONDAMENTO DELLA TUTELA DEI CREDITORI SOCIALI

Nel seguente capitolo si esamineranno il principio della responsabilità limitata per le obbligazioni sociali e le conseguenze dello stesso in termini di allocazione del rischio dell'attività d'impresa nella fase di pre-insolvenza societaria.

Dopo aver illustrato la divergenza di interessi tra coloro che controllano la società e coloro che forniscono capitale di debito, si rifletterà sulla necessità di creare un sistema di norme imperative per incentivare gli amministratori di società di capitali a scongiurare l'esercizio antieconomico dell'attività dell'impresa in crisi, a danno dei creditori sociali.

1. La responsabilità limitata per le obbligazioni sociali

La peculiarità che caratterizza le società di capitali rispetto alle società di persone è la limitazione della responsabilità dei soci al bene conferito: coloro che decidono di esercitare attività di impresa sotto tale forma, infatti, assumono l'unica obbligazione patrimoniale di eseguire il conferimento determinato nell'atto costitutivo e soltanto nei confronti della società. I creditori sociali insoddisfatti potranno rivolgersi unicamente alla società,

mentre non potranno aggredire direttamente il patrimonio personale dei soci¹⁸.

Poiché conferire significa trasferire la proprietà o il godimento di un bene e destinarlo ad uno scopo specifico - l'esercizio in comune dell'attività economica prestabilita - il patrimonio sociale, una volta formatosi, costituisce la base patrimoniale per svolgere l'attività di impresa e viene finalisticamente vincolato al raggiungimento dello scopo sociale della persona giuridica di nuova costituzione.

Con riguardo alle società di capitali, si parla pertanto di "autonomia patrimoniale perfetta", poiché alla distinzione tra i patrimoni dei soci e quello della società consegue la formazione di due ordini distinti di creditori: i creditori sociali potranno soddisfare i propri diritti di credito soltanto sui beni della società, mentre i beni dei soci potranno essere espropriati soltanto dai creditori personali degli stessi¹⁹.

Osservando brevemente l'evoluzione storica del principio della responsabilità limitata per le obbligazioni sociali, si comprenderà che tale strumento è stato creato per incentivare le relazioni commerciali e per sollecitare il finanziamento delle società.

¹⁸ Uniche eccezioni sono la responsabilità dell'unico azionista nei casi di cui all'art. 2325, 2 c., c.c. e quella del socio unico di s.r.l. descritta dall'art. 2464, 2 c., c.c..

¹⁹ V., per tutti, CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, vol. 2 - Il diritto delle società*, Torino, UTET, 2009, 555; HANSMANN - KRAAKMANN, *The essential role of organizational law*, in 110 *Yale law Journal*, 2000, 387, ove gli autori sottolineano che nella teoria dell'impresa la regola della responsabilità limitata viene definita „defensive asset partitioning“ mentre l'attribuzione della personalità giuridica ha come effetto il c.c. „affirmative asset partitioning“ ossia la titolarità diretta, da parte dell'impresa, dei beni sociali e, conseguentemente, la loro indisponibilità per la soddisfazione dei creditori particolari dei soci. Cfr., GALGANO, *Persone giuridiche*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, art. 11-35, Bologna-Roma, 2006, 15 ss., 35, 49 ss. e 96 ss.; cfr., ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967, 66 ss.; WEIGMANN, voce *Autonomia patrimoniale*, in *Dizionario di Economia e Finanza*, Diritto online, 2012.

La responsabilità limitata per le obbligazioni sociali, infatti, fece la sua comparsa con lo sviluppo del capitalismo mercantile del Seicento, sotto forma di una concessione che il sovrano attribuiva con provvedimento *ad hoc* alle Compagnie coloniali (prototipo delle società per azioni) per corrispondere alle esigenze di reperimento di ingenti somme di capitale indispensabili per finanziare le spedizioni imperialiste²⁰.

Successivamente, la responsabilità limitata fu utilizzata per supportare le prime banche private moderne nella costruzione delle infrastrutture di base necessarie per alimentare la trasformazione tecnologica e sociale provocata dalla rivoluzione industriale.

Fu soltanto a partire dalla seconda metà del XIX secolo, in seguito alla piena affermazione dei principi di libertà di commercio e di iniziativa economica, che la responsabilità limitata divenne un principio generale volto, come alle origini, ad incentivare la raccolta del capitale necessario a favorire nuove iniziative economiche²¹.

²⁰ Le prime Compagnie coloniali furono la inglese East India Company, fondata nel 1600, e le olandese delle Indie Orientali (1602) e delle Indie Occidentali (1621). Si trattava di società collettive alle quali, con provvedimenti eccezionali di concessione regia, veniva attribuito un privilegio di commercio esclusivo lungo le nuove rotte commerciali marittime che sostituivano la precedente via della seta. Dal momento che, per allestire le flotte, armare gli eserciti, organizzare e garantire l'occupazione dei territori conquistati con le spedizioni marittime attraverso la creazione di un'amministrazione civile e della giustizia, si rendevano necessari ingenti capitali, a coloro che finanziavano queste imprese, insieme al privilegio del commercio, veniva concesso anche il privilegio della responsabilità limitata. Così, COTTINO, voce *Società commerciali*, in *Enciclopedia delle scienze sociali*, 1998.

²¹ Ciò avvenne dapprima in Inghilterra, con il Limited Liability Act del 1855; quindi in Germania, con il codice di commercio preunitario del 1861, che concedeva ai singoli Stati la libertà di abolire l'autorizzazione; in Francia, con legge del 1867; infine in Italia, con il codice di commercio del 1882, fino a trovare piena espressione con la legge di riforma delle società di capitali del 2003, che ha esaltato il principio della segregazione patrimoniale e attribuito la responsabilità limitata anche all'impresa unipersonale costituita nelle forme della società per azioni e della società a responsabilità limitata, facendo venire così meno il collegamento con la prevalenza

La sinergia tra limitazione della responsabilità, libera circolazione delle azioni e reperibilità di risorse adeguate sul mercato del capitale di rischio fu alla base del successo della società per azioni che divenne il tipo preferito per sviluppare l'attività imprenditoriale e soprattutto per esercitare un crescente richiamo presso il pubblico dei risparmiatori, disinteressati alla gestione dell'impresa²². Ciò nonostante, in Europa continuò a prevalere il modello delle società ad azionariato ristretto, caratterizzate dalla presenza di soci di controllo²³.

1.1 *I benefici della segregazione patrimoniale*

L'utilità del principio della responsabilità limitata allo sviluppo dell'attività d'impresa si spiega in virtù del fatto che, dal punto di vista economico, assumere responsabilità limitata significa che i soci di società di

del patrimonio tipico della società anonima. Per una ricostruzione storica, v. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1924, I, 419; recentemente, v. GAMBINO – SANTUOSSO, *Società di capitali II*, Torino, Giappichelli, 2010.

²² Negli anni quaranta dell'Ottocento la New York Central Railroad aveva già 2.445 soci mentre nel 1880 la Pennsylvania Railroad ne avrebbe contati 12.000. Rispetto alla diffusione del modello negli Stati Uniti, si sottolinea che, nel corso del Novecento, la *corporation* assunse le caratteristiche peculiari della società a capitale diffuso, con un numero di azionisti che negli anni '30 superava le 100.000 unità nelle maggiori società. Proprio la separazione tra proprietà e controllo ne divenne la prerogativa saliente che consentì a minoranze qualificate la capacità di controllare le assemblee - rendendo inoffensive le maggioranze disorganizzate dei piccoli investitori- e ai manager, espressione degli azionisti di comando, di concentrare nelle proprie mani l'esercizio di prerogative quasi sovrane. V. BERLE-MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932; DAVIES, *Gower & Davies' Principles of Modern Company Law*, 2012, 40-46; WEIGMANN, voce Società per azioni, in *Digesto disc. civ., Sez. comm.*, XIV, Torino, 1997, 343 ss.

²³ Nel contesto europeo, una peculiarità è rappresentata dall'evoluzione della realtà inglese che, con il Companies Act del 1985, abrogò l'obbligo statutario di prevedere delle limitazioni al trasferimento delle quote delle *private Limited Companies*, il cui capitale può essere costituito anche da azioni.

capitali, in caso di fallimento, non corrono altro rischio se non quello di perdere quanto conferito. Per un investitore, pertanto, sarà razionale finanziare le società di capitali attraverso *equity* nella misura in cui la responsabilità limitata garantirà di rischiare di perdere una somma fissa, pari al valore di quanto investito²⁴.

Funzionando come uno “scudo” che protegge il patrimonio dei proprietari dell’entità giuridica dalle pretese dei creditori sociali²⁵, la responsabilità limitata ha contribuito allo sviluppo economico: se l’investimento di una piccola quota di capitale comportasse il rischio di perdere tutto il proprio patrimonio personale, infatti, un soggetto razionale tenderebbe a non investire in un’attività di impresa²⁶. Allo stesso modo, la responsabilità limitata incentiva la diversificazione del portafoglio di investimenti: non dovendo sopportare il rischio di perdere l’interezza del proprio patrimonio, gli investitori razionali sono portati a frammentare il proprio investimento in diverse proprietà. Tale circostanza implica una diminuzione dei costi di raccolta del capitale per le imprese.

In secondo luogo, al beneficio della responsabilità limitata consegue una riduzione dei costi di monitoraggio della società: coloro che si trovano di fronte alla scelta di finanziare o meno un’attività d’impresa, infatti, potranno curarsi esclusivamente della capienza del patrimonio sociale ed eviteranno così di sostenere ulteriori costi per indagare la solidità patrimoniale dei singoli

²⁴ V. EASTERBROOK-FISCHEL, (nt. 16), 51-52.

²⁵ Così HANSMANN ET AL., (nt. 17), 10.

²⁶ V. MANNE, *Our Two Corporation Systems: Law and Economics*, in 53 *Va. L. Rev.*, 1967, 259, ove l’autore ritiene l’istituto della responsabilità limitata il presupposto essenziale per lo sviluppo delle *public companies*.

soci, attività che si renderebbe invece necessaria qualora i soci fossero esposti a responsabilità illimitata²⁷.

Rischiando soltanto una cifra limitata e dagli stessi predeterminata, inoltre, i soci avranno una necessità minore di controllare l'attività di coloro che hanno preposto alla gestione del patrimonio investito²⁸. Di conseguenza, la responsabilità limitata ridurrà i costi di gestione dell'impresa.

La sinergia tra il principio di segregazione patrimoniale e quello della responsabilità limitata ha inoltre incentivato la segmentazione dei capitali industriali o commerciali in una pluralità di società di capitali, così da diversificare il rischio d'impresa. Il gruppo di società, per esempio, rappresenta un'aggregazione di imprese formalmente autonome ed indipendenti l'una dall'altra, che sono responsabili in proprio delle obbligazioni assunte²⁹. I vantaggi connessi alla segregazione patrimoniale sono particolarmente evidenti in caso di crisi dell'impresa di gruppo, dal

²⁷ In tal senso, HANSMANN ET AL., (nt. 17), 10; EASTERBROOK- FISCHEL, (nt. 16), 53, che chiariscono che la responsabilità limitata rende irrilevante l'identità degli altri azionisti poiché „*in presenza di una regola che esponesse gli azionisti a responsabilità illimitata, quanto maggiore il patrimonio degli altri azionisti, tanto minore sarebbe la probabilità che il patrimonio di ciascun azionista fosse sottoposto ad esecuzione forzata*”.

²⁸ V., EASTERBROOK-FISCHEL, (nt. 16), 53.

²⁹ Tale principio vale per i rapporti contrattuali di qualsiasi natura. Prendiamo ad esempio i rapporti di lavoro: le singole società del gruppo intrattengono rapporti contrattuali esclusivamente con i dipendenti da queste assunti. Di conseguenza, per le obbligazioni assunte da una società nei confronti dei propri dipendenti non sono responsabili le altre società del gruppo, o viceversa, ma i rapporti restano distinti anche qualora un soggetto intrattenga rapporti di lavoro con più società del gruppo. Per una riflessione sul fenomeno del gruppo di società, v.TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, Giuffrè, 2010.

momento che un'eventuale dichiarazione di fallimento relativa ad una delle società appartenenti al gruppo non si estenderà alle altre entità giuridiche³⁰.

Oltre a favorire lo sviluppo dell'attività d'impresa e a ridurne i costi, il principio della responsabilità limitata (insieme all'incorporazione della quota di partecipazione nelle azioni) facilita la circolazione delle quote sul mercato e garantisce l'interesse al disinvestimento da parte del socio: rendendo irrilevante la solidità patrimoniale degli azionisti, il beneficio della responsabilità limitata rende le azioni dei beni fungibili, il cui prezzo è determinato solamente dal valore attuale del flusso di reddito generato dal patrimonio dell'impresa³¹.

La possibilità di commercializzare le azioni al prezzo di mercato elimina quindi eventuali costi aggiuntivi che, in assenza di limitazione della responsabilità dei soci, sarebbe necessario sostenere per capire se il prezzo è adeguato rispetto alle prospettive future dell'impresa. Togliendo il rischio di dover contribuire illimitatamente alla soddisfazione dei debitori, poi, la responsabilità limitata favorisce le operazioni di acquisizione e di ristrutturazione dell'impresa in crisi.

Incentivando il trasferimento delle azioni, la responsabilità limitata rappresenta infine uno strumento di *governance*, in quanto spinge gli

³⁰ Rispetto al tema dell'"abuso della personalità giuridica" come uso distorto dell'istituto della responsabilità limitata, v., GALGANO, *I gruppi di società*, in *Le società*, trattato diretto da Galgano, Torino, 2001, 207 ss.

³¹ Se vigesse la responsabilità illimitata dei soci per le obbligazioni sociali, invece, le azioni sarebbero beni infungibili, il cui valore dipenderebbe dall'identità e dalla consistenza del patrimonio degli altri soci. Chi volesse acquistare un pacchetto di azioni, temendo di dover sopportare una parte del rischio di fallimento dell'impresa, non solo dovrebbe sostenere i costi aggiuntivi per reperire le informazioni necessarie sulla solidità dei singoli azionisti, ma sarebbe altresì costretto a contattare ogni singolo azionista per negoziare singolarmente l'acquisto delle quote. Così, EASTERBROOK-FISCHEL, (nt.16), 54.

amministratori ad agire in maniera efficiente per massimizzare il prezzo delle azioni, al fine di evitare che un'acquisizione del controllo da parte di nuovi investitori comporti la sostituzione dell'intero gruppo dirigenziale³².

1.2 *L'esternalizzazione del rischio dell'attività d'impresa*

Come accennato, il principio della responsabilità limitata incide sull'allocazione del rischio connesso all'esercizio dell'attività di impresa nella misura in cui, in continuità aziendale, i soci potranno appropriarsi degli utili risultanti dal bilancio d'esercizio e, in caso di fallimento, non dovranno contribuire patrimonialmente al pagamento dei debiti contratti dalla società, se non nel limite di quanto conferito nel patrimonio sociale³³.

Tale discrasia tra potere decisionale, in capo all'assemblea dei soci e ai dirigenti da essi preposti, e responsabilità personale per le obbligazioni sociali, in capo alla società, costituirebbe la causa dell'alterazione della struttura degli incentivi nelle società di capitali.

Di conseguenza, i soci potrebbero essere invogliati ad abusare della limitazione di responsabilità e a porre in essere alcuni comportamenti opportunistici³⁴ nei confronti dei creditori sociali. Tale tendenza si manifesta

³² Cfr., BEBCHUCK, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, in 95 *Harvard Law Review*, 1982, 1028-1506. Secondo alcuni autori, tra i quali EASTERBROOK-FISCHEL, (nt. 16), 57, l'aumento della contendibilità del controllo generato dalla responsabilità limitata è il fattore che allinea gli interessi degli azionisti con quelli dei creditori sociali, poiché spinge gli amministratori a massimizzare il valore del patrimonio societario.

³³ POSNER, *The Rights of Creditors of Affiliated Corporations*, in 43 *U. Chi. Law Rev.*, 1976, 499-504.

³⁴ In base alla teoria economica, si definisce "opportunistico" il comportamento della parte del contratto societario che cerchi di alterare unilateralmente ed a proprio vantaggio le regole preventivamente concordate con le altre parti in ordine alle modalità di conduzione dell'impresa e di distribuzione del suo risultato. Sulla nozione di "opportunismo" in generale, cfr. WILLIAMSON, *The economic*

chiaramente nei fenomeni connessi al finanziamento dell'impresa³⁵: in primo luogo, al fine di attrarre investimenti, i soci avranno interesse ad evidenziare la solidità della società e potranno essere tentati di fornire rappresentazioni “gonfiate” dei valori degli asset societari. Al momento della concessione del finanziamento, pertanto, i creditori sopporteranno il rischio di concludere un contratto a condizioni inique, in cui il valore netto dell'investimento sarà minore del valore nominale della somma concessa in prestito.

Una volta ottenuto il finanziamento, i soci potrebbero ridurre i fondi della società sui quali i creditori avevano fatto affidamento e cercare di trasferirli a se stessi. Le operazioni che tipicamente svolgono tale funzione, oltre alle deliberazioni sui pagamenti di dividendi, sono gli acquisti di azioni proprie, gli acquisti pericolosi, la concessione di compensi eccessivi agli amministratori.

All'avvicinarsi dello stato di insolvenza, poi, oltre a cercare di appropriarsi di quanto resta nel patrimonio sociale (per esempio attraverso la restituzione dei finanziamenti precedentemente concessi), i soci saranno incentivati a continuare l'attività d'impresa sfruttando il meccanismo della leva del debito³⁶, avventurandosi in progetti di investimento molto rischiosi,

institutions of capitalism, New York, 1985, 47-50, 64-67; POSNER, *Economic Analysis of Law*, New York, 1998, 101 ss. Sulla descrizione dei conflitti di interessi tra azionisti e creditori sotto forma di distribuzioni ai soci, di diluizione delle pretese creditorie, di sostituzione delle attività sociali e di sotto-investimento, v., SMITH-WARNER, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, in *J. Fin Econ.*, 1979, vol. 7, 117-119.

³⁵ V., CHEFFINS, *Company Law: Theory, Structure and Operation*, 1997, Oxford University Press, 75-78.

³⁶ V., ENRIQUES - MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Giur. comm.*, I, 2002, 81-82, ove gli autori spiegano che la scelta di indebitarsi in maniera eccessiva viene fatta dagli azionisti per accrescere il valore delle azioni a danno dei creditori antecedenti, che avevano contrattato un tasso di interesse non proporzionato al rischio rappresentato dalla presenza di nuovi creditori. Tale meccanismo viene

nella consapevolezza che, nella migliore delle ipotesi, avranno accresciuto il valore della propria partecipazione; nella peggiore delle ipotesi (il fallimento), non dovendo garantire personalmente per i debiti sociali, scaricheranno una parte dei costi del fallimento sui creditori sociali³⁷. Questi ultimi, di conseguenza, sopporteranno il rischio connesso alla svalutazione del proprio credito, legato all'aumento delle probabilità che, nel momento in cui la pretesa alla restituzione del capitale prestato e degli interessi maturati diverrà esigibile, il debitore non sarà in grado di onorare il proprio debito.

esemplificato dai due autori in questo modo: “...si supponga che una società sia debitrice a una banca di 80 euro a titolo di capitali e interessi e che essa abbia emesso 20 azioni. La società può scegliere tra due progetti di investimento: ..A: rendimento atteso di 100 Euro; B: rendimento atteso, con pari probabilità, di 50 ovvero di 150 euro. Entrambi gli investimenti hanno rendimento atteso di 100 euro.Se gli azionisti (o per loro gli amministratori) scelgono l'investimento A, la banca è certa di ricevere gli 80 euro, e gli azionisti di riceverne 20. Con l'investimento B, la banca ha un 50% di probabilità di riceverne 50 e un 50% di chances di riceverne 80. Pertanto, il valore atteso per la banca è di 65 euro. Gli azionisti, invece, hanno un 50% di probabilità di ricevere 0 e un 50% di probabilità di ricevere 70 euro. Pertanto, il valore atteso dell'investimento B per gli azionisti è pari a 35 euro. Dunque, i creditori preferiranno l'investimento A, che ha un valore atteso di 80 euro contro i 65 euro dell'investimento B. Al contrario, gli azionisti preferiranno B, perché dal loro punto di vista l'investimento A ha un valore atteso di 20 euro, mentre l'investimento B ha un valore atteso di 35 euro.”

³⁷ V. PRENTICE, *Creditor's interests and director's Duties*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 1990, vol. 10, n. 2, 265 ss., “...where a company is insolvent in the sense that its liabilities exceed its assets, its shareholders (and directors) have an incentive to continue trading as they have everything to gain and nothing to lose [...] where an insolvent company continues to trade the persons who make the decision that it should do so are not the persons who will lose if the company is unsuccessful. Per un'analisi del rischio di questi comportamenti opportunistici, v. EASTERBROOK-FISCHEL, (nt. 16), 66; HANSMANN ET AL., (nt. 17), 11; DAVIES, “*Directors' Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in The Vicinity of Insolvency*”, in EBOR, 2006, 301; EIDENMÜLLER, *Trading in Times of Crisis: Formal Insolvency Proceedings, Workouts and the Incentives for Shareholders/Managers*, in EBOR, 2006, 239; BECKER-STRÖMBERG, *Fiduciary Duties and Equity-Debtholder Conflicts*, in *Review of Financial Studies*, 2012, 1931 ss.

Da un punto di vista economico, pertanto, la responsabilità limitata non rappresenta soltanto un beneficio per lo sviluppo dell'attività d'impresa ma altresì un incentivo "perverso" per i soci a porre in essere una serie di comportamenti opportunistici nei confronti dei creditori sociali.

Del resto, l'incentivo egoistico ad intraprendere attività eccessivamente rischiose è un fenomeno generale, che non riguarda soltanto i soci delle società di capitali, ma colpisce anche chi risponde illimitatamente delle proprie obbligazioni. Neppure in queste ipotesi, infatti, il creditore detiene la certezza dell'adempimento, poiché il debitore avrà interesse a sottrarre la garanzia patrimoniale attraverso l'alienazione, simulata o effettiva che sia, del proprio patrimonio a terzi³⁸. Ne consegue che il rischio dell'azzardo morale non potrebbe essere completamente eliminato neanche attraverso l'abolizione della responsabilità limitata³⁹.

Sebbene appaia quindi chiaro che, in caso di continuazione dell'attività d'impresa nonostante il rischio di insolvenza sia aumentato esponenzialmente, l'eventuale esito negativo non ricadrà totalmente su coloro che ne hanno assunto la decisione, non è facile identificare una soluzione al problema dell'abuso della responsabilità limitata in grado di impedire politiche imprenditoriali di puro azzardo senza frenare tentativi sani di ristrutturazione aziendale⁴⁰.

³⁸ EASTERBROOK-FISCHEL, (nt. 16), 60; SPINDLER, *Der Gläubigerschutz zwischen Gesellschaft- und Insolvenzrecht*, in JZ, 17, 2006, 839-850.

³⁹ V. EASTERBROOK-FISCHEL, (nt. 16), 60, che, in contrapposizione con la teoria di Manne, rilevano che "la responsabilità limitata non elimina il rischio del fallimento dell'impresa ma piuttosto sposta una parte del rischio sui creditori".

⁴⁰ EASTERBROOK-FISCHEL, (nt. 16), 65-68, ove gli autori sostengono che "il nostro convincimento non è che la responsabilità limitata non comporti mai una quantità di rischio eccessiva per la collettività...l'effetto più importante della responsabilità limitata dipende dalla probabilità che ogni dato creditore verrà pagato ex post...anche se le imprese pagano per intraprendere attività rischiose ...è meno probabile che i creditori di imprese fallite ricevano l'intero compenso loro dovuto".

1.3 *L'allocazione delle pretese finanziarie: fixed v. residual claimants*

In base alla struttura finanziaria, il valore dell'impresa è ripartito tra i soggetti che immettono capitale di debito (creditori e obbligazionisti), e coloro che posseggono capitale di rischio (soci o azionisti)⁴¹.

Come si sta per illustrare, il rapporto tra le due forme di finanziamento assume un ruolo significativo nella definizione della posizione dei creditori sociali.

Analizzando la disciplina delle società di capitali dal punto di vista aziendalistico, nella società *in bonis* la regola della responsabilità limitata opera una distinzione nelle pretese di coloro che concorrono al finanziamento dell'impresa sui flussi di cassa della stessa.

Il debito rappresenta una promessa, da parte della società, di restituire un certo ammontare di denaro - pari alla somma tra quanto prestato e la quota di interessi maturati - in un determinato momento. I fornitori di capitale di debito, pertanto, vengono definiti *fixed claimants* poiché, in cambio della prestazione eseguita, saranno creditori, nei confronti della società, di una pretesa prestabilita. Poiché la misura del profitto di questi soggetti non muta

in presenza di una regola sulla responsabilità limitata. Questo non è comunque un argomento contro la responsabilità limitata, a meno che si impongano ragioni distributive..”(p.65) e infine, dopo aver analizzato tutti i rimedi possibili all'abuso della responsabilità limitata: “è un problema empirico capire se per la collettività i costi della regolamentazione superano quelli dovuti ad attività eccessivamente rischiose. Il fatto che la regolamentazione sia auspicabile non può essere deciso semplicemente indicando il potenziale incentivo ad intraprendere attività eccessivamente rischiose creato dalla responsabilità limitata”(p. 77).

⁴¹ Il valore dell'impresa può essere espresso come $V = B$ (valore del debito) +S (capitale azionario).

a seconda del variare del valore dell'impresa, chi presta capitale di debito è avverso al rischio⁴².

Diversamente, i possessori di *equity* sono obbligati a sopportare il rischio di una gestione negativa dell'impresa: essi detengono una mera aspettativa sui flussi di cassa (la ripartizione di eventuali utili) e sulla retribuzione dell'investimento iniziale, che avverrà sulla massa patrimoniale residua dopo il pagamento dei debiti⁴³. Nel caso in cui il valore dell'impresa sia uguale o insufficiente a soddisfare le pretese dei creditori sociali, ovviamente, i *residual claimants* non riceveranno nulla.

In base a tali caratteristiche, sembrerebbe efficiente la scelta, effettuata dal legislatore con la concessione del beneficio della responsabilità limitata, di redistribuire sui creditori sociali una parte del rischio del fallimento dell'impresa. Lasciando da parte ogni questione "etica", infatti, non apparirebbe coerente da un punto di vista economico la scelta di sanzionare il socio che, in base ad un principio di razionalità economica, si sia determinato ad investire in un'attività d'impresa sotto la forma di società di capitali proprio in virtù del legittimo affidamento sulla limitazione della responsabilità a quanto conferito.

Durante lo svolgimento ordinario dell'attività d'impresa, inoltre, detentori di *equity* rischiano di perdere gli eventuali utili di esercizio, mentre i creditori, pur non traendo un beneficio diretto dal profitto generato (*upside*), non partecipano neppure alle perdite di gestione. Fintanto che la società è *in bonis*, infatti, la soddisfazione delle pretese dei creditori non è generalmente condizionata dal valore associato ai progetti imprenditoriali (*present value*)

⁴² GULLIFER - PAYNE, *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, 2011, 54-114.

⁴³ V., EASTERBROOK-FISCHEL, (nt. 16), 83 e ss.; GULLIFER - PAYNE, (nt. 42), 54.

ma avviene in misura fissa. Gli interessi dei creditori, pertanto, sono indipendenti dalla massimizzazione del valore dell'impresa.

Di conseguenza, il principio della responsabilità limitata avrebbe il vantaggio di comportare una condivisione e riallocazione del rischio del fallimento dell'impresa (che altrimenti ricadrebbe soltanto sui soci)⁴⁴.

In base alla descritta allocazione delle pretese finanziarie, durante la vita della società i soci rappresenterebbero la categoria di attori sociali che detiene il maggior incentivo ad una gestione efficiente delle risorse conferite nell'impresa⁴⁵. Finché la società è solvibile, infatti, essendo *residual claimant*, i soci spingeranno gli amministratori ad intraprendere i progetti di investimento più idonei a massimizzare il valore della partecipazione sociale e, di conseguenza, dell'impresa. In tale fase, l'eventuale imposizione agli amministratori del dovere di perseguire gli interessi dei creditori sociali potrebbe comportare lo svantaggio di intraprendere progetti ai quali è

⁴⁴ V., POSNER, (nt. 33), 507 secondo il quale la maggior parte dei creditori non meriterebbe tutela in quanto detentore di una quantità di informazioni maggiore rispetto agli azionisti, che renderebbe loro capaci di rinegoziare le condizioni del finanziamento concesso. Tale tesi, tuttavia, appare eccessivamente influenzata dal tessuto imprenditoriale statunitense in cui è nata, ove prevalgono le società per azioni ad azionariato diffuso e stringenti obblighi di *disclosure* sono imposti agli organi societari. Essa trascura inoltre la posizione dei creditori *non-adjusting*, che non sono in grado di negoziare le condizioni contrattuali. Cfr., KEAY, *Directors' Duties to Creditors: Contractarian Concerns Relating to Efficiency and Over Protection of Creditors*, in 66 *Modern Law Review*, 2003, 665, 689.

⁴⁵ V. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv.soc.*, 2004, 1045, che argomenta che i soci, come *residual claimants*, sono i soggetti maggiormente interessati ad una gestione efficiente dell'impresa: potendo appropriarsi del *surplus* di gestione soltanto dopo che tutti i creditori sociali siano stati soddisfatti, i soci saranno incentivati a far sì che l'impresa produca ricchezza sufficiente (almeno) a pagare i creditori sociali; id., *Tutela dell'impresa, tutela dei creditori, ricerca dell'efficienza: tre scommesse che è possibile vincere*, in PANZANI, *Il fallimento... atto terzo. Primi spunti di dottrina e giurisprudenza*, Milano, IPSOA, 2008, pp. 269-280; id., *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, Il Mulino, 2007.

associato un livello di rischio subottimale⁴⁶, e ciò in contrasto con lo scopo per il quale sono state create le società di capitali, ossia incentivare l'attività imprenditoriale.

Nel corso della vita sociale, tuttavia, le situazioni sopra descritte possono cambiare: in primo luogo, i soci godono di una sorta di diritto di opzione sul patrimonio sociale, nella misura in cui possono appropriarsi di risorse dell'impresa prima ancora che i creditori sociali vengano pagati⁴⁷. E' il caso, per esempio, della distribuzione dei dividendi, che può potenzialmente determinare una inversione dell'ordine di priorità nella restituzione del capitale.

In secondo luogo, a partire dal momento in cui il capitale di rischio sarà stato dissipato o ridotto ad un livello minimo⁴⁸, i soci avranno interesse ad investire in un numero di progetti rischiosi maggiore rispetto a quanto accettato dai creditori esistenti e ad aumentare il rapporto tra debito e capitale di rischio⁴⁹: in caso di fallimento, infatti, i creditori potranno assorbire l'*upside* rimanente in via prioritaria rispetto ai soci⁵⁰. Il climax dell'opportunità dei soci è toccato quando viene meno ogni ragionevole

⁴⁶ JENSEN - MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 305-370.

⁴⁷ Così STANGHELLINI, *Proprietà e controllo*, (nt.45), 1047.

⁴⁸ V. GULLIFER - PAYNE, (nt. 42), 55. L'ammontare del capitale di rischio può essere altresì basso se la società, pur producendo profitto, procede annualmente alla distribuzione degli utili realizzati; tuttavia, in questo caso, gli incentivi ad intraprendere operazioni eccessivamente rischiose saranno bassi, poiché si potrebbe distruggere il potenziale generativo di profitto della società.

⁴⁹ Sul mutamento che l'avvicinarsi dell'insolvenza provoca sugli incentivi degli azionisti, indotti ad assumere rischi eccessivi, cfr. BREALEY-MYERS, *Principles of Corporate Finance*, 1996, McGraw-Hill, p. 491 ss.

⁵⁰ La misura in cui i soci saranno disposti ad assumersi il rischio del *downside* dipenderà tuttavia dalla forza del principio della responsabilità limitata all'interno della giurisdizione di riferimento. V., PRENTICE, (nt. 37), 265: "In un Paese in cui vige la regola del *piercing the corporate veil*, il rischio di divenire illimitatamente responsabili frenerà i soci".

prospettiva di evitare l'insolvenza, nella misura in cui i soci che hanno spinto la società ad agire a detrimento dei creditori non rispondono con il proprio patrimonio personale dei danni cagionati a questi ultimi⁵¹.

Di conseguenza, la regolamentazione imperativa degli interessi in gioco si giustificherebbe anche alla luce dell'allocazione del rischio dell'attività d'impresa nella fase di pre-insolvenza.

Tuttavia, come si vedrà, definire con precisione il concetto di insolvenza è estremamente complicato, pertanto può risultare inefficiente utilizzare tale criterio come confine rigido tra la tutela dei creditori fornita imperativamente dalla legge e l'assenza totale di tutela⁵². Esiste, inoltre, un periodo di poco precedente l'insolvenza in cui, nonostante non siano ancora state avviate le procedure fallimentari, i creditori necessitano di tutela contro le azioni che aumentano il rischio di *default* della società.

2. I problemi di *agency* tra *shareholder* e altri *stakeholder*

Per comprendere i rapporti tra i soggetti che entrano in relazione nello svolgimento dell'attività d'impresa, può risultare utile analizzare la struttura organizzativa di tali entità assumendo il punto di vista della teoria economica, la quale considera la società come l'insieme dei rapporti contrattuali - formali o impliciti - che afferiscono all'impresa⁵³.

⁵¹ V. MÜLBERT, *A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection*, in 7 EBOR, 2006, 364; DAVIES, (nt. 37), 306.

⁵² V., GULLIFER - PAYNE, (nt. 42), 106.

⁵³ Per una descrizione della teoria che descrive l'impresa come una "rete di contratti", v., JENSEN - MECKLING, (nt. 46), 305 ss.; EASTERBROOK - FISCHER, (nt. 16), 1 ss.; CHEFFINS, (nt. 35), 31 ss. In base a tale teoria dell'impresa, il diritto societario di qualsiasi ordinamento si occupa di creare gli strumenti normativi per risolvere i

Il rapporto tra i soci e gli amministratori può essere definito come una relazione *principal-agent*⁵⁴, in cui i membri dell'organo amministrativo sono gli *agents*, incaricati dai soci (*principals*) di gestire l'impresa nel loro interesse, comunque definito. Ognuno dei rapporti tra *principal* e *agent* afferenti all'attività d'impresa comporta dei "problemi di *agency*", ossia dei conflitti d'interesse che sorgono ogniqualvolta il benessere di una parte, il *principal*, dipenda dalle azioni intraprese dall'altra parte, l'*agent*⁵⁵. Generalmente, difatti, l'*agent* possiede informazioni maggiori rispetto al *principal*; finché quest'ultimo non sarà in grado di sostenere i costi necessari a monitorare l'adempimento della prestazione promessa, l'*agent* sarà incentivato a sfruttare tale asimmetria informativa per agire in maniera opportunistica⁵⁶.

Le regole di diritto societario hanno pertanto il compito di contenere i conflitti di interesse afferenti alle relazioni d'impresa attraverso la creazione di norme volte a motivare gli *agent* ad agire nell'interesse dei *principal* piuttosto che nel proprio⁵⁷.

In assenza di vincoli imposti da regole di diritto, difatti, si ipotizza che, nel rapporto di agenzia tra proprietari dell'impresa ed amministratori

conflitti di interesse in cui si sostanzia la forma societaria, ossia quelli inerenti al rapporto tra proprietari-manager, tra soci di controllo-soci di minoranza, tra società-terzi.

⁵⁴ Vengono così definiti i rapporti obbligatori, in cui una parte (l'*agent*) promette una prestazione a un'altra (il *principal*).

⁵⁵ Così, KRAAKMAN ET AL., (nt. 17), 29.

⁵⁶ Per una definizione del concetto di "comportamenti opportunistici", v. WILLIAMSON, (nt. 34), 47-49. Una delle ragioni alla base della tendenza degli *agent* a comportarsi in maniera opportunistica consiste nel fatto che generalmente essi detengono un numero maggiore di informazioni rispetto al *principal* circa le circostanze rilevanti nel caso concreto.

⁵⁷ V. HANSMANN - KRAAKMAN, *Agency problems and Legal Strategies*, in KRAAKMAN ET AL., (nt. 17), 35-53.

della stessa, i soci cercheranno di stabilire un insieme di condizioni, di incentivi, e di controlli per far sì che il comportamento dell'organo di gestione tuteli esclusivamente i loro interessi. Per garantirsi che gli amministratori perseguano la massimizzazione del proprio profitto⁵⁸, tuttavia, i soci dovranno sopportare dei “costi di agenzia”⁵⁹; in caso di comportamenti devianti degli organi di gestione, essi subiranno le perdite residuali sul valore del patrimonio investito.

Oltre al problema di agenzia inerente al rapporto tra proprietari dell'impresa e manager dagli stessi preposti, se ne identificano altri due: il conflitto tra i soci di maggioranza e di minoranza⁶⁰, nonché quello tra la società - in particolare i soci - e gli altri *stakeholder* con i quali la società entra in relazione contrattuale, in primo luogo i creditori sociali, i dipendenti e i clienti commerciali.

Seguendo la prospettiva che analizza l'impresa in base alla rete di contratti ad essa afferenti, gli amministratori sono preposti alla gestione dalla società, per conto della quale agiscono, ma non entrano in contatto diretto con

⁵⁸ Per una descrizione delle teorie che illustrano i diversi obiettivi degli amministratori rispetto alla massimizzazione dello *shareholder value*, v. WILLIAMSON, *Managerial Discretion and Business Behaviour*, in *American Economic Review*, 53, 1963, in cui l'autore introduce il concetto di “preferenza della spesa” per sostenere che gli amministratori tendono a appropriarsi del benessere da loro generato da alcuni tipi di spese (canoni di locazione, vetture della società etc.). Cfr., DONALDSON, *Managing Corporate Wealth: The Operations of a Comprehensive Financial Goals System*, New York, 1984, il quale, a seguito di una serie di interviste con i maggiori dirigenti di grandi aziende, riporta che le motivazioni alla base del comportamento degli stessi sono sostanzialmente di tre tipi: la “sopravvivenza” (evitare che l'azienda esca dal mercato), “l'indipendenza e l'autosufficienza (la libertà di prendere decisioni in autonomia, anche rispetto al mercato finanziario esterno).

⁵⁹ V., PRATT - ZECKHAUSER, *Principal and Agents: The Structure of Business*, Harvard Business School Press, 1984; KRAAKMAN ET AL., (nt. 17), XIII-XVI.

⁶⁰ I primi sono gli “agent” poiché detengono il controllo dell'impresa, mentre i soci di minoranza non sono in grado di incidere sulle scelte strategiche.

i creditori sociali e, pertanto, non hanno alcun dovere nei confronti di questi ultimi, che sono terzi rispetto al rapporto contrattuale tra amministratori e società⁶¹.

Per assicurare che la società, attraverso gli organi di gestione, non agisca egoisticamente a danno dei creditori sociali, si pone quindi il problema di individuare se sia necessario predisporre un sistema di disposizioni giuridiche volte a salvaguardare le pretese di tali *principal*.

Prima di approfondire tale questione, si rileva che la misura del conflitto di interessi tra società e creditori non è fissa, ma varia a seconda che il sistema di finanziamento dell'impresa si basi sul ricorso al credito bancario o ad altre forme di sostentamento, che la struttura proprietaria sia ristretta o diffusa, che gli amministratori siano al contempo soci ovvero siano soggetti esterni⁶².

⁶¹ HERTIG, KANDA, *Transactions with creditors*, in Kraakman et al., (nt. 17), 115 ss.

⁶² V., AGUILERA - JACKSON, *The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants*, in 28 *Academy of Management Review*, 2003, 447-465, ove gli autori, a partire dall'approccio sociologico dell'"istituzionalismo incentrato sugli attori" (capitale, lavoro e management) di Scharpf, creano un modello teorico per identificare e spiegare le differenze esistenti nei sistemi di *corporate governance* delle diverse economie capitaliste, al fine di concettualizzare una nuova teoria della *corporate governance* nei termini della sua *embeddedness* [incorporazione] nei diversi sistemi sociali di riferimento, sottolineando che "*social relations are the fundamental unit of analysis, rather than ontological actors, frozen in space and time and isolated from social and cultural context*"(449). Cfr., il fenomeno della *Rechtskultur*, che individua l'ordinamento giuridico come parte e frutto di un'identità culturale, poiché prodotto di un processo naturale che parte dalla vita quotidiana di una nazione, alla quale è inscindibilmente legato. V., ULMER, *Harmonisierungsschranken des Aktienrechts*, Heidelberg, 1998, 113. ove l'autore analizza come l'organizzazione societaria rispecchi la filosofia di stato. Per esempio, il sistema monistico della *public company* (*executive* e *non-executive director* senza un organo di controllo autonomo) si fonderebbe sul principio democratico e rispecchierebbe il rapporto tra parlamento ed esecutivo nella forma di governo parlamentare tipica del sistema inglese, in cui il controllo è in mano all'assemblea degli azionisti (*general meeting*) che delega al *board of directors* la conduzione degli affari ma detiene il potere di revocare i *director* con decisione semplice.

Nei Paesi in cui i maggiori finanziatori delle imprese sono quelli istituzionali, i costi di agenzia per i *principal* sono tendenzialmente bassi: essi, infatti, sono in grado di tutelarsi autonomamente in via contrattuale attraverso i *covenant* finanziari, di monitorare adeguatamente la gestione della società garantendo la presenza di un proprio membro nel consiglio di amministrazione e di esercitare pressioni, anche politiche, per vedere riconosciuti dalla legge i propri interessi di gruppo⁶³.

Tuttavia, occorre tenere in considerazione una variabile, ossia che le relazioni di interesse tra soci, amministratori e creditori si distinguono all'interno di due idealtipi societari⁶⁴: le società ad azionariato ristretto con uno o più soci in grado di incidere in maniera determinante sulle politiche gestionali, da una parte; le società ad azionariato diffuso, prive di soci di controllo, dall'altra.

Nel caso delle società ad azionariato ristretto, gli amministratori sono espressione dei soci di controllo; di conseguenza, le posizioni di interesse dei soci in grado di incidere sulle decisioni rilevanti e quelle degli amministratori spesso si sovrappongono. Riducendosi sensibilmente il problema di *agency* tra maggioranza e amministratori, tende ad acuirsi quello tra gruppo di controllo e creditori sociali.

Di conseguenza, se l'impresa si trova in uno stato di crisi, gli amministratori, subendo le pressioni dei soci⁶⁵, non sono motivati a segnalare

⁶³ V. ENRIQUES - MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in 86 Cornell Law Review, 2001, 1202-3; ARMOUR - CHEFFINS - SKEEL, *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, in 55 Vanderbilt Law Review, 2002, 1699.

⁶⁴ Sul concetto di idealtipo, v. WEBER, *Gesammelte Aufsätze zur Wissenschaftslehre*, 1968, Tübingen, 190 ss.

⁶⁵ V. AGUILERA - JACKSON, (nt. 62): “Agency costs arise because shareholders face problems in monitoring management...comparisons focus on the degree of

l'aggravarsi del dissesto; anzi, tenderanno a procrastinare l'apertura delle procedure concorsuali. Tale fenomeno si acuirà nel caso in cui, come spesso accade nelle società a responsabilità limitata, siano gli stessi soci ad occuparsi della gestione: in questo caso, la posizione di *agent* e *principal* verrà a coincidere in capo ai *residual claimant* che, come soci, considereranno conveniente continuare a condurre l'attività d'impresa per tentare il salvataggio della stessa e, come amministratori, saranno tentati di continuare a ricevere i compensi derivanti dall'incarico il più a lungo possibile.

Nei sistemi in cui è forte la presenza di soci di controllo in grado di incidere in maniera determinante sulle politiche gestionali, sarà particolarmente rilevante il ruolo delle norme di diritto societario in materia di *corporate governance*⁶⁶.

Diversamente, nelle società aperte, le posizioni di interesse di amministratori e soci risultano più frequentemente distinte. Gli investitori delle società ad azionariato diffuso, tuttavia, essendo titolari di piccoli portafogli diversificati di azioni, solitamente non detengono né le conoscenze né gli incentivi per monitorare l'operato degli *agent* specializzati: in questo caso, la responsabilità limitata avrà il vantaggio di ridurre i costi connessi al

ownership concentration where concentrated ownership leads to stronger external influence on management while fragmentation tends to pacify shareholder voice" (448, 450).

⁶⁶ Ciò è vero soprattutto in Italia, dove la maggioranza delle società per azioni adotta il sistema di tradizionale di amministrazione e controllo, che permette ai soci che dominano l'assemblea generale di nominare la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione. Anche in Germania sono diffuse le società ad azionariato concentrato, ma la categoria degli *stakeholder* costituita dai dipendenti della società è rappresentata direttamente nel consiglio di sorveglianza delle società per azioni che superano certe soglie dimensionali. Conseguentemente, nelle società per azioni di diritto tedesco la separazione tra proprietà e controllo è più forte che in quelle italiane.

finanziamento dell'impresa, in quanto limita le perdite potenziali alla sola parte di patrimonio investita⁶⁷.

Per stimare correttamente la necessità del ricorso a norme imperative di tutela dei creditori sociali, risulta cruciale cercare di individuare quali decisioni possano integrare un comportamento gravemente opportunistico nei confronti dei creditori e quali no.

In dottrina, si classificano come forme deboli di opportunismo quelle derivanti dalla violazione dello standard di correttezza e diligenza da parte degli amministratori, in conseguenza delle quali è la stessa società a subire dei danni patrimoniali⁶⁸. In questo caso, i creditori sociali si possono tutelare attraverso la richiesta di garanzie personali oppure ottenendo privilegi dalla società.

Nei casi di forme gravi di opportunismo, invece, i creditori anteriori, già esistenti al momento dell'assunzione di un rischio eccessivo da parte dell'impresa, avranno difficoltà ad autotutelarsi contrattualmente. Si pensi, per esempio, al caso dei dipendenti di un'impresa che, in seguito ad una deliberazione di ingenti distribuzioni di utili ai soci, rischiano di perdere la propria retribuzione a causa della diminuzione della liquidità della società.

A prescindere dalla funzione di anticipare o meno l'uscita dal mercato della società, le norme che identificano i doveri degli amministratori rappresentano quindi uno strumento di *corporate governance*, poiché definiscono *ex ante* ed in maniera tassativa l'assetto degli interessi in gioco.

3. I creditori sociali: una categoria eterogenea

⁶⁷ Di conseguenza, il prezzo che gli azionisti sono disposti a pagare per sopportare il rischio dell'agire dei manager è riflesso nel prezzo di mercato delle azioni.

⁶⁸ V., MÜLBERT, (nt. 51), 374.

Per cercare di valutare se sia necessario o meno che il legislatore predisponga un sistema normativo volto a proteggere gli interessi dei creditori sociali, non si può prescindere dall'analizzare il problema anche dal punto di vista dei destinatari di queste forme di tutela.

Prendendo le mosse dal diritto civile, sono creditori sociali le parti che entrano in un rapporto obbligatorio con la società scambiando la prestazione di un bene o di un servizio con il relativo diritto alla controprestazione patrimoniale. Rientrano all'interno di tale categoria, pertanto, classi di soggetti eterogenei quali, ad esempio, le banche, gli obbligazionisti, i fornitori, i consumatori, i lavoratori.

Dal punto di vista finanziario, come si è già esposto, i creditori, al pari dei soci in seguito alla deliberazione di distribuzione degli utili, sono titolari di un diritto di credito sui flussi di cassa della società. A differenza dei soci, tuttavia, i creditori sociali *“qualunque sia il loro grado individuale di accettazione del rischio, non hanno accettato di subordinare totalmente la propria soddisfazione all'andamento dell'impresa”*⁶⁹.

Nel valutare la necessità di una tutela imperativa finalizzata a proteggere i creditori sociali dai comportamenti opportunistici dei soci - *residual claimant* rispetto al patrimonio della società-, è necessario pertanto soffermarsi sulla capacità dei creditori di tutelarsi contrattualmente.

3.1. I creditori sofisticati

Sono tradizionalmente definiti sofisticati quei creditori volontari che, nel momento in cui decidono di concedere un finanziamento, detengono le conoscenze e il potere contrattuale per autotutelarsi dal rischio di un

⁶⁹ Così STANGHELLINI, *Proprietà e controllo*, (nt. 45).

investimento pericoloso (per esempio, banche, fondi istituzionali d'investimento, creditori commerciali)⁷⁰.

Tipicamente, essi detengono le informazioni necessarie e sono in grado di negoziare con la società debitrice tassi d'interesse adeguati al rischio di comportamento opportunistico sopportato⁷¹, oppure si garantiscono, attraverso, clausole contrattuali⁷², il potere di incidere sulla gestione della società.

Di conseguenza, si ritiene comunemente che i creditori sofisticati non necessitino di una tutela imperativa⁷³.

A ciò si aggiunge che, anche dopo aver ottenuto il prestito desiderato, gli amministratori sono naturalmente disposti a ridurre la rischiosità dell'impresa fintanto che saranno costretti a tornare sul mercato del credito per reperire le somme necessarie a continuare l'attività. Se avranno intrapreso progetti eccessivamente rischiosi, infatti, subiranno un aumento del tasso di interesse da corrispondere agli eventuali finanziatori, adeguato al nuovo rischio assunto, al quale si aggiungeranno i costi necessari ad una rinegoziazione dello stesso tasso di interesse. Di conseguenza, gli amministratori propenderanno per l'assunzione di una quantità subottimale di

⁷⁰ V., fra gli altri, BLUMBERG, *Limited Liability and Corporate Groups*, in *J. Corp. L.*, 1986, vol. 11, 618-19; LIPSON, *Directors' Duties to Creditors: Volition, Cognition, Exit and the Financially Distressed Corporation*, in *50 U.C.L.A.L. REV.*, 2003; ENRIQUES - GELTER, *Regulatory Competition in European Company Law and Creditor Protection*, in *EBOR* 7, 2006, 433.

⁷¹ LEEBRON, *Limited Liability, Tort Victims, and Creditors*, in *91 Colum. L. Rev.*, 1991, 1585.

⁷² Si tratta dei cosiddetti "bond covenants". V., ARMOUR, *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law*, in *63 Modern Law Review*, 2000, 355, 373.

⁷³ POSNER, (nt. 33), 507; EASTERBROOK- FISCHER, *Limited liability and the Corporation*, in *52 U. Chi. L. R.*, 1985. 105; LEEBRON, (nt. 71), 1585 (nota 114).

rischio soltanto nel momento in cui l'impresa non prevederà più di ricorrere al finanziamento sul mercato⁷⁴.

3.2. I creditori “non-adjusting”

Si definiscono creditori *non-adjusting*⁷⁵ i creditori deboli (piccoli fornitori di beni o servizi, consumatori, dipendenti), che non detengono il potere contrattuale o le informazioni necessarie per imporre al debitore clausole contrattuali o garanzie che consentano loro di scontare pienamente il rischio dell'inadempimento dal valore della prestazione attesa⁷⁶.

Ne consegue che, in caso di comportamenti opportunistici dei soci, gli effetti pregiudizievoli ricadranno interamente sulle loro spalle.

⁷⁴ Così, EASTERBROOK - FISCHER, (nt. 16), 64-65.

⁷⁵ La distinzione terminologica tra creditori “*adjusting*” e “*non-adjusting*” risale agli studi di analisi economica del diritto. In particolare, la nozione di creditori *non-adjusting* fu coniata da BEBCHUK- FRIED, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, in 105 *Yale Law Journal*, 1996, 882-891, come segue: “A “*nonadjusting creditor is a creditor that, for one reason or another, cannot or does not adjust the terms of its loan to reflect the effect on its loan of all the arrangements the borrower enters into with other creditors, including the creation of security interests which, under full priority, completely subordinate the nonadjusting creditor's claim in bankruptcy*”. Cfr., ARMOUR, *Legal Capital: an Outdated Concept?*, in EBOR, 2006, 11. Esula dalla presente trattazione la necessità di apporfondire l'ulteriore distinzione minoritaria tra *perfectly adjusting creditors* e *poorly adjusting creditors*, a seconda che i creditori siano in grado di negoziare le clausole contrattuali sulla base della situazione finanziaria del singolo debitore ovvero di incidere solamente su una serie di contratti ad applicazione collettiva.

⁷⁶ V. HANSMANN - KRAAKMAN, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, *Yale Law Journal*, 1920. Alcuni autori includono nella categoria dei *non-adjusting creditors* soltanto i creditori involontari, poiché i creditori deboli sarebbero comunque in grado di reagire ad un aumento del rischio di inadempimento del debitore. Per esempio, un fornitore potrebbe prevedere che la proprietà dei beni forniti passi al debitore soltanto dopo il pagamento del prezzo degli stessi, mentre un cliente potrebbe scegliere di diversificare il rischio. Cfr., GULLIFER - PAYNE, (nt. 42), 74-75, ove tuttavia si precisa che questa categoria di creditori incontra serie difficoltà a tutelarsi contrattualmente, anche per l'impossibilità di monitorare il debitore.

Rispetto alla necessità di tutela imperativa dei creditori *non adjusting*, sussistono teorie contrapposte: mentre parte della dottrina sostiene che il legislatore debba salvaguardare imperativamente gli interessi di tali creditori⁷⁷, altri autori ritengono che, pur essendo soltanto i creditori sofisticati in grado di negoziare per compensare contrattualmente il rischio dell'investimento concesso, le tutele ottenute da questi ultimi potranno essere beneficate anche dai creditori deboli, in grado di fare *free riding* sulle stesse⁷⁸. Per esempio, le forme di monitoraggio dell'attività d'impresa quali i limiti alla distribuzione dei dividendi o le clausole che prevedano l'obbligo di mantenere un certo valore finanziario ridurranno il rischio d'insolvenza della società, con un conseguente beneficio generalizzato per tutti i creditori sociali. A tale tesi, tuttavia, si obietta che possono comunque sorgere esternalità negative per i creditori deboli qualora le garanzie ottenute dai creditori sofisticati siano personali⁷⁹.

I creditori deboli sarebbero comunque in grado di autotutelarsi procedendo alla diversificazione degli investimenti effettuati. Tale rimedio, tuttavia, non può essere facilmente adottato da tutti i creditori deboli: se, difatti, un fornitore può decidere di distribuire i propri prodotti a diverse imprese, lo stesso non può dirsi per coloro che nell'impresa hanno fornito il proprio lavoro⁸⁰. Gli amministratori e i lavoratori, per esempio, non potranno diversificare il rischio del proprio investimento, anzi, saranno legati all'impresa in maniera esclusiva da patti di non concorrenza e, nella maggior

⁷⁷ DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, I, 2006, 491; MÜLBERT, (nt. 51), 357-408.

⁷⁸ Cfr. ENRIQUES - MACEY, (nt. 63), 1172; ENRIQUES - GELTER, (nt. 70), 417, 430.

⁷⁹ FERRAN, *The place for creditor protection on the agenda for modernization of company law in the European Union*, ECFLR, 2006, 178, 192; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori – L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, 2009.

⁸⁰ EASTERBROOK - FISCHER, (nt. 16), 67.

parte dei casi, sopporteranno costi aggiuntivi in caso di fallimento della società⁸¹.

Sussiste poi una categoria particolare di creditori *non-adjusting*, ossia quella dei creditori involontari, come le vittime da fatto illecito, la protezione dei quali risulta essenziale soprattutto con riferimento alle fasi di dissesto dell'impresa⁸². A differenza dei creditori volontari, infatti, essi non saranno in grado di affrontare il problema dell'assunzione di un rischio eccessivo, in quanto incapaci di ottenere alcuna informazione sul valore del patrimonio dell'impresa prima di diventarne creditori.

4. Conclusioni: necessità di tutela imperativa dei creditori *non-adjusting*

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, il principio della responsabilità limitata dei soci a quanto conferito integra una regola di partecipazione unilaterale dei creditori al rischio del fallimento delle società di capitali⁸³.

In particolare, i creditori sono sottoposti al rischio che, all'avvicinarsi dell'insolvenza, gli amministratori intraprendano operazioni che abbattano il patrimonio netto della società e che, conseguentemente, vanifichino le pretese del ceto creditorio nel corso delle procedure fallimentari.

⁸¹ Si pensi, per esempio, alla perdita del lavoro, a quella della parte variabile della retribuzione, come i premi di risultato o il valore delle *stock-options*.

⁸² Rientrano nella categoria dei creditori involontari anche le agenzie statali e regionali incaricate della riscossione dei tributi e delle sanzioni amministrative che, tuttavia, a differenza delle vittime di fatti illeciti, non hanno difficoltà ad iniziare le procedure per riscuotere coattivamente il credito.

⁸³ Così, MÜLBERT, (nt. 51), 370.

Identificato il problema, si è riflettuto sulla necessità di disposizioni imperative che impongano agli amministratori di tenere in considerazione gli interessi dei creditori nelle decisioni intraprese quando il patrimonio conferito dai soci scarseggia. In altre parole, si è posta la questione di valutare se sussista la necessità di imporre dei doveri di tutela nei confronti dei creditori sociali agli amministratori che, nella fase di pre-insolvenza, si confrontino con la scelta di continuare, di porre fine o di ristrutturare l'impresa.

A tale scopo, si osserva che imporre delle regole imperative contro il rischio di svalutazione della pretesa creditoria potrebbe risultare una strategia inefficiente qualora gli strumenti normativi individuati si rivelassero inadeguati ed eccessivi rispetto allo scopo.

In prima istanza, infatti, occorre tenere presente che i creditori sociali non si trovano tutti nelle medesime condizioni nel momento in cui entrano in contatto con la società e in costanza del conseguente rapporto obbligatorio.

In secondo luogo, non si deve dimenticare che un eccesso di tutela aumenterebbe i costi di transazione per l'impresa, che verrebbero poi scaricati sugli stessi creditori deboli attraverso una diminuzione degli interessi sul credito, producendo un effetto paradossale.

Una tutela efficiente, pertanto, dovrebbe tendere ad equiparare le condizioni dei creditori deboli a quelle raggiunte contrattualmente dai creditori sofisticati e proteggere i creditori deboli da quei rischi che un creditore sofisticato non avrebbe accettato volontariamente al momento della definizione della propria pretesa⁸⁴.

⁸⁴ Tra questi, non può rientrare il rischio del fallimento dell'impresa causato da condizioni di mercato o da fatti non imputabili alla responsabilità dei soci o amministratori, poiché il principio della responsabilità limitata ha proprio la funzione di liberare i soci da questo rischio. V., MÜLBERT, (nt. 51), 371.

Se è difficile negare che le regole abbiano un costo, tuttavia, questo può ritenersi giustificato qualora si riveli inferiore alle esternalità negative che si registrerebbero in assenza di regole. In altre parole, è efficiente “un’*etero-regolamentazione* [che] ha maggiori probabilità di evitare l’assunzione di decisioni inefficienti di quante ne abbia l’autoregolazione privata”⁸⁵. È il caso delle norme che proteggono i creditori dalle decisioni dei soci/amministratori che conducono la società ad agire in maniera opportunistica nel caso in cui, assumendo decisioni differenti, la società non avrebbe perso la prospettiva di continuità aziendale o avrebbe evitato il fallimento.

A ciò si aggiunga che, quando la mancanza di trasparenza, la presenza di asimmetrie informative o genericamente i costi dell’agire per vie legali rendono difficile un’azione collettiva dei creditori, il mercato tende alla sottoproduzione di un bene - nella specie, la norma di tutela dei creditori - che abbia un’efficacia universale e indipendente dal contributo dato da ciascun beneficiario alla formazione della tutela⁸⁶. La *regulation*, infine, presenta il vantaggio di fornire dei modelli alla prassi contrattuale e di abbassare conseguentemente sia le asimmetrie informative sia i costi della tutela per i creditori⁸⁷.

Come dimostrato nel corso del presente capitolo, pertanto, una tutela imperativa si rivela necessaria in presenza di creditori involontari, privi della facoltà di tutelarsi autonomamente, o di creditori deboli, per i quali la negoziazione risulta eccessivamente costosa.

⁸⁵ Così, DENOZZA, *Norme efficienti*, Milano, Giuffrè, 2002, 73; cfr. anche EASTERBROOK - FISCHER, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in 70 *Virginia Law Rev.*, 1984, 700.

⁸⁶ V. DENOZZA, (nt. 77), 499.

⁸⁷ L’abbassamento dei costi di negoziazione è particolarmente importante quando le somme in gioco sono basse, tipicamente nelle piccole società chiuse.

Nella prosecuzione della trattazione si descriveranno quindi le strategie normative che alcuni ordinamenti di *civil* e di *common law* hanno adottato per far sì che, all'avvicinarsi dello stato di insolvenza, gli amministratori agiscano nell'interesse dei creditori sociali e non siano portati ad assecondare quelli dei loro *principal*.

CAPITOLO II

LA DELIMITAZIONE DELLO STATO DI PRE-INSOLVENZA

Come illustrato nel capitolo precedente, il beneficio della responsabilità limitata per le obbligazioni sociali produce l'effetto collaterale di incentivare coloro che controllano la società a porre in essere comportamenti opportunistici nei confronti dei creditori sociali.

Tale tendenza emergerebbe in particolare in prossimità dell'insolvenza, nella cosiddetta "*twilight zone*", quando la società si trova in uno stato di crisi non irreversibile.

L'importanza dell'analisi di tale fase non deriva soltanto dalla necessità di apprestare una tutela per i creditori deboli ma altresì dalla difficoltà di individuare un punto di equilibrio tra il rischio di un proseguimento antieconomico dell'esercizio dell'impresa e l'esigenza di risanamento della stessa.

Come si vedrà, in assenza di una nozione legislativa, la *twilight zone* deve essere determinata in negativo, a partire dalla definizione dello stato di insolvenza dell'impresa societaria.

Nel presente capitolo, pertanto, si studierà la nozione giuridica di insolvenza, per cercare poi di individuare l'estensione della pre-insolvenza e di analizzare le condizioni economiche che caratterizzano l'impresa in tale fase.

1. Lo stato d'insolvenza: il quadro normativo europeo

A livello europeo, non esiste una nozione uniforme di “insolvenza” ma lo stato di insolvenza rileva esclusivamente in connessione con l’apertura delle “procedure di insolvenza” transfrontaliere, disciplinate dal Regolamento n. 1346/2000⁸⁸.

Tale fonte fornisce i criteri per individuare la giurisdizione competente e la legge applicabile alle procedure di insolvenza nei confronti del debitore (individuo o persona giuridica) che abbia beni o creditori in più di uno Stato membro.

Ai fini del Regolamento, per procedure di insolvenza s’intendono le "procedure concorsuali fondate sull'insolvenza del debitore che comportano lo spossessamento parziale o totale del debitore stesso e la designazione di un curatore"⁸⁹.

⁸⁸ V. Regolamento CE n. 1346/2000 del Consiglio, del 29 maggio 2000, entrato in vigore nel maggio 2002, relativo alle procedure di insolvenza. Per un’analisi comparatistica sull’applicazione di tale Regolamento e per le proposte di modifica dello stesso presentate dalla Commissione Europea al Parlamento e al Consiglio, si veda il Report dello studio condotto dalle Università di Heidelberg e di Vienna scaricabile dal sito http://ec.europa.eu/justice/civil/document/index_en.htm.

⁸⁹ V. art. 1, c. 1, reg. n. 1346/2000 CE. Sono escluse le procedure d’insolvenza riguardanti le imprese assicuratrici, gli enti creditizi, le imprese di investimento che forniscono servizi implicanti la detenzione di fondi o di valori mobiliari di terzi, gli organismi di investimento collettivo. In base all’all. A, sono procedure d’insolvenza rientranti nell’ambito di applicazione del Regolamento, le seguenti:

- per l’Italia: il Fallimento, il Concordato preventivo, la Liquidazione coatta amministrativa - di cui alla Legge Fallimentare r.d. 16 marzo 1942, n. 267 modificata da ultimo dalla L. 9 agosto 2013, n. 98 - e l’Amministrazione straordinaria, disciplinata dal d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270: "Nuova disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza", aggiornato con le modifiche apportate dalla L. 17 dicembre 2012, n. 221;

- per la Germania: *das Konkursverfahren, das gerichtliche Vergleichsverfahren, das Gesamtvollstreckungsverfahren, das Insolvenzverfahren* (Insolvenzordnung entrato in vigore l’01.01.1999);

I presupposti per l'apertura di tali procedure, nonché la disciplina processuale delle stesse sono determinati in base alla legislazione dello Stato membro di apertura⁹⁰, individuato nel territorio in cui il debitore ha la sede degli interessi principali (*centre of main interests* o c.d. COMI). Per le società e per le persone giuridiche, una presunzione relativa fa coincidere il COMI con il luogo in cui è collocata la sede statutaria⁹¹. La procedura principale,

- per il Regno Unito: *winding-up by or subject to the supervision of the Court, Creditors' voluntary winding-up (with confirmation by the Court), Administration including appointments made by filing prescribed documents with the court, Voluntary arrangements under insolvency legislation, Bankruptcy or sequestration* (Insolvency Act 1986). Rientrano tra le procedure di insolvenza di cui all'art. 2, lett. a, Reg. 1346/2000 le «procedure di liquidazione», ossia quelle “*che comportano la liquidazione dei beni del debitore, anche se la procedura è chiusa in seguito ad un concordato o ad altra misura che ponga fine all'insolvenza o è chiusa a causa di insufficienza dell'attivo*”. Si tratta, per l'Italia, del fallimento, del concordato preventivo con cessione di beni, della liquidazione coatta amministrativa, dell'amministrazione straordinaria con programma di cessione dei complessi aziendali o con programma di ristrutturazione di cui sia parte integrante un concordato con cessione dei beni; per la Germania, del *Konkursverfahren*; *Gesamtvollstreckungsverfahren*; *Insolvenzverfahren*; per il Regno Unito, del *winding up by or subject to the supervision of the court*; *winding up through administration, including appointments made by filing prescribed documents with the court*; *creditors' voluntary winding up (with confirmation by the court)*; *Bankruptcy or sequestration*.

⁹⁰ V. art. 4, prg. 1 e 2, reg. CE n. 1346/2000: “*Salvo disposizione contraria del presente regolamento, si applica alla procedura di insolvenza e ai suoi effetti la legge dello Stato membro nel cui territorio è aperta la procedura (...). La legge dello Stato di apertura determina le condizioni di apertura, lo svolgimento e la chiusura della procedura di insolvenza (...)*”.

⁹¹ V. art. 3, prg. 1., reg. CE n. 1346/2000. Per "centro degli interessi principali" si dovrebbe intendere il luogo in cui il debitore esercita in modo abituale, e pertanto riconoscibile dai terzi, la gestione dei propri interessi. A tale proposito, si presume, salvo prova contraria, che esso coincida con il luogo in cui le società hanno registrato la sede sociale. Ne consegue che, a meno che i creditori siano in grado di provare che il COMI è mantenuto nello Stato di origine, alla reincorporazione di una società conseguirà il mutamento del diritto fallimentare applicabile. Per un'analisi comparatistica delle possibili conseguenze pregiudizievoli per la posizione dei creditori sociali, v. MUCCIARELLI F. M., *Freedom of Reincorporation and the Scope of Corporate Law in the U.S. and in the E.U.*, in *Tulane Journal of International and*

così determinata, ha portata universale e tende a comprendere tutti i beni del debitore.

Se il debitore ha uno stabilimento in un territorio differente da quello della sede principale, i giudici dello Stato di riferimento potranno aprire una procedura secondaria, in parallelo con la principale, i cui effetti, tuttavia, saranno limitati ai beni collocati nel territorio dello stabilimento secondario⁹².

All'epoca dell'emanazione del Regolamento, il Consiglio dell'Unione Europea considerava l'armonizzazione delle procedure di insolvenza quale strumento per migliorare il funzionamento del mercato interno minacciato dai casi di fallimento aventi effetti transfrontalieri.

Il principio dell'universalità della procedura, infatti, è stato pensato dalle istituzioni dell'Unione per evitare fenomeni di *forum shopping* a danno dei creditori sociali, consistenti nel trasferimento di beni o di procedimenti giudiziari da un Paese dell'Unione ad un altro, con l'unico scopo di beneficiare di una migliore situazione giuridica⁹³.

Comparative Law, 20, 2012. In merito alla individuazione del COMI, il *leading case* della Corte di Giustizia è il caso C-341/04, *Eurofood IFSC Ltd*, 2006.

⁹² V. art. 3, prg. 2, reg. CE n. 1346/2000. Prima dell'apertura della procedura principale, il diritto di chiedere l'apertura di una procedura di insolvenza nello Stato membro in cui il debitore ha uno stabilimento spetta esclusivamente ai creditori locali o è limitato ai casi in cui non si può aprire una procedura principale a norma del diritto dello Stato membro nel quale è situato il centro degli interessi principali del debitore. Scopo di tale restrizione è limitare i casi in cui è chiesta l'apertura di una procedura territoriale di insolvenza prima dell'apertura della procedura principale.

⁹³ V. Considerando 4, reg. 1346/2000 CE. Per un'analisi sui fenomeni di *forum shopping* a danno dei creditori sociali connessi al trasferimento internazionale della sede sociale prima dell'avvio della procedura d'insolvenza, v. BENEDETTELLI, "Centro degli interessi principali" del debitore e *forum shopping* nella disciplina comunitaria delle procedure di insolvenza transfrontaliera, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2004, 499 ss.; RINGE, *Forum Shopping under the EU Insolvency Regulation*, in *European Business Organization Law Review*, 2008, 579 ss.; EIDENMÜLLER, *Abuse of law in European insolvency law*, in ECFR, 2009; MUCCIARELLI F. M., *The Function of Corporate Law and the Effects of Reincorporations in the U.S. and the*

Non essendo stata prevista una procedura di insolvenza avente valore universale, tuttavia, sono state mantenute le differenze esistenti fra i diritti sostanziali degli Stati membri.

Ne consegue che, ad oggi, i creditori potrebbero essere trattati in maniera diversa a seconda dello Stato membro in cui il debitore ha la propria sede d'affari.

Per far fronte a tale problematica, la Commissione ha recentemente proposto una modernizzazione del Regolamento sulle procedure di insolvenza (che comunque riguarderebbe soltanto i casi di insolvenza transfrontaliera)⁹⁴, seguita da alcuni emendamenti del Parlamento Europeo, approvati in data 5 febbraio 2014⁹⁵.

La riforma prospettata mira a sviluppare un nuovo approccio che sposterebbe l'attenzione del legislatore dalla liquidazione all'aiuto alle imprese in difficoltà finanziarie e, allo stesso tempo, alla tutela del diritto dei creditori alla restituzione di quanto prestato⁹⁶.

E.U., in 20 *Tul. J. Int'l & Comp. Law Rev.*, 2011-2012, 421 ss.; *id.*, *The Hidden Voyage of a Dying Italian Company, from the Mediterranean Sea to Albion*, in *European Company and Financial Law Review*, 2012, 571.

⁹⁴ V., Commissione Europea, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Council Regulation (EC) N. 1346/2000 on insolvency proceedings*, Strasburgo, 12 dicembre 2012, COM(2012) 744 final, 2012/0360 (COD). Tale proposta è stata preceduta da una consultazione pubblica lanciata il 29 marzo 2012, che ha ricevuto 134 risposte. La Commissione ha altresì preso in considerazione i risultati di uno studio esterno condotto da un consorzio tra l'Università di Heidelberg e quella di Vienna per valutare l'applicazione del Regolamento sull'insolvenza. Un'altro studio esterno diretto da GHK e Milieu ha poi analizzato i dati empirici sull'impatto delle varie opzioni di riforma. I documenti qui richiamati sono tutti disponibili online all'indirizzo http://ec.europa.eu/justice/newsroom/civil/news/121212_en.htm.

⁹⁵ V.,

<http://www.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?lang=fr&reference=2012/0360%28COD%29>.

⁹⁶ Così la comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio e al Comitato economico e sociale europeo: *"The European response should be to*

La definizione attualmente vigente di “procedimenti d’insolvenza”, infatti, corrispondendo ad un concetto tradizionale di insolvenza, denota esclusivamente le procedure volte alla liquidazione e alla distribuzione tra i creditori dei beni rimanenti nel patrimonio sociale⁹⁷.

La nuova frontiera del diritto fallimentare, a detta della Commissione, sarebbe invece quella di aiutare le imprese in difficoltà a sopravvivere, salvaguardando allo stesso tempo gli interessi legittimi dei creditori, e di incoraggiare gli imprenditori a ritentare l’inserimento sul mercato dopo la liquidazione⁹⁸.

A tale proposito, la Commissione sottolinea l’importanza di distinguere, nella legislazione interna, tra le procedure applicabili ai fallimenti “onesti” - ossia ai casi in cui la responsabilità per la bancarotta non è attribuibile in maniera conclamata all’imprenditore o agli amministratori- e quelle applicabili ai fallimenti “fraudolenti o negligenti”. Nel primo caso, gli Stati membri dovrebbero incoraggiare il rilancio dell’attività d’impresa; nel secondo, invece, aggravare la responsabilità dei soggetti coinvolti⁹⁹.

La Commissione si è resa conto del fatto che uno dei punti di debolezza del Regolamento attualmente in vigore è quello di non comprendere, nel proprio campo di applicazione, le procedure nazionali che forniscono degli

create an efficient system to restore and reorganize business so that they can survive the financial crises, operate more efficiently and when necessary, make a fresh start”, Strasburgo, 12 dicembre 2012, p. 2, scaricabile on line dal sito http://ec.europa.eu/justice/newsroom/civil/news/121212_en.htm.

⁹⁷ Così, HESS-OBERHAMMER-PFEIFFER, *External Evaluation of Regulation n. 1346/2000/EC on Insolvency Proceedings*, 2012, 10, reperibile online all’indirizzo http://ec.europa.eu/justice/newsroom/civil/news/121212_en.htm.

⁹⁸ V. Commissione europea, (nt. 96), p.3: “*The challenge is to address adequately and swiftly the debtor’s financial difficulties while protecting the creditor’s legitimate interests and ensuring access to justice to all parties*”.

⁹⁹ V. Commissione europea, (nt. 96), p. 5.

strumenti di ristrutturazione della società in stato di pre-insolvenza (c.d. “*pre-insolvency proceedings*”), né quelle che non prevedono la sostituzione del management (c.d. “*hybrid proceedings*”)¹⁰⁰. Le procedure ibride sono così definite perché, pur differendo dalla procedura fallimentare, si distinguono dai procedimenti di ristrutturazione stragiudiziale del debito in quanto non necessitano del consenso di tutti i creditori sociali ma vincolano anche la minoranza dei creditori dissenzienti.

Poiché il vuoto normativo a livello transfrontaliero potrebbe frustrare le aspettative dei creditori di debitori a cui si applicano regimi normativi differenti, l’obiettivo dell’Unione europea è quello di far fronte adeguatamente e tempestivamente alle situazioni di difficoltà finanziaria dei debitori, per soddisfare le pretese dei creditori sociali e, allo stesso tempo, facilitare il salvataggio e la ristrutturazione aziendale.

Di conseguenza, nella proposta di modifica del Regolamento n.1346/2000 recentemente presentata dal Parlamento Europeo e dal Consiglio, il campo di applicazione dello stesso viene rivisto ed esteso ai procedimenti giudiziali o amministrativi di ristrutturazione del debito, sempre che siano supervisionati da un organo giudiziario¹⁰¹.

¹⁰⁰ V. Commissione europea, (nt. 96), p. 2: “*The Regulation’s scope does not cover national procedures which provide for the restructuring of a company at a pre-insolvency stage (“pre-insolvency proceedings”) or proceedings which leave the existing management in place (“hybrid proceedings”). However, such proceedings have recently been introduced in many Member States and are considered to increase the chances of successful restructuring of business*”.

¹⁰¹ V., art. 1 Proposta del Parlamento europeo e del Consiglio di modifica del Regolamento n. 1346/2000: “*This Regulation shall apply to collective judicial or administrative proceedings, including interim proceeding, which are based on a law relating to insolvency or adjustment of debt and in which, for the purpose of rescue, adjustment of debt, reorganisation or liquidation, (a) the debtor is totally or partially divested of his assets and a liquidator is appointed, or (b) the assets and affairs of the debtor are subject to control or supervision by a court*”.

Tale proposta rispecchia la recente tendenza degli ordinamenti di riferimento di introdurre i procedimenti ibridi, che combinano alcune caratteristiche dei procedimenti stragiudiziali con quelli giudiziali. Lo scopo comune di tali riforme è stato quello di prevenire lo stato di insolvenza del debitore attraverso degli accordi con i suoi creditori, sottoposti all'approvazione dell'autorità giudiziaria¹⁰².

Ad oggi, tuttavia, in assenza di un'armonizzazione piena sulla nozione di insolvenza, sussistono ancora differenze rilevanti all'interno degli ordinamenti europei nei criteri utilizzati per individuare il momento di apertura delle relative procedure¹⁰³: in alcuni casi, i procedimenti fallimentari possono essere avviati soltanto nei confronti dei debitori che si trovano in una grave crisi finanziaria, integrante lo stato di insolvenza¹⁰⁴. In altri, invece, i

¹⁰² V., in Italia, l'accordo di ristrutturazione dei debiti (Art. 182bis, l.fall.), il piano di risanamento attestato [da un professionista] (art. 67, n. 3, l. d), l.fall.) e il concordato preventivo (artt. 161 - 182 l.fall.); in Inghilterra, invece, lo “*scheme of arrangement*” (sec. 896-901 *Companies Act* 2006), che non prevede lo spossessamento del debitore ma la ristrutturazione del debito (soprattutto nei confronti dei creditori finanziari) sotto la supervisione della corte. Il vantaggio principale di tali procedimenti è che essi non sono procedure collettive, ma coinvolgono soltanto i creditori interessati.

¹⁰³ Un altro problema riguarda l'assenza di armonizzazione sul termine entro il quale il debitore deve obbligatoriamente dare avvio alle procedure concorsuali: in alcuni Stati membri, la società ha due settimane di tempo dopo essere diventata insolvente per presentare l'istanza di fallimento; in altri, l'obbligo di presentare la relativa istanza sorge entro due mesi dalla data in cui il debitore assume la consapevolezza dello stato di insolvenza. In altri ancora (Germania), l'istanza deve essere presentata entro 45 giorni dalla cessazione dei pagamenti. La durata di tale periodo incide sulla possibilità per il debitore di risolvere la crisi finanziaria. Mentre una *deadline* troppo stretta rischia di rendere impossibile il salvataggio dell'impresa, una scadenza troppo flessibile può frustrare irrimediabilmente le *chances* per i creditori di trovare soddisfazione nel fallimento.

¹⁰⁴ V., per l'Italia, l'art. 5, l.fall, in base al quale, presupposto per presentare domanda o istanza di fallimento, è la dimostrazione dell'inadempimento sistematico delle proprie obbligazioni da parte della società. A ciò si aggiunga che in base all'art. 15, c. 9, l.fall., il tribunale può rigettare la domanda di apertura del concorso se l'ammontare dei debiti scaduti e non onorati è inferiore ad €30.000,00. Similmente,

creditori possono avviare le procedure anche nei confronti delle società ancora solventi¹⁰⁵, per prevenire un probabile stato di insolvenza imminente.

Così come non è possibile reperirla a livello sovranazionale, neppure all'interno dell'ordinamento italiano, inglese e tedesco è possibile rinvenire una definizione legislativa di "società insolvente", mentre la condizione economica che sottende lo "stato di insolvenza" viene individuata in base all'utilizzo di differenti criteri, che verranno descritti nel dettaglio¹⁰⁶.

in Germania, la giurisprudenza sul §92 (2) AktG ha stabilito che l'obbligo per gli amministratori di avviare la procedura concorsuale scatta soltanto se lo stato di illiquidità è risultato insanabile per almeno tre settimane e se colpisce o si prevede che eccederà il 10% dei debiti in scadenza (BGH 24 Maggio 2005, BGHZ 163, 134).

¹⁰⁵ Negli Stati Uniti, per esempio, gli incentivi forniti agli azionisti e agli amministratori per iniziare le procedure di cui al Chapter 11 tempestivamente hanno fatto sì che, nonostante non vi sia alcun obbligo formale degli amministratori di avviare la procedura concorsuale, i casi di procedure iniziate su istanza dei creditori siano la minoranza. Recentemente, all'interno dell'Unione Europea, è emersa la tendenza ad introdurre un ulteriore motivo di insolvenza, la c.d. *imminent cash flow insolvency*, al fine di ricomprendere le situazioni in cui è prevedibile che la società, ancora solvente, diverrà insolvente a breve termine.

Per esempio, in Germania, in base al §18, Abs. 2 *Insolvenzordnung*, la società si trova in stato di *drohende Zahlungsunfähigkeit* quando „er voraussichtlich nicht in der Lage sein wird, die bestehenden Zahlungspflichten im Zeitpunkt der Fälligkeit zu erfüllen“. In questo caso, gli amministratori non avranno l'obbligo ma la facoltà di richiedere l'apertura delle procedure di insolvenza ovvero di ristrutturazione del debito.

¹⁰⁶ V. Per un'ampia analisi comparatistica dei presupposti dell'insolvenza, V. STEFFEK, *Insolvenzgründe in Europa - Rechtsvergleich, Regelungsstrukturen und Perspektiven der Rechtsangleichung*, in KTS, 3, 2009, 320. In Italia, la dottrina aziendalistica sottolinea che mentre lo stato di crisi è una nozione economico-aziendalistica, l'insolvenza è un concetto prettamente giuridico, che sussiste soltanto al momento della sentenza di dichiarazione del fallimento (DI CARLO, *Le caratteristiche economiche delle imprese fallite: una sintesi del dato nazionale*, in *L'istruttoria prefallimentare*, (a cura di) Ferro-Di Carlo, Milano, 2010, 10, 56).

La definizione dello stato di insolvenza riveste comunque una rilevanza specifica in funzione della tutela dei creditori sociali¹⁰⁷ rispetto ai comportamenti opportunistici della maggioranza di controllo.

Come visto, la nozione di insolvenza, utilizzata come criterio per imporre l'apertura delle procedure fallimentari, incide sui rapporti di agenzia tra soci e creditori sociali: imponendo l'arresto dell'attività d'impresa, essa fissa il momento in cui l'asimmetria tra il diritto di disporre del patrimonio sociale e l'allocazione del rischio d'impresa diviene economicamente intollerabile. Se l'attività d'impresa proseguisse, infatti, il rischio imprenditoriale verrebbe trasferito sui creditori sociali¹⁰⁸. Nel momento in cui emerge la possibilità di avviare le procedure fallimentari, invece, viene data ai creditori sociali l'opportunità di assumere la disponibilità del patrimonio sociale.

Nella misura in cui comporta lo spossessamento dell'impresa, la nozione legale di insolvenza è in grado di anticipare o di ritardare la salvaguardia dei creditori sociali rispetto a decisioni gestorie favorevoli ai soci ma ad essi pregiudizievoli, poiché impone di sostituire gli amministratori nominati dai soci con un organo gestorio imparziale.

Infine, come si vedrà diffusamente in seguito, anche a prescindere dall'avvio delle procedure fallimentari, la definizione di stato di insolvenza, se unita a norme sulla responsabilità degli amministratori, può determinare un mutamento nei doveri di gestione dell'impresa a favore dei creditori sociali.

¹⁰⁷ Per un'analisi degli effetti della definizione dello stato di insolvenza in termini di allocazione del rischio d'impresa, v. EIDENMÜLLER, (nt. 37), 239-258.

¹⁰⁸ BACHNER, *Creditor Protection in Private Companies. Anglo-German perspectives for a European legal discourse*, Cambridge Univ. Press, 2009, 49.

1.1 *Cash-flow insolvency*

In tutti e tre gli ordinamenti di riferimento, una società viene ritenuta in stato di insolvenza, ai fini della dichiarazione di fallimento, se versa nell'incapacità di adempiere ai debiti in scadenza secondo le modalità stabilite all'atto dell'assunzione delle relative obbligazioni¹⁰⁹.

Si tratta pertanto di uno stato d'indebitamento tale per cui la disponibilità finanziaria della società (liquidità e credito) risulta inferiore rispetto ai debiti esigibili¹¹⁰. In altre parole, la società non dispone di risorse sufficienti per pagare i propri creditori.

In base a tale nozione, non rileva il patrimonio posseduto dalla società: conseguentemente, versa in stato di insolvenza anche quell'impresa che, pur avendo beni nell'attivo patrimoniale, non sarà in grado di liquidarli e di pagare i creditori alle scadenze pattuite.

Allo stesso modo, non si può escludere l'insolvenza in presenza di un *surplus* delle attività sulle passività: nel caso in cui il bilancio di una società presenti un attivo superiore al passivo ma quest'ultimo sia rappresentato da debiti a breve termine mentre le attività siano composte prevalentemente da

¹⁰⁹ V., per l'Italia, art. 5, 2 c., l. fall., in base al quale lo “*stato di insolvenza si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni*”; nel Regno Unito, in base all'*Insolvency Act* 1986 sec. 122, una società può essere *wound up* al ricorrere di diversi presupposti, tra i quali l'incapacità di pagare i propri debiti (che è altresì presupposto per un *administration order* o per iniziare una transazione sul debito); la sec. 123 (1)(e) specifica poi che tale condizione ricorre nel momento in cui viene dimostrato che “*the company is unable to pay debts as they fall due*”; per il diritto tedesco, in base al § 17 InsO, l'incapacità di pagare è il requisito generale per l'apertura del fallimento; la legge specifica poi che il debitore è insolvente “*wenn er nicht in der Lage ist, die fälligen Zahlungspflichten zu erfüllen*” (c.d. *Zahlungsunfähigkeit*).

¹¹⁰ V. GOODE, *The Principles of Corporate Insolvency Law*, London, 2011, 112-113.

immobilizzazioni, tale impresa potrà essere considerata in stato di *cash-flow insolvency*.

Paradossalmente, inoltre, il passivo può superare l'attivo patrimoniale senza che l'imprenditore rischi di essere dichiarato insolvente qualora sia ancora in grado di procurarsi sul mercato del credito i mezzi finanziari sufficienti per pagare i debiti in scadenza.

Negli ordinamenti di riferimento, la nozione di insolvenza ha la caratteristica di distinguersi dal concetto di inadempimento¹¹¹: mentre la prima rappresenta una situazione finanziaria, il secondo è un fatto esteriore omissivo che può rilevare come uno dei possibili indici¹¹² dai quali si può valutare l'impossibilità della società di adempiere puntualmente alle obbligazioni pecuniarie scadute o già contratte ma non ancora scadute, insufficiente di per sé ad integrare lo stato di insolvenza¹¹³. Un debitore, per esempio, può essere inadempiente senza essere insolvente se, nonostante la

¹¹¹ V., STEFFEK, voce *Insolvency (Corporate)*, in *Max Planck Encyclopedia of European Private Law*, 2011, 903-904: "Finally, in Europe there is a tendency to negate cash flow insolvency if the payment delay is only temporary (...) In those countries [France], the suspension of payments, which according to § 17(2) German *Insolvenzordnung* is only a rebuttable presumption for cash flow insolvency, has been promoted to being the main legal definition....In some European legal systems [Italy, Germany] cash flow insolvency requires much more than just minor liquidity gaps". Potrebbe essere un sintomo dell'insolvenza anche il mancato pagamento di un solo creditore, purché la relativa pretesa corrisponda ad una somma di misura non indifferente (v., per la Germania, BGH NJW 2002, 515, 517; per l'Italia, Cass., sent. 30 settembre 2004, n.19611). V., per l'Italia, FERRO (a cura di), *La legge fallimentare, Commentario teorico-pratico*, Cedam, 2011, 76-78.

¹¹² L'insolvenza, inoltre, si può manifestare anche indipendentemente dagli inadempimenti, attraverso altri fattori esteriori, più o meno eclatanti, rivelatori del dissesto, quali il pagamento con mezzi straordinari, la fuga o latitanza dell'imprenditore, la chiusura dei locali aziendali o il trafugamento, la sostituzione o la diminuzione fraudolenta dell'attivo da parte dell'imprenditore, come esemplificato nell'ordinamento italiano dall'art. 7, c. 1, n. 1) l.fall.

¹¹³ V., SANDULLI, *Commento sub art. 5 l.fall.*, in *Commentario Jorio-Fabiani*, I, 2006, 89.

disponibilità di mezzi patrimoniali liquidi, non onori i propri debiti per negligenza o perché in stato di difficoltà temporanea.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, l'elemento più importante nel definire il concetto di insolvenza è costituito dall'irreversibilità dello stato di crisi in cui si trova l'impresa insolvente, che non sarà mai più in grado raggiungere l'equilibrio fra liquidità e debiti necessario per svolgere l'attività commerciale nel rispetto degli impegni assunti con i propri creditori¹¹⁴.

L'insolvenza è quindi integrata da uno stato di dissesto irreversibile ed insanabile, tale per cui l'impresa insolvente risulta priva di qualsiasi prospettiva di continuità aziendale.

Nella prassi, tuttavia, non risulta semplice per l'interprete definire in maniera netta la linea di confine tra crisi transitoria e insolvenza irreversibile; si tratta infatti di un complesso giudizio prospettico sulla reversibilità o meno del dissesto ad un dato momento temporale.

La domanda cruciale risulta quindi la seguente: la società sarà in grado di pagare i propri debiti continuando ad esercitare l'attività d'impresa?

La risposta può essere individuata soltanto nella prassi degli ordinamenti giuridici di riferimento.

Nella maggioranza dei casi, risulta abbastanza semplice determinare se la società stia o meno onorando i propri debiti divenuti esigibili. Non è altrettanto semplice, tuttavia, delimitare i confini della prognosi di solvibilità,

¹¹⁴La società insolvente, infatti, non riesce più a concludere accordi stragiudiziali per sanare la propria posizione, non ha più accesso al credito bancario o commerciale, né riesce più ad ottenere dai soci nuovo capitale. V. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, (nt. 45), 124: “*In realtà, l'insolvente è tale proprio perché su di lui il mercato finanziario ha espresso un giudizio negativo: nessun potenziale finanziatore ha ritenuto conveniente finanziarlo alle condizioni che, dato il suo patrimonio, egli era in grado di offrire*”.

rispetto alla quale si pone la questione se occorra valutare solamente i debiti già scaduti, oppure anche quelli a scadenza imminente e, in tal caso, quale sia l'orizzonte temporale da tenere in considerazione. Ancora, devono essere ricompresi nel test di solvibilità i debiti esigibili rispetto ai quali il creditore ha concesso una dilazione al pagamento? Per decidere se una società detiene risorse sufficienti, i giudici devono avere a riguardo solamente alla liquidità disponibile o altresì ai crediti del debitore?

Per quanto riguarda il diritto inglese, visto che la definizione legislativa dello stato di *cash-flow insolvency* è stata introdotta soltanto con la riforma dell'*Insolvency Act* del 1985, la giurisprudenza sul concetto di insolvenza e di debiti esigibili è piuttosto scarsa.

Per risolvere gli interrogativi di cui sopra, tradizionalmente, è stato fatto riferimento alla giurisprudenza australiana, assai copiosa sul punto in quanto in tale ordinamento il concetto di insolvenza si basa unicamente sul test di solvibilità¹¹⁵.

Nello stabilire se una società è in grado di far fronte ai propri debiti, le corti australiane considerano sia le liquidità correnti sia le entrate che la società può realizzare a breve termine. Per esempio, la società può fare affidamento sulla somma di denaro che potrà ottenere a titolo di prezzo dalla vendita di beni o dal prestito di denaro. Viene in considerazione la posizione finanziaria nel suo complesso, cosicché una mancanza temporanea di liquidità non significa necessariamente che la società è insolvente.

Conseguentemente, sono stati considerati sintomi di insolvenza l'emissione di una serie di assegni impagati o post-datati, la richiesta delle banche di ridurre gli assegni scoperti, la presenza di fornitori che insistevano

¹¹⁵ V., s. 95A, *Corporations Act* 2001.

sul pagamento in contanti come condizione della distribuzione di beni, l'addivenire ad accordi speciali con i creditori, l'incapacità di produrre bilanci sottoposti a revisione entro le scadenze, la ricezione di diffide ad adempiere da parte dei creditori¹¹⁶.

Fino a tempi recenti, tuttavia, non era chiaro quali debiti venissero presi in considerazione nell'interpretazione dell'espressione "*as they fall due*" e, in particolare, se la prognosi comprendesse anche debiti non ancora esigibili. La giurisprudenza australiana ha risposto affermativamente e, di recente, tale orientamento è stato esplicitato anche dalla giurisprudenza inglese, che ha attribuito al giudice la facoltà di valutare anche i debiti futuri¹¹⁷.

Il diritto tedesco introduce una presunzione di insolvenza dal momento in cui la società debitrice ha cessato i pagamenti¹¹⁸. L'interruzione dei pagamenti può essere accompagnata da quei comportamenti esteriori commissivi che inducono le controparti contrattuali (non necessariamente la generalità dei creditori) a ritenere che la società sia incapace di far fronte alle proprie obbligazioni, sia cioè incapace di adempiere ad un debito essenziale

¹¹⁶ *Lewis v Doran* NSWCA 243, (2005) 219 ALR 555. Si tratta delle medesime circostanze indiziarie (comportamenti di mero fatto assunti dall'imprenditore nella fase pre-fallimentare, comportamenti dell'imprenditore in violazione di norme giuridiche, comportamenti di terzi indiziari del venir meno del credito bancario) che la prassi italiana utilizza per valutare se sussista o meno uno stato di insolvenza. V., BONFATTI-CENSONI, *Manuale di Diritto fallimentare*, Padova, 2011, 18.

¹¹⁷ *BNY Corporate Trustee Services Ltd & Ors v Neuberger* [2013], UKSC 28.

¹¹⁸ V., § 17 Abs. 2, Satz 2, InsO: "*Zahlungsunfähigkeit ist in der Regel anzunehmen, wenn der Schuldner seine Zahlungen eingestellt hat*".

o ad una parte non irrilevante di un debito esigibile¹¹⁹. L'adempimento di una parte esigua del debito non esclude la cessazione dei pagamenti¹²⁰.

La società è insolvente quando non può adempiere ai debiti in scadenza a causa di un'insufficienza oggettiva di risorse liquide, alla quale non può essere posto rimedio a breve termine. Non rileva, pertanto, la cessazione volontaria dei pagamenti¹²¹, né uno stato temporaneo di *impasse* nei pagamenti.

Se l'insolvenza non è riconoscibile esternamente, entra in gioco la giurisprudenza del Bundesgerichtshof (BGH), che ha distinto tra carenza temporanea di liquidità ("*Zahlungsstockung*") e insolvenza grave e permanente. La prima sussiste quando la società è nella situazione di potersi procurare, nel giro di tre settimane massimo, le risorse necessarie per far fronte ai debiti in scadenza e così uscire dall'*impasse*¹²². Comunque, anche qualora trascorrono inutilmente le tre settimane, la società non verserà automaticamente nello stato di insolvenza, poiché una carenza di liquidità esigua non integra l'insolvenza quando sussista l'aspettativa fondata che la

¹¹⁹FLEISCHER (a cura di), *Handbuch des Vorstandsrechts*, München, 2006, § 20, Rn. 21. Anche nella prassi italiana rileva l'entità dell'inadempimento: l'incapacità di fare fronte ad un debito esiguo, infatti, viene ritenuta spesso un grave indizio dell'insolvenza del debitore, soprattutto se relativa a servizi essenziali, poiché si presume la mancanza della liquidità minima per consentire l'adempimento delle obbligazioni quotidiane. Al pari, vengono considerati sintomi dello stato di insolvenza il mancato pagamento delle imposte iscritte a ruolo e dei contributi previdenziali. V., MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve alla l. fall.*, Padova, 2009, 27; Cassazione, 18 giugno 2004, n. 11393, in *Giust. civ. Mass.*, f. 6.

¹²⁰ BGH ZIP 2006, 2222, 2223f.; *sub* § 17 InsO, Rn. 12, in UHLENBRUCK - HIRTE - VALLENENDER, *Insolvenzordnung Kommentar*, München, 2010.

¹²¹ Anche nell'ordinamento italiano, non è di per sé un fatto idoneo a dimostrare la sussistenza dello stato di insolvenza il rifiuto volontario del debitore ad adempiere, ma può semplicemente costituirne un indizio. Cfr., MAFFEI ALBERTI, (nt. 119), 28.

¹²² Così il *leading case* del 24 maggio 2005, in BGH ZIP 2005, 1426. Cfr., §17 InsO, in KÜBLER-PRÜTTING-PAPE, *Kommentar zur Insolvenzordnung*, Rn. 18.

società riesca a superare il deficit di liquidità in un tempo prevedibile e i creditori possano attendere nel frattempo. Al riguardo, il BGH¹²³ ha stabilito che se la carenza di liquidità che non è sanabile nei tre mesi consista in una somma inferiore al 10% dell'ammontare totale dei debiti esigibili, è integrata la fattispecie dell'insolvenza persistente (poiché è già prevedibile che il deficit aumenterà di oltre il 10%), a meno che l'aspettativa di recupero sia giustificata da circostanze straordinarie¹²⁴. Se il deficit di liquidità è pari a ovvero eccede il 10% dei debiti, allora è integrata l'insolvenza. Pertanto, la peculiarità che avvicina la disciplina tedesca a quella inglese è che la delimitazione tra carenza solo temporanea di liquidità e insolvenza si basa su circostanze oggettive ma allo stesso tempo prognostiche. L'amministratore che si trovi di fronte alla scelta di iniziare o meno il procedimento fallimentare dovrà predisporre un bilancio di liquidità, che non si risolva nella liquidità sussistente in un dato giorno ma consista in un bilancio tra i debiti esigibili in un dato momento e le risorse finanziarie disponibili in quello stesso momento ovvero nel giro di tre settimane¹²⁵.

Anche nell'ordinamento italiano, è stata la giurisprudenza a concretizzare il concetto di "stato di insolvenza". Come in Germania, non rilevano le difficoltà temporanee ad adempiere ma si deve trattare di inadempimenti perduranti e strutturali¹²⁶, accompagnati dall'incapacità di

¹²³ BGH ZIP 2005, 1426, 1429 ss.

¹²⁴ Pertanto, coloro che agiscano nei confronti dell'amministratore per risarcimento danni da *Insolvenzverschleppungshaftung* in caso di deficit di liquidità inferiore al 10% hanno l'onere di allegare e provare che sussistevano le circostanze straordinarie idonee a vincere la presunzione.

¹²⁵ V., KLEINDIEK, *Anh zu § 64*, in *Kommentar zum GmbHG*, (a cura di) Lutter-Hommelhoff, 2011, 1500. Vi rientrano, per esempio, i crediti della società che diventano esigibili a breve termine oppure le somme ricavate dalla vendita di cespiti aziendali.

¹²⁶ V., Cass., 4 marzo 2005, n. 4789, Mass. CED; Cass., 27 febbraio 2008, n. 5215.

attrarre credito e di indebitarsi senza intaccare le garanzie patrimoniali. Sulla base della nozione legislativa di stato di insolvenza, assume rilevanza essenziale l'interpretazione dell'incapacità dell'imprenditore di "soddisfare regolarmente" i propri creditori.

La dottrina che si è interrogata sul significato dell'avverbio regolarmente non ha raggiunto una posizione unanime ma si sono contrapposti diversi filoni interpretativi: in base al primo, il concetto di regolarità nell'adempimento viene interpretato sistematicamente alla luce delle norme sull'esattezza dell'adempimento delle obbligazioni in generale, di cui agli artt. 1176 ss. c.c.¹²⁷. Sarebbe regolare, pertanto, l'adempimento tempestivo e puntuale della prestazione pattuita, eseguito utilizzando mezzi normali di pagamento.

L'enfasi sul tipo di risorse impegnate per il pagamento è sottolineata dal secondo orientamento dottrinale¹²⁸ e rimarcata dalla giurisprudenza più attuale della Corte di Cassazione, che ritiene regolare il pagamento effettuato con i mezzi derivanti dall'ordinario esercizio dell'impresa¹²⁹. Di recente, con riferimento a tale orientamento, è stata enfatizzata, in dottrina, l'importanza della regolare pianificazione finanziaria dell'impresa come discriminante per

¹²⁷ V., FERRARA, *Il fallimento*, Milano, Giuffrè, 1974, 128.

¹²⁸ Così, AZZOLINA, *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, Torino, 1961, 284.

¹²⁹ Così, Cass., sent. n. 9856 del 28 aprile 2006, nella quale viene statuito il principio per il quale "ai fini della dichiarazione di fallimento, lo stato di insolvenza dell'imprenditore è configurabile anche in assenza di protesti, pignoramenti e azioni di recupero dei crediti, i quali non costituiscono parametro esclusivo del giudizio sul dissesto, posto che invece è la situazione di incapacità del debitore a fronteggiare con mezzi ordinari le proprie obbligazioni a realizzare quello stato, secondo la previsione della L. Fall., art. 5, quali che siano gli inadempimenti in cui si concretizza e i fatti esteriori con cui si manifesta"; Cass., n. 25961 del 5 dicembre 2011; Cass., 17 febbraio 2012, n. 2351.

definire il pagamento “regolare” o meno¹³⁰. L’insolvenza costituirebbe pertanto una disfunzione di tale programmazione da parte dell’imprenditore. A differenza dell’insolvenza civile, infatti, l’insolvenza commerciale è connessa al depauperamento della garanzia patrimoniale, come suggerito dall’espressione di “non essere più in grado” di soddisfare le obbligazioni. In questo modo, non viene in rilievo la condotta singola dell’imprenditore rispetto ad ogni rapporto debitorio ma la situazione dinamica in cui si trova la società in relazione al complesso delle operazioni economiche, valutato al momento estintivo dei rapporti in corso¹³¹. Per poter essere apprezzata, infatti, l’insolvenza non può essere una situazione patrimoniale transitoria ma deve permanere per un periodo di tempo sufficiente per consentire al giudice di svolgere il giudizio sull’irreversibilità dello stato di crisi. La giurisprudenza della Corte di Cassazione, difatti, ha riconosciuto l’insolvenza “*in uno stato d’impotenza strutturale dell’imprenditore a soddisfare regolarmente e con mezzi normali le proprie obbligazioni, a seguito del venir meno delle condizioni di liquidità e di credito necessarie allo svolgimento della propria attività commerciale*”¹³².

Un ultimo orientamento dottrinale, sulla base di un’interpretazione teleologica della legge fallimentare, quale meccanismo volto a soddisfare forzatamente e congiuntamente i creditori sociali, ha ritenuto essenziale

¹³⁰ V., GALLETTI, *Stato di insolvenza*, in Cavallini, *Commentario alla legge fallimentare*, Milano, 2010, 94, 96; id., *La ripartizione del rischio di insolvenza*, Il Mulino, 2006, 158, ove l’autore sottolinea che l’art. 5 l.fall. “*rischia di diventare non già una clausola generale, bensì una norma in bianco, destinata soltanto a recepire valori extra-giuridici*”, nella misura in cui i presupposti di fatto dell’insolvenza non si rinvengono nelle disposizioni di legge ma nella teoria aziendalistica, alla quale fa riferimento implicito la giurisprudenza che, nelle azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori, non rinunci a sindacare le scelte che incidono sul merito economico dell’impresa.

¹³¹ V., CAVALLI, in AA.VV., *La riforma della legge fallimentare*, Bologna, 2006, 30.

¹³² Così, Cassazione, 27 febbraio 2008, n. 5215, in Massimario CED.

l'idoneità del patrimonio della società a garantire la *par condicio creditorum* nella soddisfazione degli stessi¹³³.

La giurisprudenza di merito sembra ancorata al primo orientamento, tenendo tuttavia in considerazione che la soddisfazione di alcuni soltanto tra i creditori esclude la regolarità dell'adempimento¹³⁴.

1.2 *Balance-sheet insolvency*

Indipendentemente dal raggiungimento dello stato di crisi finanziaria descritto nel paragrafo precedente, solitamente le società di capitali al crepuscolo attraversano una fase in cui il valore dell'attivo patrimoniale non risulta sufficiente a coprire i debiti: si tratta della cosiddetta *balance-sheet insolvency* o *Überschuldung*¹³⁵.

Tale stato di squilibrio tra l'importo dei debiti e quello degli impieghi attivi della società potrà sfociare nell'incapacità di reperire la liquidità necessaria ad onorare regolarmente i propri debiti che caratterizza la *cash-*

¹³³ V., ANDRIOLI, *Fallimento*, (dir. priv.), Enciclopedia del diritto, XVI, Milano, 1967, 317. Tale elemento viene considerato determinante dalla giurisprudenza della Corte di Cassazione nella valutazione circa l'applicazione dell'art. 5. L. fall. alle società che versino in stato di liquidazione, per le quali "*la valutazione del giudice ... deve essere diretta unicamente ad accertare se gli elementi attivi del patrimonio sociale consentano di assicurare l'eguale ed integrale soddisfacimento dei creditori sociali*" (Cass., 4 luglio 2013, n. 16752).

¹³⁴ A tal proposito, sono interessanti i risultati della ricerca recentemente condotta dall'Osservatorio sulle Crisi di Impresa (OCI) nei tribunali di merito italiani, illustrata da TAMPONI, *Accertamento dell'insolvenza: profili temporali; regolarità degli adempimenti; impresa in attività; impresa in liquidazione*; in FERRO-DI CARLO (a cura di), (nt. 106), 303 ss.

¹³⁵ V. STEFFEK, (nt. 106), 333, ove l'autore sostiene che da un punto di vista economico, una società di capitali tipicamente raggiunge prima lo stadio di indebitamento che quello di illiquidità e ciò in virtù del fatto che su un mercato del capitale efficiente, le società indebitate riescono ancora a reperire il credito necessario per fare fronte ai debiti in scadenza.

*flow insolvency*¹³⁶ ma il concetto di *deficit* di bilancio prescinde comunque dalla disponibilità di risorse liquide.

Al fine di anticipare la tutela dei creditori sociali contro la prosecuzione antieconomica dell'impresa¹³⁷, la maggioranza degli ordinamenti europei ha predisposto delle norme che si applicano già all'emergere dell'eccedenza del passivo sull'attivo patrimoniale.

Il ragionamento che sta alla base dell'introduzione di tale parametro si fonda sul fatto che la garanzia che la società è in grado di adempiere ai pagamenti in scadenza non costituisce una tutela sufficiente per i creditori sociali, allorché i debiti totali possano essere soddisfatti solamente in seguito alla liquidazione dei beni. Se questi fossero insufficienti, infatti, i titolari di crediti esigibili o a breve termine verrebbero sostanzialmente pagati a spese dei creditori successivi, ossia a danno di quei creditori che entrano in contatto con la società dopo che quest'ultima ha raggiunto uno stato di dissesto irreversibile.

Il diritto inglese identifica nel *balance-sheet test* un presupposto autonomo per individuare se la società versi o meno in uno stato di insolvenza¹³⁸. Anche se la definizione di *balance-sheet insolvency* non è unica, anzi può variare a seconda delle previsioni statutarie in materia, essa

¹³⁶ Come evidenziato nel paragrafo precedente, nella prassi si verificano delle situazioni in cui lo stato di insolvenza prescinde da quello di sbilancio patrimoniale. Si pensi, per esempio, alle società il cui patrimonio sia composto prevalentemente da beni immobili.

¹³⁷ Così, KLEINDIEK, (nt. 125), Rn. 13.

¹³⁸ V., BNY Corporate Trustee Services Ltd v Eurosail-UK 2007 - 3 BL plc: “s. 123(2) of the Insolvency Act 1986 requires the Court to make a judgment whether it has been established that, looking at the company's assets and making a proper allowance for its prospective and contingent liabilities, it cannot be reasonably expected to be able to meet those liabilities. If so, it will be deemed insolvent although it is currently able to pay its debts as they fall due”.

costituisce uno dei requisiti al ricorrere dei quali diventa giuridicamente obbligatorio dare avvio alle procedure di *winding up*¹³⁹ e di *administration*.

In secondo luogo, come si esporrà diffusamente nel capitolo successivo, il deficit patrimoniale è a fondamento della responsabilità degli amministratori in caso di liquidazione insolvente dell'impresa causata da *wrongful trading* e di *disqualification*.

Anche nel diritto tedesco, lo stato di *Überschuldung* costituisce una delle condizioni sufficienti a procedere all'avvio delle procedure di insolvenza¹⁴⁰. A seguito della crisi finanziaria del 2008, tuttavia, il legislatore ha mitigato tale obbligo, escludendolo nel caso in cui “la continuità dell'impresa sia da ritenersi molto probabile” in base alle circostanze concrete¹⁴¹. La valutazione circa la sussistenza dello stato di *Überschuldung*

¹³⁹ V., sec. 123 (2), Insolvency Act 1986, introdotta nel 1985: “*a company is unable to pay his debts if it is proved that the value of the company's assets is less than the amount of its liabilities*”. Il Companies Act del 1862, per converso, conteneva solamente una formulazione univoca di stato di insolvenza, che occorreva “*whenever it is proved to the satisfaction of the court that the company is unable to pay its debts*”. Tale definizione differiva da quella applicabile in caso di fallimento, che non faceva ricorso ad alcun test sulla solvibilità della società ma solamente agli atti di bancarotta commessi dal debitore. V., *Re Washington Diamond Mining Co* (1893); *Re European Life Assurance Society* (1896).

¹⁴⁰ V., § 19 InsO: „*Bei einer juristischen Person ist auch die Überschuldung Eröffnungsgrund*“. V., *Vorstandspflichten bei Verlust, Überschuldung und Zahlungsunfähigkeit*, in FLEISCHER, (nt. 119), §20, Rn. 23.

¹⁴¹ §19, Abs. 2, InsO, s. 1: „*Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt, es sei denn, die Fortführung des Unternehmens ist nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich*“. Tale deroga provvisoria è stata introdotta in seguito dell'attuazione di un pacchetto di misure per la stabilizzazione del mercato finanziario (*Finanzmarktstabilisierungsgesetz*) del 17.10.2008, la cui efficacia cesserà il 1 gennaio 2014. Si sottolinea inoltre che il parametro per definire lo stato di sovraindebitamento non è il bilancio d'esercizio, ma un bilancio d'indebitamento da redigersi appositamente in base a norme speciali. Per esempio, al passivo figurano soltanto i debiti reali, non il capitale sociale o le riserve volontarie, mentre all'attivo è conteggiato anche il valore delle immobilizzazioni immateriali.

non si compone di due nozioni distinte - lo sbilancio patrimoniale dal punto di vista contabile e la prognosi negativa circa la prosecuzione dell'attività di impresa - ma della valutazione dello stato patrimoniale del debitore in due fasi: in un primo momento, si valuta se le passività superano le attività della società da un punto di vista contabile (*rechnerische Überschuldung*) al valore di liquidazione; in caso di esito positivo, si passa poi al test sulla possibilità di continuazione dell'impresa in base alle circostanze finanziarie e allo scopo sociale¹⁴². Se questo risulta positivo, non sussiste lo stato di insolvenza per sovraindebitamento e il valore attribuito al patrimonio può essere corretto in base al valore dell'impresa in continuazione¹⁴³.

La nuova nozione di *Überschuldung* positivizza così un margine di discrezionalità in capo all'amministratore nel valutare se una società il cui patrimonio (attivo realizzabile) non copra più i propri debiti debba o meno essere posta in liquidazione. Non vigerà l'obbligo di arrestare l'attività d'impresa qualora - unitamente alla volontà dei soci in tal senso-, l'amministratore sia in grado di presupporre che prevalga la probabilità¹⁴⁴ che la società riesca a soddisfare i debiti esigibili nel futuro prossimo, ossia durante l'esercizio in corso o quello seguente (cosiddetta obiettiva probabilità di sopravvivenza - *objektive Fortbestehensfähigkeit*)¹⁴⁵.

¹⁴² Si tratta di un concetto simile allo *zweistufiger Überschuldungsbegriff* che era stato creato dalla giurisprudenza prima dell'entrata in vigore della riforma del 2008. V., HÜFFER, *Bewertungsprobleme in der Überschuldungsbilanz*, in FS Wiedemann, 2002, AktG § 92 Rn. 10, 11.

¹⁴³ V., BORK, *Wie erstellt man eine Fortführungsprognose?*, in ZIP, 2000, 1709; SCHULZ-BERT-LESSING, *Handbuch Insolvenz*, Freiburg-Berlin-München, 2009, 31 ss.

¹⁴⁴ BGHZ, 119, 201, 214.; KG Berlin, in *GmbHR*, 2006, 374, 376.

¹⁴⁵ Così, KLEINDIEK, (nt. 125), Rn. 24. L'introduzione di tale *solvency test* da parte del legislatore tedesco è avvenuta, a seguito della crisi finanziaria del 2008, per evitare che all'abbattimento del valore del patrimonio attivo delle società conseguisse l'obbligo di liquidare molte imprese che in pochi mesi avrebbero invece potuto essere risanate. Tale emendamento, tuttavia, non è stato accolto con favore

Una prognosi positiva sulla persistenza dell'impresa non implica una scelta totalmente libera da parte dell'amministratore -pena, come si vedrà, la responsabilità nei confronti dei creditori sociali- ma deve basarsi su un *business plan* predisposto in maniera diligente sulla base dei flussi di cassa attesi¹⁴⁶. Tale test di solvibilità può tener conto anche di eventuali misure di risanamento dell'impresa come, per esempio, le deliberazioni dell'assemblea dei soci sull'aumento di capitale o le cessioni di rami d'azienda non più produttivi.

Una particolarità è costituita dal diritto italiano, nel quale manca la fattispecie della *balance-sheet insolvency*¹⁴⁷. Tale stato non transitorio d'incapienza patrimoniale, tuttavia, rileva nel nostro ordinamento come uno

dalla dottrina, poiché ha riguardato in maniera generalizzata tutti i tipi di società, non solo quelle operanti nel settore finanziario (che comunque sono regolate da una disciplina speciale). V., ECKERT-HAPPE, *Totgesagte leben länger - Die (vorübergehende) Rückkehr des zweistufigen Überschuldungsbegriffs*, in *ZInsO*, 2008, 1098; SCHMIDT K., *Überschuldung und Insolvenzantragspflicht nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz*, in *DB* 2008, 2467, 2470.

¹⁴⁶ Si tratta di una prognosi sulla solvibilità. V., BGH DStR 2006, 2186; PAPE, *sub* §19 InsO, in Kübler - Prütting - Bork, (nt. 123), Rn 37 ss.; UHLENBRUCK, in Schmidt - Uhlenbruck, Rn 5, 122 ss.

¹⁴⁷ Si nota, tuttavia, un'assonanza con il concetto di "sovraindebitamento" che costituisce il presupposto per avviare la tipologia di concordato introdotto dal d.l. 22 dicembre 2011, n. 212 -confluito nella l. 29 gennaio 2012, n. 3- volto a comporre le crisi da sovraindebitamento, ossia "le crisi di liquidità del singolo debitore, vale a dire di famiglie o imprese, non assoggettabili alle ordinarie procedure concorsuali". In base all'originario art. 6, comma 2, il "sovraindebitamento" veniva definito come "una situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte, nonché la definitiva incapacità del debitore di adempiere regolarmente le proprie obbligazioni". Cfr., FABIANI, *Crescita economica, crisi e sovraindebitamento*, in *Corriere giur.*, 2012, 449 ss.; PANZANI, *Composizione delle crisi da sovraindebitamento*, in *Nuovo diritto delle società*, 2012, 9 ss. A seguito delle modifiche apportate dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, il sovraindebitamento è ora ricondotto ad un concetto univoco, "la situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte, che determina la rilevante difficoltà di adempiere le proprie obbligazioni, ovvero la definitiva incapacità di adempierle regolarmente".

degli indici dell'emersione dello stato di insolvenza¹⁴⁸ e, altresì, come presupposto normativo sul quale fondare, in via interpretativa, la responsabilità degli amministratori¹⁴⁹.

Negli ordinamenti in cui sussiste una nozione legislativa di *balance-sheet insolvency*, tuttavia, non risulta del tutto agevole stabilire se una società si trovi in tale stato, poiché la ricognizione è necessariamente condizionata dalla valutazione degli assets patrimoniali, che risente di margini di discrezionalità propri dell'interpretazione (e della redazione) del bilancio di esercizio¹⁵⁰, soprattutto qualora i beni che formano il patrimonio sociale non abbiano un prezzo di mercato facilmente stimabile (come, per esempio, le opere d'arte o altre immobilizzazioni materiali).

Pertanto, non è sempre detto che un deficit di bilancio temporaneo integri lo stato di *balance-sheet insolvency*, ma occorrerà valutare la composizione specifica dei debiti della società e considerare l'insieme delle risorse finanziarie della medesima.

Nonostante i due criteri in base ai quali determinare se la società versi in stato di insolvenza siano concettualmente distinti, nella prassi essi sono strettamente connessi: fintantoché l'impresa si trova in stato di continuità

¹⁴⁸ La giurisprudenza della Corte di Cassazione ha ripetutamente affermato che, sebbene, di per sé solo, un marcato sbilanciamento tra l'attivo e il passivo non fornisca la prova dell'insolvenza, esso, tuttavia, deve essere valutato “*perché l'eventuale eccedenza del passivo sull'attivo patrimoniale costituisce, pur sempre, nella maggior parte dei casi, uno dei tipici fatti esteriori che, a norma della L. Fall., art. 5, si mostrano rivelatori dell'impotenza dell'imprenditore a soddisfare le proprie obbligazioni*”. Così, Cass., 1 dicembre 2005, n. 26217; Cass., 16 febbraio 2012, n. 2296; Cass., 17 febbraio 2012, n. 2351; Cass., 22 maggio 2013, n. 12652.

¹⁴⁹ V. GALLETTI, *Brevi note sull'uso del criterio dei “netti patrimoniali di periodo” nelle azioni di responsabilità*, in *IL CASO.it*, documento n. 215/2010. Sul punto si tornerà ampiamente nel capitolo terzo della presente trattazione.

¹⁵⁰ Sulla discrezionalità della valutazione degli assets, v. GOODE, (nt. 110), 115: “*this is not an exact science but to a considerable extent a matter of judgment as to the amount a willing buyer would pay in the market when dealing with a willing seller*”.

aziendale, infatti, sono più alte le *chance* di riuscire a liquidare o a vendere il patrimonio sociale e di soddisfare il *balance-sheet test* rispetto al momento in cui la società diventi insolvente¹⁵¹.

2. La crisi d'impresa

Come si è anticipato¹⁵², nel diritto italiano lo stato di insolvenza non è direttamente connesso a quello di “*balance-sheet insolvency*”, che può essere superato da eventuali ricapitalizzazioni o dalla prospettiva di un favorevole andamento futuro degli affari¹⁵³.

Lo stato di crisi economico-patrimoniale dell'impresa non ancora insolvente, tuttavia, non è indifferente all'ordinamento italiano: pur non essendo descritto in una disposizione di legge, esso assume rilevanza giuridica nella misura in cui costituisce il presupposto per l'attivazione di istituti e di procedimenti creati per risolvere lo stato di difficoltà dell'impresa ed evitare la liquidazione fallimentare.

Originariamente, tale concetto venne introdotto nell'ordinamento giuridico italiano con la legislazione dell'emergenza, in termini di “crisi aziendale” o “crisi occupazionale” per tutelare l'occupazione dei lavoratori

¹⁵¹ Sul punto, v. GOODE, (nt. 110), 115: “*There is a close link between cash flow insolvency and balance sheet insolvency in that where a company is a going concern and its business can be sold as such with its assets in use in the business, those assets will usually have a substantially higher value than if disposed of on a break-up basis, divorced from their previous business activity. So a company which is commercially solvent has a much greater chance of satisfying the balance sheet test of insolvency than one which is unable to pay its debts as they fall due*”.

¹⁵² V., *supra*, nt. 141.

¹⁵³ V., fra le altre, Cass., 1 dicembre 2005, n. 26217.

subordinati o comunque per introdurre istituti di sostegno a favore di determinate categorie di soggetti deboli¹⁵⁴.

In seguito si è andato creando un vero e proprio statuto speciale per l'impresa in crisi¹⁵⁵, che è sfociato, nel diritto commerciale, nella definizione della disciplina dell'amministrazione straordinaria delle "grandi imprese in crisi"¹⁵⁶.

In ogni caso, l'emergere del concetto giuridico di "stato di crisi" non ha inciso direttamente sulla nozione di stato di insolvenza fino a che, in tempi recenti, è stata introdotta, per gli amministratori di impresa fallibile che constatino lo stato di crisi aziendale, la facoltà di attivarsi per la gestione di tale momento di difficoltà, ricorrendo al concordato preventivo¹⁵⁷ con finalità

¹⁵⁴ V., art. 2, l. 1115/1968, che istituisce l'integrazione salariale per la durata di tre mesi a carico della CIG per gli operai delle aziende industriali in "crisi economiche settoriali o locali"; art. 2, l. 675/1977, per le "crisi occupazionali" e le "crisi aziendali". Lo stato di crisi, poi, è divenuto il presupposto per il riconoscimento di particolari indennità di fine rapporto (art. 36, l. 416 del 1981) o per attivare finestre di prepensionamento (art. 5, d.l. 536/1987). D'AQUINO, in *La Legge Fallimentare*, (a cura di) Ferro, 2007, 32.

¹⁵⁵ V., art. 3, l. 103/1991, art. 116, l. 388/200 in ambito di pagamento di imposte e sanzioni.

¹⁵⁶ L. 95/1979; d.lgs. 270/1999.

¹⁵⁷ Art. 160, l.fall. novellata dal d.l. 35/2005: "*L'imprenditore che si trova in stato di crisi può proporre ai creditori un concordato preventivo (...)*". Cfr. CAFFI, *Il concordato preventivo*, in *Il diritto fallimentare riformato: commento sistematico*, (a cura di) Schiano Pepe, Padova, 2007, 609: "*Il legislatore della riforma ha modificato il presupposto oggettivo, sostituendo allo stato di insolvenza quello di «crisi», senza fornire la definizione di tale concetto (...) e senza spiegare i rapporti con quello di insolvenza.*"

conservativa¹⁵⁸ o all'accordo di ristrutturazione dei debiti¹⁵⁹. Si tratta di procedimenti che consentono, previo accordo con una certa maggioranza del ceto creditorio ed omologazione dell'autorità giudiziaria, di rimodulare l'esposizione debitoria, al fine di tentare di riportare l'impresa all'equilibrio finanziario.

Attraverso l'introduzione di tali meccanismi, il legislatore italiano ha voluto incentivare la risoluzione della crisi d'impresa al di fuori del fallimento, concedendo agli amministratori che vi ricorrono il vantaggio, tra gli altri, di liberarsi dal rischio di essere condannati al risarcimento del danno derivante dall'aggravamento del dissesto societario¹⁶⁰.

¹⁵⁸ Si distinguono due finalità del concordato preventivo: la conservazione dell'attività d'impresa - quando il piano mira al risanamento dell'esposizione debitoria per consentire alla società di tornare *in bonis* e di ricominciare ad operare sul mercato - e la liquidazione, quando il piano prevede la dismissione di tutti i cespiti aziendali per soddisfare i creditori, nonché la successiva cessazione dell'attività d'impresa.

¹⁵⁹ Art. 182bis, l. fall.: “L'imprenditore in stato di crisi può domandare (...) l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti (...)”.

¹⁶⁰ Fra le misure premiali di cui possono beneficiare gli amministratori dell'impresa debitrice che abbiano fatto ricorso agli strumenti di gestione della crisi, rivelando lo *status decoctionis* della stessa, emerge la riduzione della responsabilità per gli amministratori che non siano rimasti inerti di fronte al dissesto e che abbiano deciso di lasciare la gestione o la sorveglianza dell'impresa agli organi giudiziari. A tal fine, il ricorso al concordato preventivo con finalità conservativa, all'accordo di ristrutturazione del debito o, altresì, al piano di risanamento attestato attenua i profili della responsabilità penale degli amministratori, nel caso di successivo fallimento degli stessi: l'art. 217bis l.f., infatti, prevede un'esenzione dalla responsabilità penale per il reato di bancarotta semplice: “Le disposizioni di cui all'articolo 216, terzo comma, e 217 non si applicano ai pagamenti e alle operazioni compiuti in esecuzione di un concordato preventivo di cui all'articolo 160 o di un accordo di ristrutturazione dei debiti omologato ai sensi dell'art. 182 bis ovvero del piano di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d)”. Cfr. PANZANI, in *Crisi di imprese: casi e materiali*, a cura di Bonelli, Milano, 2011, 194: “Ne deriva che in linea generale non potrà parlarsi di responsabilità né degli organi della società che ha redatto il piano attestato o stipulato l'accordo di ristrutturazione o redatto il piano posto a fondamento delle proposte di concordato preventivo (...)”.

La definizione dello stato di crisi può essere ricostruita attraverso le scienze aziendali¹⁶¹ e le interpretazioni degli strumenti cui il legislatore ne ha affidato la gestione.

In genere, per crisi aziendale si intende una condizione propria dell'attività d'impresa più ampia dello stato di insolvenza in senso tecnico, che arriva a comprendere quest'ultimo con un "*rappporto di genere a specie*"¹⁶². In tal senso, la lettera dell'art. 160, comma 2, l. fall.¹⁶³, precisando che "*ai fini di cui al comma 1 [ossia l'ammissione al concordato preventivo] per stato di crisi s'intende anche lo stato di insolvenza*", sembra avvalorare la tesi secondo la quale lo stato di crisi è un concetto ampio che ricomprenderebbe sia l'insolvenza vera e propria sia situazioni ad essa prodromiche che dovrebbero per l'appunto differenziarsene in virtù di un loro possibile superamento, sebbene attraverso provvedimenti straordinari di riorganizzazione e di ristrutturazione del debito¹⁶⁴.

Tale concezione viene confermata dalla giurisprudenza di legittimità, che tende ad affermare la distinzione tra insolvenza reversibile ed

¹⁶¹ Per una ricostruzione aziendalistica, v. GUATRI, *Crisi e risanamento delle imprese*, Milano, 1986; ID., *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, 1995.

¹⁶² BONFATTI - CENSONI, (nt. 116), 536; PAJARDI, *Codice del fallimento*, a cura di Bocchiola - Paluchowski, Milano, 2009, 87; PRESTI, *Rigore è quando l'arbitro fischia?*, in *Fallimento*, 2009, 27. La Commissione istituita con d.m. 28 febbraio 2004 per la riforma delle procedure concorsuali qualificò lo stato di crisi come "*situazione patrimoniale, economica e finanziaria in cui si trova l'impresa, tale da determinare il rischio di insolvenza*".

¹⁶³ Tale versione è stata introdotta dall'art. 36 del D.L. 30 dicembre 2005, n. 273, convertito con modificazioni dalla L. 23 febbraio 2006, n. 51.

¹⁶⁴ Così, CAVALLI, *La dichiarazione di fallimento*, in *La riforma della legge fallimentare*, (a cura di) Ambrosini, Zanichelli, 2006, 31.

irreversibile¹⁶⁵ e ad assimilare lo stato di temporanea difficoltà ad adempiere a quello di insolvenza reversibile¹⁶⁶.

La crisi dell'impresa, tuttavia, non è un fenomeno univoco ma si può manifestare nelle forme dello squilibrio economico, finanziario o patrimoniale.

Il declino economico dell'impresa è causato da anomalie che impediscono alla società di raggiungere il proprio scopo, ossia la remunerazione del capitale investito, e che viceversa, riducendo progressivamente i flussi di cassa e alimentando le perdite, danneggiano l'integrità del patrimonio e la conseguente solvibilità¹⁶⁷.

In primo luogo, l'impresa manifesta uno squilibrio economico quando i ricavi non sono più sufficienti per coprire i costi di gestione e, pertanto, opera in una condizione antieconomica. In costanza di tale situazione, se non verranno superate nell'esercizio successivo, le perdite di gestione andranno ad incidere sullo stato patrimoniale e finiranno per intaccare il patrimonio sociale fino, nei casi più estremi, ad azzerarlo. Nella disciplina comune delle società di capitali, le perdite di gestione assumono rilevanza soltanto quando abbiano inciso sul capitale sociale, provocandone una riduzione di oltre un terzo. In tali casi, la legge impone l'applicazione della disciplina della riduzione del capitale sociale per perdite¹⁶⁸. Sebbene, tradizionalmente, si sostenga che il "sistema del netto" (iscrizione del capitale in bilancio tra le passività ideali) svolga una funzione di cuscinetto tra l'azzeramento

¹⁶⁵ Cfr., Cass., 27 febbraio 2008, n. 5215, in *Fallimento*, 2008, 715.

¹⁶⁶ V., Cass., 9 settembre 2005, n. 18066, in *Giust. civ.*, 2006, I, 546.

¹⁶⁷ Riguardo alla distinzione tra crisi economiche e crisi di legalità nell'organizzazione e nella amministrazione dell'impresa, v. ABRIANI ET AL., *Diritto fallimentare*, Giuffrè, 2013, 5.

¹⁶⁸ Artt. 2466 e 2482-bis c.c.; artt. 2447 e 2482-ter c.c. per le perdite che riducono il capitale al di sotto del minimo legale.

dell'attivo e l'insolvenza della società¹⁶⁹, si dubita che un valore che designa un'entità numerica fissa, non corrispondente al valore corrente delle attività della società, possa garantire la soddisfazione di tutti i creditori una volta avviata la procedura concorsuale¹⁷⁰.

L'impresa può trovarsi in una situazione di squilibrio finanziario, invece, quando l'attività viene finanziata prevalentemente attraverso il ricorso ai mezzi di terzi, innescando il meccanismo della leva del debito al fine di ottenere le risorse necessarie per finanziare le attività programmate. Come osservato nel capitolo precedente, la sottocapitalizzazione dell'impresa risulta particolarmente pericolosa nelle società a responsabilità limitata dei soci. Ciò nonostante, non sussiste alcuna norma giuridica che imponga di dotare la società di mezzi propri adeguati rispetto allo scopo sociale. Il legislatore, tuttavia, ha di recente introdotto alcune disposizioni connesse alla nozione di squilibrio finanziario¹⁷¹. Nel corso del capitolo successivo, pertanto, si cercherà di individuare se sia possibile elaborare, in via interpretativa, dei veri e propri doveri di monitoraggio della situazione finanziaria e della prospettiva di continuità aziendale.

Infine, un'ultima situazione di crisi d'impresa è integrata dallo squilibrio patrimoniale, che sussiste quando l'insieme dell'attivo dell'impresa è inferiore alle passività. Si tratta del sopra illustrato concetto di *balance-sheet*

¹⁶⁹ V., DENOZZA, *A che serve il capitale?*, in *Giur.comm.*, I, 2002; ID., *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, I, 2006.

¹⁷⁰ BLACKBURN, *The Unification of Corporate Laws: The United States, the European Community and the Race to Laxity*, in *Geo. Mason Indep.L.Rev.*, 1994, vol. 3, 1 ss.; ENRIQUES - MACEY, (nt. 36); ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. Comm.*, I, 2005.

¹⁷¹ V. le norme sulla postergazione dei finanziamenti pericolosi nelle s.r.l. (art. 2467 c.c.) e nelle società soggette a direzione e coordinamento (art. 2497-*quinquies* c.c.). Ancora, l'emergere di *debt/equity ratio* nelle società cooperative (art. 2545-*quinquies*, 2 c., c.c.).

insolvency, che valuta l'inadeguatezza dei mezzi propri in funzione del pagamento dei debiti attuali. Sebbene lo stato di sovraindebitamento non desti particolari preoccupazioni quando risulti transitorio e venga eliminato tramite un incremento dell'utile idoneo a riportare l'attivo ad un ammontare sufficiente a coprire le passività, tuttavia, quando alla situazione di squilibrio patrimoniale si somma uno stato di squilibrio economico causato dalla perdita di redditività e/o uno stato di impasse finanziario¹⁷², l'impresa potrebbe perdere la prospettiva della continuità aziendale. L'ordinamento italiano, tuttavia, non affronta direttamente tale situazione. Ciò non significa, però, che non sia possibile individuare, in via interpretativa, una norma che imponga agli amministratori il dovere di assicurare una situazione di equilibrio patrimoniale ed economico nell'impresa in stato di crisi¹⁷³.

2.1 La “twilight zone”

Definita la nozione di insolvenza come quello stato di crisi economico-finanziaria irreversibile, in cui non sono ravvisabili possibilità di risanamento per l'impresa, si può passare a ricostruire i confini della zona di pre-insolvenza, pericolo di insolvenza o *twilight zone*.

In assenza di una definizione legislativa¹⁷⁴, negli ordinamenti di riferimento la pre-insolvenza reversibile ha una connotazione prettamente

¹⁷² Ciò si verifica di frequente dato che la carenza di attivo comporta la riduzione delle risorse disponibili per finanziare le attività dell'impresa.

¹⁷³ In tal senso, AA. VV., *Diritto fallimentare. Manuale breve*, Giuffrè, 2013, 19.

¹⁷⁴ Nell'ordinamento italiano, l'abrogato art. 187 l.fall. avvalorava la distinzione tra fase di pre-insolvenza e insolvenza irreversibile, distinguendo la temporanea difficoltà ad adempiere -legittimante l'imprenditore ad accedere all'amministrazione straordinaria- dall'insolvenza. V., FERRI, *Insolvenza e temporanea difficoltà*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1964; BONSIGNORI - INZITARI, *Amministrazione controllata*, in *Commentario Scialoja-Branca, Legge fallimentare*, Bologna-Roma, 1992, 41 ss.

economica: essa ricomprenderebbe lo fase in cui l'impresa, pur trovandosi in uno stato di crisi caratterizzato dallo "sbilancio patrimoniale", conserva ancora la capacità di riequilibrare l'esposizione debitoria e di tornare *in bonis*, per esempio mediante soluzioni negoziali o accordi stragiudiziali¹⁷⁵.

Lo stato di difficoltà in cui si può trovare la società al crepuscolo della propria vita non coincide con lo stato di crisi irreversibile caratteristico dell'insolvenza conclamata che, anzi, non ne costituisce l'esito certo ma rappresenta soltanto una probabile conseguenza dell'eventuale peggioramento della condizione di crisi dell'impresa.

L'indefinitezza della fase di *twilight zone* è stata riconosciuta anche a livello internazionale ma l'UNCITRAL ha comunque tentato di fornire una definizione della stessa come uno stato di crisi che comporta un deterioramento della stabilità finanziaria della società che, se non affrontato, potrebbe portare all'insolvenza (c.d. *cash flow insolvency*) e all'apertura della procedura fallimentare¹⁷⁶.

Per quanto interessa in questa sede, come si vedrà diffusamente nel capitolo seguente, la fase di pre-insolvenza può assumere una rilevanza giuridica nella misura in cui, in costanza di pre-insolvenza, alcuni ordinamenti impongono agli amministratori di modificare le strategie di gestione per tentare di recuperare l'equilibrio economico dell'impresa.

Di conseguenza, la delimitazione di tale fase è fondamentale per fornire maggiore certezza agli amministratori che si trovino a intraprendere delle

¹⁷⁵ V., BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi: ricostruzione di una disciplina*, Milano, Giuffrè, 2007.

¹⁷⁶ V. *United Nations Commission on International Trade Law Working Group V*, 30 aprile - 4 maggio 2012, paragrafo 24: "Although a potentially imprecise concept, it is intended to describe circumstances in which there is a deterioration of the company's financial stability which, if it remains unaddressed, is likely to lead to insolvency and the commencement of insolvency proceeding".

decisioni strategiche, soprattutto avendo riguardo all'eventualità che il tribunale, *ex post*, giudichi le operazioni dagli stessi effettuate.

Secondo la Commissione delle Nazioni Unite, vi sono diverse opzioni per determinare il momento in cui i doveri degli amministratori possono sorgere, prima dell'inizio delle procedure formali di insolvenza. La scelta che comporta maggiore certezza del diritto è quella di individuare in maniera tassativa il momento in cui l'amministratore dovrebbe depositare istanza per l'avvio delle procedure fallimentari. Se, tuttavia, la legge fornisce all'amministratore un lasso di tempo tra il verificarsi dello stato di insolvenza e quello in cui sorge l'obbligo, l'apertura delle procedure rischia di non essere tempestiva; viceversa, se il margine temporale è troppo breve o assente, l'amministratore potrebbe essere disincentivato a reagire anticipatamente¹⁷⁷.

Un'altra opzione è quella di dare rilievo all'insolvenza di fatto, che in alcuni ordinamenti si verifica prima dell'apertura delle procedure fallimentari, per esempio al verificarsi dello stato di *balance-sheet insolvency* ovvero di "insolvenza imminente", ossia quando la società sarà generalmente incapace di assolvere ai propri debiti nel momento in cui matureranno. Test di questo tipo, tuttavia, vengono utilizzati in alcuni Stati come presupposto oggettivo per l'avvio delle procedure fallimentari e risultano insufficienti per incoraggiare un'azione tempestiva degli amministratori¹⁷⁸. Un approccio parzialmente diverso, invece, è quello che ha riguardo alle conoscenze dell'amministratore che, nel periodo antecedente il deposito dell'istanza fallimentare, aveva o avrebbe dovuto avere contezza del fatto che la società si trovava in uno stato di insolvenza di fatto o imminente e che non ci sarebbe stato modo di evitare il fallimento o che, comunque, la continuità aziendale

¹⁷⁷ UNCITRAL, (nt. 7), paragrafo 23.

¹⁷⁸ UNCITRAL, (nt.7), paragrafo 24.

era minacciata. Lo scopo di uno standard di questo tipo è quello di colpire gli amministratori che dirigono l'attività delle società in crisi in maniera irragionevole e di incentivarli ad intraprendere iniziative adeguate nel momento ottimale per l'impresa. Sebbene tale standard potrebbe destare alcune perplessità in ordine alla certezza del diritto, un amministratore, a detta dell'UNCITRAL, dovrebbe essere in grado di dedurre con esattezza quando la società è in crisi e quando rischia di non poter soddisfare un *solvency test* del tipo prospettato¹⁷⁹. In breve, si tratta, per l'amministratore, di tenere un comportamento diligente e ragionevole, nonché di agire informato. Un approccio di questo tipo sarebbe in grado di tenere in considerazione tutte le variabili del caso concreto come, per esempio, l'analisi delle scritture contabili, della posizione finanziaria netta e della capacità per l'impresa di ottenere finanziamento, mentre non rilevarebbe una mancanza di liquidità meramente transitoria.

¹⁷⁹ UNCITRAL, (nt.7), paragrafo 25.

Capitolo III

I DOVERI E LA RESPONSABILITÀ DEGLI AMMINISTRATORI NELLA FASE DI PRE-INSOLVENZA

Nel presente capitolo, si procederà all'analisi comparatistica del sistema dei doveri e delle responsabilità degli amministratori nella fase di pre-insolvenza auspicato dalle istituzioni dell'Unione Europea e delineato dalla legislazione e dalla giurisprudenza dell'ordinamento inglese, tedesco e italiano.

Si cercherà di individuare se i doveri imposti agli amministratori in questa fase siano efficienti nell'evitare che vengano intrapresi progetti eccessivamente rischiosi per la sopravvivenza di una società solvibile.

Si rileverà poi che, a differenza di quanto accade negli altri due ordinamenti di riferimento, nel diritto positivo italiano la probabilità del manifestarsi dello stato di insolvenza non impone un mutamento nei doveri degli amministratori, salvo che all'insolvenza sia associata la riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale. Sembrano quindi escluse dal campo della tutela tutte le scelte gestorie che, pur incoerenti con la conservazione del patrimonio sociale o addirittura volte ad aumentare il rischio di insolvenza a danno dei creditori sociali, si verificano in assenza di perdite gravi del capitale sociale, ancorché in uno stato di pre-insolvenza in cui la situazione finanziaria faccia venir meno le prospettive di continuazione dell'attività d'impresa.

Si pone pertanto il problema di verificare se, nell'ordinamento italiano, vi sia uno spazio per anticipare il momento in cui gli amministratori possono essere ritenuti responsabili nei confronti dei creditori sociali ad una fase precedente all'apertura delle procedure concorsuali, indipendentemente dall'erosione del capitale sociale.

Si analizzeranno quindi la disciplina e la prassi relative all'azione che i creditori sociali possono proporre contro gli amministratori che abbiano violato gli obblighi inerenti alla conservazione del patrimonio sociale quando questo risulti insufficiente al soddisfacimento dei loro crediti, ancorché superiore al minimo legale.

In definitiva, il presente capitolo cercherà di stabilire se nel nostro ordinamento societario possa essere individuato, in via interpretativa, un dovere di buona amministrazione della società di capitali in stato di preliquidazione, in grado di spostare la tutela dei creditori dagli istituti volti ad anticipare la liquidazione della società incapiente a quelli ideati per incentivare la ristrutturazione dell'impresa in crisi. E ciò in linea con le recenti riforme di diritto fallimentare relative alle procedure di soluzione stragiudiziale della crisi d'impresa.

1. I doveri degli amministratori all'interno dell'Unione Europea tra diritto societario e fallimentare

All'interno dell'Unione Europea, si ravvisano diverse strategie per affrontare il problema dell'opportunismo dei soci all'avvicinarsi dell'insolvenza della società. Alcune prevedono l'imposizione di regole *ex ante*, volte a prevenire il verificarsi dello stato di insolvenza; altre utilizzano

standard di comportamento più flessibili, che richiedono la minimizzazione delle perdite per i creditori dal momento in cui l'apertura del fallimento appaia inevitabile¹⁸⁰. In particolare, tali strategie si possono raggruppare secondo quattro modelli¹⁸¹: (i) l'obbligo di presentare tempestivamente l'istanza di fallimento della società in dissesto; (ii) l'obbligo in capo agli amministratori della società incapiente di convocare senza indugio l'assemblea dei soci e di procedere alla ricapitalizzazione ovvero alla liquidazione della società; (iii) la responsabilità *ex post* degli amministratori per *wrongful trading*¹⁸², ossia per aver continuato a svolgere attività d'impresa nonostante lo stato di crisi della società non facesse emergere alcuna ragionevole prospettiva di evitare lo stato di insolvenza irreversibile e il fallimento; (iv) un mutamento nei doveri fiduciari degli amministratori a favore dei creditori sociali.

Accanto a tali disposizioni, si applicano comunque i principi generali di diritto societario e di diritto civile, nonché sanzioni di diritto penale o di diritto amministrativo. Soltanto l'insieme di tutte queste norme permette di apprezzare il sistema della responsabilità degli amministratori nella fase di pre-insolvenza nella sua completezza.

Prima di procedere alla descrizione delle strategie sopra citate, facciamo un breve passo indietro per evidenziare la differenza tra *rule* e

¹⁸⁰ Cfr., SPINDLER, *Trading in the Vicinity of Insolvency*, in EBOR, 2006, 344; DAVIES, (nt. 37), 301-337.

¹⁸¹ V., i risultati dello studio sui doveri e le responsabilità degli amministratori lanciato dalla Direzione Generale per il Mercato interno ed i Servizi della Commissione Europea e svolto dalla London School of Economics and Political Sciences, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/board/2013-study-analysis_en.pdf; GERNER-BEUERLE - SCHUSTER, *Mapping Directors' Duties: Strategies and Trends in the EU*, April 11, 2013, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2249050>.

¹⁸² V., S. 214 (2)(b), UK Insolvency Act 1986.

standard, che tornerà utile nel momento in cui si cercherà di valutare quale sia il sistema normativo più efficiente.

1.1. *Rule v. standard*

Al fine di circoscrivere la discrezionalità degli amministratori, imponendo loro di non assumere iniziative capaci di danneggiare gli interessi dei creditori sociali, alcuni ordinamenti giuridici, in primo luogo quelli di *civil law*, utilizzano norme imperative piuttosto che lasciare all'autonomia negoziale la protezione dei soggetti deboli.

A tal fine, esistono due strategie alternative a disposizione dei legislatori: la predisposizione di *regole* o la delineazione di *standards*¹⁸³. Le prime prescrivono o proibiscono comportamenti tassativamente individuati *ex ante*; i secondi sono clausole generali, principi, che delimitano la libertà dei destinatari di agire, di adempiere ad un compito o ad una funzione delineando un modello di comportamento¹⁸⁴. Ne consegue che la qualità dell'azione potrà essere definita solamente a posteriori, in sede di applicazione del precetto normativo, i cui contenuti verranno determinati dal giudice.

¹⁸³ V. HANSMANN - KRAAKMAN, *Agency problems and Legal Strategies*, in KRAAKMAN ET AL., (nt. 17), 21-31.

¹⁸⁴ Per esempio, rispetto alla scelta di continuare o di interrompere l'attività d'impresa, l'amministratore potrebbe essere obbligato da una regola a convocare l'assemblea dei soci quando le perdite intaccano in una data misura il capitale sociale. Lo standard integrato dal dovere di diligenza, invece, consentirebbe all'amministratore di valutare discrezionalmente (o in base a parametri elastici quali il *solvency test*) se manchino i presupposti per continuare ad esercitare l'impresa.

Gli Stati Membri dell'Unione Europea hanno privilegiato la strategia delle regole per diverse ragioni¹⁸⁵, tra le quali spicca la tradizione giuridica dei paesi dell'Europa continentale di *civil law*, in cui i giudici preferiscono applicare norme tassativamente definite piuttosto che clausole generali, prescelte invece dai paesi di *common law*¹⁸⁶.

Nella valutazione delle tecniche legislative, si osserva che gli *standard* hanno il vantaggio di essere flessibili, poiché l'indeterminatezza del precetto normativo consente di adattarli a comportamenti che non erano stati previsti nel momento della creazione della fattispecie. Allo stesso modo, tuttavia, tale incertezza può comportare dei rischi legali per i destinatari della norma, che avranno difficoltà nello stabilire se il comportamento prescelto sia coerente o meno con il dettato e con lo scopo dello *standard* relativo¹⁸⁷. Le regole, per contro, offrono agli operatori dei riferimenti chiari e semplici da applicare ed aumentano così la certezza del diritto¹⁸⁸. Le disposizioni sul

¹⁸⁵ V., HERTIG - KANDA, *Creditor Protection*, in KRAAKMAN ET AL., (nt. 17), ivi, nella versione italiana, in *Diritto societario comparato*, a cura di L. ENRIQUES, 2006, 89-123, (109).

¹⁸⁶ Cfr. LUTTER, *Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG: eine Untersuchung zur Ausfüllung von Artikel 54 Absatz 3 lit. g des Vertrages über des Errichtung einer europäischen Wirtschaftsgemeinschaft*, Karlsruhe, 1964. Per un'analisi delle determinanti che hanno influenzato le norme di *corporate governance*, v. LA PORTA - LOPEZ DE SILANES - SHLEIFER - VISHNY, *Investor Protection and Corporate Governance*, in *Journal of Financial Economics*, 2000, 58, 3-27, ove gli autori sottolineano l'importanza delle variabili storiche e politiche nel plasmare le regole del diritto societario.

¹⁸⁷ V., DENOZZA, (nt. 85), 93, ove l'autore sottolinea come l'incertezza associata all'adozione di *standard* in materia di responsabilità degli amministratori potrebbe spingere anche i gestori più capaci a scegliere le operazioni da effettuare in base ad un eccesso di zelo, che si rivelerebbe poi inefficiente per i soci e per la società stessa.

¹⁸⁸ Sul punto, tuttavia, si potrebbe argomentare che la chiarezza e l'inflessibilità dei parametri di cui si compongono le regole le rendano altrettanto semplici da evadere, a meno che non siano inserite all'interno di un sistema perfetto.

mantenimento del capitale, per esempio, forniscono agli amministratori un parametro certo per valutare la liceità delle distribuzioni ai soci.

Le regole, tuttavia, essendo generali, comportano il rischio di non rispondere al principio di adeguatezza, poiché forniscono una tutela uguale per casi diversi¹⁸⁹. In un sistema imperniato sulle *rules*, pertanto, le valutazioni degli amministratori saranno vincolate aprioristicamente. Nell'ipotesi opposta, invece, la gestione dell'impresa sarà più flessibile, potendo essere prese in considerazione circostanze concrete non elencate dalla legge, di cui gli amministratori saranno tuttavia in grado di dimostrare la ragionevolezza.

Con riferimento alla scelta tra l'alternativa di disciplinare la protezione dei diritti di soggetti deboli attraverso disposizioni rigide piuttosto che utilizzando parametri elastici, la dottrina economica risalente a Coase¹⁹⁰ ha affrontato il problema della regolamentazione dei costi sociali sulla base della distinzione tra *property* e *tort rules*, ossia tra regole che conferiscono al proprietario il potere di impedire ad ogni altro soggetto di interferire nell'esercizio del proprio diritto attraverso lo strumento dell'inibitoria e della reintegrazione in forma specifica, e regole che tutelano in maniera relativa il proprietario del diritto violato, attraverso la possibilità di ottenere soltanto un

¹⁸⁹ In un sistema in cui gli amministratori sono oggetto di pressioni da parte degli azionisti di maggioranza e dove le decisioni più rilevanti vengono assunte in un'assemblea controllata da una maggioranza prestabilita, tuttavia, l'esistenza di una regola precisa, potrebbe presentare il vantaggio di proteggere gli amministratori dalla minaccia di subire azioni di responsabilità da parte dei soci spinti da interessi egoistici. Cfr., DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 502.

¹⁹⁰ COASE, *The Problem of Social Cost*, in *Journal of Law and Economics*, 3, 1960, 1-44, che ha teorizzato le esternalità come i costi reciproci dei conflitti fra individui circa l'attribuzione di un diritto (*entitlement*). Se il Legislatore stabilisce a chi spetta il diritto di proprietà, saranno poi le parti, attraverso la contrattazione, ad eliminare l'esternalità negoziandone il prezzo per la cessione.

ristoro monetario¹⁹¹. Per scegliere attraverso quali strumenti tutelare il diritto leso, il giudice avrà riguardo ai costi transattivi presenti nel caso di specie: se i costi sono bassi, per le parti sarà possibile contrattare e, pertanto, saranno preferibilmente utilizzate *property rules*; in presenza di asimmetrie informative o di altri costi transattivi tra le parti, invece, saranno più indicate forme di tutela del tipo delle *liability rules*¹⁹².

Successivamente, il dibattito dottrinale ha sviluppato la “teoria delle opzioni”, che ha aggiunto il modello delle c.d. *optional rules*, norme che conferiscono al soggetto che compie le decisioni strategiche il potere di scegliere se appropriarsi o meno dell'*entitlement* attraverso l'esercizio di un'opzione¹⁹³ ad un determinato prezzo che, solitamente, corrisponde al danno liquidato dal giudice.

¹⁹¹ V., CALABRESI - MELAMED, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in 85 *Harvard Law Review*, 1972, nel quale gli autori hanno cercato di esplicitare i risvolti pratici della teoria di Coase sui diritti assoluti (*property*) e i diritti relativi (*tort*), articolando i meccanismi di tutela degli stessi in tre categorie: le *property rules* che conferiscono una tutela assoluta all'*entitlement*; le *liability rules*, che offrono una tutela relativa per equivalente; e le *inalienability rules*, che garantiscono una tutela assoluta del diritto, indisponibile persino dal proprietario dello stesso.

¹⁹² CALABRESI - MELAMED, (nt. 191). Per una ricostruzione della letteratura economica sulle strategie di regolamentazione, v. NICITA - PARDOLESI - RIZZOLLI, *Le opzioni nel mercato delle regole*, in SIDE Working Papers, 2005, 2-46, i quali danno esaurientemente atto della *querelle* tra autori che supportano la maggiore efficienza delle *property rules* per la loro intellegibilità e predittività (Smith, Bebchuck) ed altri che affermano la superiorità delle *liability rules* (Kaplow e Shavell, Ayres e Talley).

¹⁹³ Tale teoria prende le mosse dallo studio delle opzioni finanziarie, ossia di quei titoli derivati che conferiscono al possessore il diritto di acquistare (opzione call) o di vendere (opzione put) il bene sottostante il contratto. La controparte contrattuale, rispettivamente, si assumerà l'obbligo di vendere o di acquistare. Nella sua applicazione al diritto, la teoria delle opzioni legali individua alcune regole giuridiche che possono essere interpretate come opzioni, nella misura in cui richiedono o concedono agli individui la facoltà di scegliere tra opzioni diverse. V., BAR-GILL, *Pricing Legal Options: A Behavioral Perspective*, in *New York University Law and Economics Working Papers*, Paper 17, 2005; AYRES, *Optional*

Rispetto al tema dei doveri degli amministratori, non si può prescindere dal considerare la struttura societaria dei sistemi di riferimento: ove prevalgono le società ad azionariato ristretto, infatti, gli amministratori sono oggetto di pressioni da parte degli azionisti di maggioranza, che sono altresì in grado di incidere sulle scelte rilevanti dell'assemblea (quali quelle di revoca degli stessi). In questi casi, l'esistenza di regole precise, riducendo la discrezionalità degli amministratori, potrebbe apportare il vantaggio di limitare le pressioni della maggioranza sui gestori stessi¹⁹⁴. E' il caso, per esempio, delle regole che definiscono in maniera precisa i casi in cui è possibile procedere alla distribuzione di dividendi.

1.2. La salvaguardia dell'integrità del capitale sociale e l'obbligo di autoarresto della società

Nella maggior parte degli ordinamenti europei che hanno adottato la strategia delle regole, la tutela dei creditori rispetto ad azioni opportunistiche della maggioranza volte a pregiudicarne gli interessi è stata affidata in primo luogo alle disposizioni di tutela del capitale sociale. Ciò per una serie di ragioni: innanzitutto, in virtù del fatto che, per le società di capitali del tipo delle società per azioni e per le forme equivalenti, tale disciplina è stata

law: the structure of legal entitlements, University of Chicago Press, 2005. Con riferimento alla presente trattazione, per esempio, la regola della responsabilità limitata per le obbligazioni sociali offre ai soci l'opzione di non pagare il debito dell'impresa.

¹⁹⁴ V. DENOZZA, (nt. 189), 502, ove l'autore propende per la strategia delle *rules* argomentando in base all'inadeguatezza degli amministratori ad essere dei soggetti terzi. Le decisioni relative alla continuazione dell'attività di impresa che gli stessi si trovano ad effettuare sono influenzate, da una parte, dagli interessi personali degli stessi e, dall'altra, dalle pressioni dei soci. Infine, la presenza di regole precise velocizzerebbe le scelte che devono essere adottate in seno ad organi collegiali in cui si confrontano posizioni divergenti.

imposta dalla seconda Direttiva comunitaria in materia di capitale sociale¹⁹⁵. In secondo luogo, un ruolo rilevante ha giocato la struttura del mercato di capitali: l'Europa continentale, infatti, è stata storicamente caratterizzata da un sistema di finanziamento tradizionale, incentrato sulle banche e sull'attività regolatoria del legislatore e delle istituzioni di mercato, intenti a limitare i fenomeni di elevato indebitamento in rapporto ai mezzi propri¹⁹⁶. Queste condizioni facevano sì che le regole sulla conservazione del capitale fossero un onere trascurabile sulle operazioni finanziarie, con conseguente efficacia della strategia delle regole. Oggi, invece, in un contesto orientato al mercato, le norme sulla conservazione del capitale si traducono in costi alti per le imprese europee; di conseguenza, piuttosto che ricorrere al finanziamento bancario, viene privilegiata la raccolta di capitali di rischio sui mercati azionari¹⁹⁷.

¹⁹⁵ V. art. 1, Direttiva n. 77/91/CEE, ora sostituita ed abrogata dalla Direttiva 2012/30/EU, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 ottobre 2012, sul coordinamento delle garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società di cui all'art 54, secondo paragrafo, del TFUE, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione delle società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale delle stesse. Le società del tipo a responsabilità limitata, invece, escono dall'ambito di applicazione della direttiva. Poiché gli Stati Membri sono liberi da vincoli comunitari nella definizione del regime giuridico applicabile al capitale sociale delle stesse, tali tipi societari sono il campo privilegiato per fenomeni di *shopping normativo*. In tale contesto, è emerso il modello delle *limited liability companies* di diritto inglese, che si sono imposte come forma societaria preferita dagli operatori internazionali, stimolando così gli altri legislatori europei a riformare la disciplina del capitale sociale delle forme societarie interne. Esempio di tale fenomeno sono la riforma tedesca del diritto delle GmbH del 2008 (*Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen*, c.d. MoMiG, del 26.6.2008, entrato in vigore l'1.11.2008) e la recente introduzione, in Italia, delle società a responsabilità limitata semplificata e a capitale ridotto (v., rispettivamente, art.3, d.l. 24 gennaio 2012 n.1, convertito con l. n. 27/2012 e art. 44, d. l. n. 83 del 2012, convertito con l. 7 agosto 2012, n. 134).

¹⁹⁶ Cfr. artt. 17, 19 e 23, Direttiva 77/91 CEE.

¹⁹⁷ Cfr. ENRIQUES - MACEY, *Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, 86 *Cornell LawReview*, 2001, 1195.

Mentre esulano dal campo della presente indagine le disposizioni sulla corretta formazione del capitale sociale e sul valore minimo dell'investimento richiesto ai soci come *condicio sine qua non* per godere del beneficio della responsabilità limitata, si procede ad analizzare le regole che, nei sistemi di riferimento, impongono agli amministratori di vigilare sul mantenimento di un rapporto costante tra patrimonio netto e capitale sociale e, di conseguenza, di fermare l'attività delle società incapienti.

Come esposto in precedenza¹⁹⁸, tra gli incentivi dei soci all'avvicinarsi dell'insolvenza sussiste quello di appropriarsi del cuscinetto di capitale proprio restante all'interno della società e, contestualmente, di sostituirlo con capitale di rischio. Per evitare che gli amministratori appoggino tali politiche egoistiche, può essere imposto agli amministratori di vigilare sulle distribuzioni di capitale¹⁹⁹ e di reagire nel caso in cui si verifichi un'erosione allarmante dello stesso.

All'interno dell'Unione Europea, gli amministratori delle società di capitali del tipo delle società per azioni hanno l'obbligo di convocare l'assemblea dei soci quando le perdite eccedono la metà del capitale sottoscritto per verificare - entro un termine previsto dagli Stati membri - “se sia necessario procedere allo scioglimento della società o se sussistano provvedimenti più opportuni”²⁰⁰ ma non impone nessun altro comportamento in capo alla società. Il legislatore comunitario si limita quindi ad obbligare ad una discussione sulla situazione della società, alla quale devono partecipare

¹⁹⁸ V. *supra*, cap. 1.1., p. 17 ss.

¹⁹⁹ V., artt. 2433 e 2433-*bis* c.c. per le s.p.a.; art. 2478-*bis* c.c. per le s.r.l.; §150 AktG, §30, c.1 GmbHG, che vietano la ripartizione di utili quando il patrimonio netto non è sufficiente a coprire il capitale sociale. Tali disposizioni, tuttavia, non colpiscono tutte le forme di dissipazione del patrimonio della società ma solamente quella specifica forma che è integrata dalle distribuzioni ai soci.

²⁰⁰ Art. 17, c. 5. Dir. 2012/30 EU.

gli azionisti, i quali, tuttavia, sceglieranno liberamente come agire. A prescindere dalle critiche che possono essere mosse alla disciplina del capitale sociale, appare evidente che una disposizione di questo tipo non fornisce una tutela efficace rispetto al rischio di sottocapitalizzazione della società²⁰¹.

Di conseguenza, alcuni Stati Membri, tra i quali l'Italia, impongono la riduzione del capitale sociale in caso di perdita grave²⁰² e, in caso di erosione del capitale legale, la ricapitalizzazione o la liquidazione della società²⁰³.

Tale sistema può presentare dei limiti nella misura in cui collega la tutela dei creditori a quella del capitale sociale e, pertanto, porta con sé le critiche mosse al sistema del netto come strumento idoneo a tutelare in maniera efficace i creditori sociali²⁰⁴. Tuttavia, essa costituisce un meccanismo per disincentivare le società patrimonialmente incapienti a continuare la propria attività²⁰⁵. In secondo luogo, il collegamento della disciplina della salvaguardia del capitale sociale al dovere di controllo da parte degli amministratori, sanzionato con la responsabilità personale degli stessi²⁰⁶, è potenzialmente in grado di incentivare una gestione economica

²⁰¹ V., ARMOUR, *Legal Capital: an Outdated Concept?*, in EBOR, 2006, 5.

²⁰² Il diritto societario italiano, in maniera più restrittiva rispetto alla direttiva comunitaria, impone agli amministratori di adire il tribunale per disporre la riduzione del capitale sociale quando non vi abbiano provveduto i soci (art. 2446, 2 c., c.c.).

²⁰³ V., art. 2447 c.c.

²⁰⁴ Cfr. cap. II. V., per tutti, ENRIQUES -MACEY, (nt. 36).

²⁰⁵ E ciò, soprattutto, in virtù della capacità delle norme che impongono la conservazione di un cuscinetto di capitale e della relativa regola ricapitalizza/liquida di prevenire il rischio dell'insufficienza patrimoniale della società. V., STANGHELLINI, *Directors' Duties and the optimal timing of insolvency. A reassessment of the „recapitalize or liquidate rule“*, in *Il Diritto delle società oggi - Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, (a cura di) Benazzo - Cera - Patriarca UTET, 2011.

²⁰⁶ V., art. 2394, 1 c., c.c.

della società al crepuscolo e di anticipare temporalmente la tutela dei creditori sociali²⁰⁷.

La disciplina italiana di cui all'art. 2394 c.c. sembrerebbe concedere ai creditori sociali la legittimazione diretta²⁰⁸ ad agire nei confronti degli amministratori negligenti quando la società è ancora *in bonis*, prima dell'apertura della procedura fallimentare.

Già dalla lettura del secondo comma di tale disposizione, tuttavia, emerge che l'esercizio dell'azione incontra delle limitazioni piuttosto stringenti: oltre alla dimostrazione dell'inosservanza, da parte degli amministratori, degli obblighi inerenti alla conservazione del capitale sociale²⁰⁹, infatti, è richiesta la manifesta insufficienza del patrimonio sociale al soddisfacimento delle istanze creditorie.

In primo luogo, pertanto, i creditori sociali non potranno limitarsi a dedurre il compimento di atti di *mala gestio* da parte degli amministratori ma, oltre ad allegare tutti i comportamenti specifici posti in essere dagli amministratori in violazione dei doveri imposti loro dalla legge o dallo statuto, dovranno altresì dimostrare che questi abbiano cagionato il

²⁰⁷ Cfr., DAVIES, (nt. 37), 310, ove l'autore precisa che: "*Minimum capital and capital maintenance rules are designed to slow or prevent the descent into insolvency, not to deal with the perverse incentives which may arise once insolvency is reached*".

²⁰⁸ Cass., n. 10488/1998, in Giust. civ., 1999, I, 75.

²⁰⁹ Oltre all'inosservanza dei doveri imposti specificamente al fine di tutelare l'integrità del patrimonio sociale - di cui, per esempio, agli artt. 2357, 2433, 3 c., 2446 e 2447 c.c. - secondo una parte della dottrina può essere posta a fondamento dell'azione anche la violazione del generico dovere di diligenza nella gestione della società di cui all'art. 2392 c.c., nella misura in cui ogni atto di impresa presuppone la disposizione del patrimonio della società. Così, MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 333; GALGANO, in *Le società, Trattato*, a cura di Galgano, XXIX ed., 286; Trib. Napoli, 20 giugno 2008, in *giur. comm.*, 2009, II, 1184.

pregiudizio patrimoniale²¹⁰ e fornire la prova dell'insufficienza del patrimonio sociale al soddisfacimento del credito vantato²¹¹.

Rispetto a quest'ultimo presupposto, la giurisprudenza ha avuto modo di precisare che l'incapienza patrimoniale si distingue dall'insolvenza, dovendo essere intesa come situazione di eccedenza delle passività sulle attività della società²¹².

Purtuttavia, la sede in cui solitamente viene esercitata questa azione è il fallimento, proprio perché il dettato normativo richiede che l'insufficienza del patrimonio sociale "risulti" ai creditori²¹³. Ne consegue che tale azione,

²¹⁰ Così, Cassazione, n. 23180/2006.

²¹¹ V., Cassazione, n. 9815/2002.

²¹² In particolare, Cassazione, n. 20476/2008, in *Guida dir.*, 2008, 87, distingue la nozione di insufficienza patrimoniale da quella di perdita integrale del capitale sociale e dall'insolvenza e precisa che: *"l'insufficienza patrimoniale (...) è una condizione più grave e definitiva della mera insolvenza, indicata dall'art. 5 l.fall. come incapacità di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni, potendosi una società trovare nell'impossibilità di fare fronte ai propri debiti ancorché il patrimonio sia integro, così come potrebbe accadere l'opposto, vale a dire che l'impresa possa presentare una eccedenza del passivo sull'attivo, pur permanendo nelle condizioni di liquidità e di credito richieste (per esempio ricorrendo a ulteriore indebitamento)"*; Trib. Milano, 2 ottobre 2006, in *Giur. it.*, 2007, 382. In senso parzialmente contrario circa la maggiore gravità dell'insufficienza patrimoniale rispetto all'insolvenza, v. GALGANO, *Gli amministratori*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, 290, che, argomentando sull'analogia dell'azione di cui art. 2394 a quella di cui all'art. 2043 c.c., afferma che *"la lesione dell'aspettativa di prestazione può farsi rientrare nella più generale figura della lesione del credito: questa non ricorre solo quando il fatto doloso o colposo altrui abbia provocato l'estinzione del credito; ricorre anche quando l'aspettativa del creditore sia lesa "pur non venendo definitivamente meno la possibilità per il debitore di esigere nel futuro le proprie prestazioni"*.

²¹³ V., BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004; ID., *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato Colombo-Portale*, 4, Torino, 1991, 435. Tale condizione ricorre infatti quando i creditori sociali sono in grado di giungere a conoscenza dell'insufficienza patrimoniale ricorrendo alla diligenza ordinaria, per esempio quando gli amministratori depositino un bilancio di esercizio che mostri delle perdite. Cassazione, n. 8516/2009, in *Mass. Giust. civ.*, 2009, 4, 603, ove la Corte precisa che *"la conoscibilità esteriore dell'incapienza patrimoniale (...) va accertata, al di fuori dell'ipotesi in cui sia stata vanamente*

pur apparendo forte sulla carta, risulta debole nella prassi poiché viene utilizzata in un momento in cui la società è già insolvente e nel quale i creditori hanno perso la legittimazione all'esercizio dell'azione che, in sede fallimentare, spetta esclusivamente al curatore²¹⁴.

Anche il diritto societario tedesco, pur non imponendo l'obbligo di ricapitalizzare o liquidare la società incapiente²¹⁵, si propone di fermare l'attività d'impresa non appena la società di capitali diventi insolvente, per evitare la prosecuzione antieconomica della stessa.

Per raggiungere tale scopo, viene imposto agli amministratori l'obbligo di fare richiesta di apertura della procedura fallimentare²¹⁶, non soltanto al verificarsi della *Illiquidität*²¹⁷ ma altresì della *Überschuldung*²¹⁸ (o, al più tardi, entro le tre settimane successive). A partire dal verificarsi di tale presupposto, inoltre, agli amministratori viene fatto divieto di effettuare ogni forma di pagamento che non sia congrua con ciò che farebbe un amministratore prudente e diligente²¹⁹.

esercitata l'azione esecutiva, alla stregua di fatti sintomatici di assoluta evidenza, come la chiusura della sede, bilanci fortemente passivi, l'assenza di cespiti suscettibili di espropriazione forzata, mentre non assume rilievo l'eventuale impossibilità del conseguimento dell'oggetto sociale, ancorché monotematico"; Cassazione, n. 21131/2008; Trib. Firenze, 11 febbraio 2004. I casi in cui, fino ad ora, l'azione è stata esercitata al di fuori del fallimento sono una rarità. In alcuni, i creditori agivano addirittura dopo la chiusura del fallimento (Cassazione, n. 1562/1947; Appello Roma, 6 maggio 1961); in altri, l'azione veniva esercitata in seno alla procedura di concordato preventivo (Trib. Bolzano, 17 gennaio 1962; Trib. Milano, 23 dicembre 1968; Trib. Padova, 18 giugno 1987; Trib. Bologna, 8 agosto 2002).

²¹⁴ V., art. 2394-bis c.c.; 146, 2 c., 1.fall. In giurisprudenza, Cassazione, n. 2251/2001.

²¹⁵ V. VEIL, *Krisenbewältigung durch Gesellschaftsrecht - Verlust des halben Kapitals, Pflicht zu ordnungsgemäßer Liquidation und Unterkapitalisierung*, in *ZGR* 2006, 374.

²¹⁶ V., § 92, c. 2, AktG; § 64, c. 1, GmbHG.

²¹⁷ § 17 c. 1 InsO.

²¹⁸ § 19 c. 2 InsO.

²¹⁹ § 64 c.2 GmbHG; § 92, c. 3, AktG.

Benché, in questo modo, si esclude la responsabilità dell'amministratore che abbia agito con la diligenza di un imprenditore medio - ossia nel caso in cui non sarebbe stato possibile prevedere l'imminenza dell'insolvenza - si predispongono ulteriori tutele per fronteggiare la tendenza degli amministratori e dei soci a considerare la situazione economica della società in maniera eccessivamente ottimistica. In particolare, nelle società piccole e a base personalistica, il piano finanziario viene spesso trascurato nonostante rientrino tra gli obblighi generali degli amministratori quello di vigilare sulla capacità della società di pagare i propri debiti e quello di predisporre un piano finanziario aggiornato, per definire per tempo situazioni di mancanza di liquidità.

Con la riforma del diritto societario del 2008, il legislatore tedesco ha voluto mantenere un ruolo di garante degli interessi dei soggetti deboli, proponendo di prevenire l'abuso della forma societaria della GmbH²²⁰. Avvertendo la necessità di modernizzazione imposta dalla concorrenza con il modello inglese della Limited, ha scelto come strategia quella di introdurre un *solvency test* come criterio per individuare le operazioni lesive dell'integrità patrimoniale.

In particolare, ha esteso in capo all'amministratore la responsabilità per aver provocato l'insolvenza della società, che sia stata determinata unicamente dalla concessione di versamenti in favore dei soci²²¹. Risulta pertanto decisivo provare che, in assenza del pagamento contestato, ci sarebbero stati flussi di cassa ancora sufficienti per far fronte alle obbligazioni

²²⁰ FLEISCHER, *Gläubigerschutz in der kleinen Kapitalgesellschaft: Deutsche GmbH versus englische private limited company*, in *DStR*, 2000, 1015.

²²¹ Così il § 64, 3 c., GmbHG. In questo modo si opera una demarcazione netta tra i pagamenti nei confronti dei soci e quelli a favore dei creditori preesistenti, che rimangono assoggettati alla disciplina precedente.

sociali e che il capitale sociale sarebbe risultato ancora coperto dal patrimonio netto. Nella prassi, dunque, ogni qualvolta si intenda eseguire un'erogazione a favore di un socio, l'amministratore di una GmbH avrà l'obbligo aggiuntivo di effettuare una valutazione sulla liquidità della società e sul suo grado di indebitamento; altrimenti, sarà minacciato dall'obbligo di restituzione dei pagamenti illeciti.

Il legislatore tedesco ha così introdotto un nuovo sistema per proteggere i creditori nei confronti delle distribuzioni a favore dei soci, indipendente dal sistema del netto, dimostrando sensibilità alle proposte formulate a livello comunitario²²². Tale innovazione, pur scongiurando che una distribuzione ai soci comporti un depauperamento delle risorse della società in crisi e quindi un esaurimento del patrimonio necessario a soddisfare le pretese creditorie, è apparsa "primitiva"²²³, limitando la prognosi sull'imminenza dell'insolvenza ai soli pagamenti in favore dei soci. In secondo luogo, la fattispecie può apparire eccessivamente indeterminata, poiché non si stabilisce se il test di solvibilità sia da operarsi sul breve o sul lungo termine.

1.3. Il mutamento dei doveri fiduciari degli amministratori

Nonostante non costituisca oggetto specifico della presente indagine, una breve riflessione sul tema dei doveri degli amministratori negli Stati Uniti consentirà di apprezzare meglio alcuni aspetti della relativa disciplina del Regno Unito.

²²² Commissione UE, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, COM (2003) 284, di seguito "Action Plan".

²²³ Così, SCHMIDT, *GmbH-Reform, Solvenzgewaehrleistung und Insolvenzpraxis*, in *GmbHHR*, 2007, 6.

Negli Stati Uniti, i confini tra diritto societario e diritto fallimentare sono piuttosto netti: mentre il primo, di emanazione statale, fornisce una serie di regole di *corporate governance* atte a ridurre il costo delle transazioni connesse all'esercizio dell'attività d'impresa in forma societaria, il secondo, di origine federale, è rivolto ai proprietari della massa fallimentare, ossia i creditori sociali, affinché, attraverso le procedure approntate, siano in grado di utilizzare il patrimonio aziendale in modo da massimizzare i loro interessi di gruppo²²⁴.

Finché non viene proposta istanza di fallimento, pertanto, la società è di "proprietà" dei soci e gli amministratori sono obbligati a massimizzare il valore delle quote di partecipazione di coloro che li hanno nominati, gli *shareholder*²²⁵. Si tratta dei cosiddetti doveri fiduciari che, in base alla dottrina di *common law*, gli amministratori hanno nei confronti degli azionisti²²⁶.

Pur in assenza di una regola che imponga il dovere di tutelare gli interessi dei creditori sociali in una società non ancora insolvente, è stata riconosciuta, dalla cosiddetta "*duty shifting doctrine*", un'eccezione al dovere degli amministratori di perseguire esclusivamente l'interesse dei soci, la cui

²²⁴ Così, JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, 1986, 5.

²²⁵ V., HU - WESTBROOK, *Abolition of the corporate duty to creditors*, in *Columbia Law Review*, 2007, 1321 ss., ove: "*The corporation is owed by shareholders and, like other property, exists to further the owners' interests. This objective should animate every material corporate decision*" (p. 1323).

²²⁶ Rispetto ai *fiduciary duties*, si registrano due diverse teorie: la prima ritiene che i beneficiari dei doveri fiduciari siano in primo luogo la società, in via residuale gli azionisti, sulla base della presunzione che ciò che è buono per la società lo è anche per gli azionisti, V., HU - WESTBROOK, (nt. 225), 1356; in base alla seconda, gli amministratori devono massimizzare il benessere degli azionisti attuali, privilegiando il valore attuale delle azioni rispetto a quello di lungo periodo dell'impresa.

applicazione prescinderebbe dal requisito formale dell'avvio delle procedure concorsuali.

La dottrina e la giurisprudenza di alcuni degli Stati nordamericani hanno riconosciuto che il mutamento dei doveri degli amministratori a favore dei creditori sociali avverrebbe al raggiungimento, da parte della società, di quella situazione di crisi finanziaria che precede lo stato di insolvenza (“*vicinity of insolvency*”), che è stata precedentemente definita come *twilight zone*²²⁷. Tale principio venne affermato in un *obiter dictum* dalla dibattuta sentenza della corte del Delaware emessa nel caso *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corporations*²²⁸. La controversia aveva ad oggetto un giudizio di responsabilità degli amministratori di una società controllante per l'inadempimento di un contratto di *leveraged buyout* concluso con la banca olandese e per il cagionamento dell'insolvenza della controllata, che era stata indebitata nei confronti della controllante fornendo, come garanzia, il pacchetto azionario della controllante stessa. La corte accertò la responsabilità contrattuale degli amministratori della controllante per aver agito in malafede, occultando la situazione finanziaria della società controllata e stabilì altresì che gli amministratori della controllata non avevano violato alcun dovere fiduciario nei confronti degli azionisti di maggioranza, pur discostandosi dall'interesse degli stessi, nella misura in cui, in una situazione di dissesto finanziario che si avvicina allo stato di insolvenza, gli amministratori della società non sono solamente *agent* dei *residual claimants* (gli azionisti di maggioranza della società) ma in capo ad essi gravano altresì dei doveri nei confronti della società stessa, quale ente

²²⁷ V. sopra, p. 43.

²²⁸ *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Communications Corporations*, Del. Ch. 1991, LEXIS 215. Per una riflessione dottrinale sulla giurisprudenza citata, v. HU-WESTBROOK, (nt. 225).

portatore di un insieme di interessi più ampio²²⁹. Nella fase di pre-insolvenza, pertanto, sarebbero giustificate le condotte degli amministratori che, in buona fede, si sforzano di massimizzare la capacità della società di creare ricchezza nel lungo periodo²³⁰.

La diffusione giurisprudenziale della sopra citata pronuncia è rimasta limitata poiché, nelle decisioni più recenti, la giurisprudenza del Delaware si è discostata dal precedente, enunciando che il contenuto dei doveri fiduciari degli amministratori e i destinatari ai quali sono rivolti non mutano sostanzialmente nella fase di pre-insolvenza ma soltanto una volta raggiunto lo stato d'insolvenza²³¹. La *duty shifting doctrine*, tuttavia, ha eretto un ponte

²²⁹ Così la sentenza citata, al paragrafo 109: “*The Ladd management was not disloyal in not immediately facilitating whatever asset sales were in the financial best interest of the controlling stockholder. (...) In managing the business affairs of MGM, Mr. Ladd, and those appointed owed their supervening loyalty to MGM, the corporate entity (...) the MGM board or its executive committee had an obligation to the community of interest that sustained the corporation, to exercise judgment in an informed, good faith effort to maximize the corporation’s long-term wealth creating capacity*”.

²³⁰ “*At least where a corporation is operating in the vicinity of insolvency, a board of directors is not merely the agent of the residue risk bearers, but owes its duty to the corporate enterprise*”.

²³¹ Una prima restrizione della situazione finanziaria alla quale viene ancorato il *duty shifting* si trova nella decisione *Production Resources Group L.L.C. v. NCT Group, Inc.*, Del. Ch. November 2004, in cui il giudice Strine ha affermato di non aver bisogno di esplorare i confini “metafisici” della zona dell’insolvenza poiché la società era insolvente e che “*when a firm has become insolvent, it is settled that under Delaware law the directors owe fiduciary duties to the creditors because the residual claimants of corporate assets are the constituency to which directors owe their allegiance. Before insolvency, the residual claimants were the shareholders; after insolvency, there were the creditors*”. In tale pronuncia, pertanto, il mutamento dei doveri fiduciari degli amministratori non veniva giustificato sulla base della titolarità del diritto di proprietà sul patrimonio sociale da parte dei soci, ma in virtù dello status di titolari di pretese residuali sul patrimonio sociale degli stessi. Tale principio venne ripreso nel caso *North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. V. Gheewalla*, Del. Ch. May 18, 2007, 101: “*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 and its*

tra il regime dei doveri degli amministratori individuato dal diritto societario e quello tracciato dal diritto fallimentare, che ha fatto a lungo discutere la dottrina statunitense²³².

In Europa, la dottrina del *duty shifting* domina il diritto societario della Gran Bretagna, in cui i doveri degli amministratori cambiano il proprio orientamento all'avvicinarsi dell'insolvenza, da un punto di vista dominato dalla massimizzazione del benessere dei soci ad uno maggiormente *creditor friendly*.

Quando la società è *in bonis*, il Companies Act inglese²³³ impone agli amministratori il dovere di agire in buona fede nella maniera più adatta a promuovere “il successo” della società, tradizionalmente inteso come l'insieme degli interessi dei proprietari della stessa, ossia degli azionisti²³⁴. Nel caso, tuttavia, in cui l'interesse dei soci entri in contrasto con quello di ulteriori *stakeholder*, gli amministratori non incorreranno in una

shareholders by exercising their business judgment in the best interests of the corporation for the benefit of its shareholder owners”.

²³² HU - WESTBROOK, (nt. 225), 1340-1343, rilevano che fino al 2006 oltre 150 articoli di di riviste giuridiche si sono occupati del principio introdotto da *Credit Lyonnais*, concentrandosi soprattutto sulla definizione della zona dell'insolvenza.

²³³ S. 172 (1) CA: “A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so” must “have regard ”to (a) long-term consequences, (b) the employees’ interests, (c) relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact on the community and the environment, (e) the company’s ethical reputation, and (f) fair treatment of all members”.

²³⁴ Questa espressione fu introdotta con il *Companies Act* del 2006, al fine di dirimere le criticità che erano state sollevate circa la portata del *duty of loyalty* in base alla tradizione di *common law* previgente, che si esprimeva in termini di “*interests of the company*”. Tale principio venne messo in discussione dal giudice Nourse LJ, che nel caso *Brady v Brady*, 1988, B.C.L.C. 20, 40, CA, statui che: “*The interests of the company, as an artificial person, cannot be distinguished from the interests of the persons who are interested in it*”; cfr., CAHN - DONALD, *Directors’ duties of loyalty, good faith and care*, in *Comparative Company Law*, Cambridge, 2010, 332-337.

responsabilità per inadempimento dei propri doveri se prediligeranno gli ultimi al fine di salvaguardare il benessere della società nel suo complesso²³⁵.

In determinate circostanze, la supremazia degli interessi degli *shareholder*, inoltre, può incontrare un ulteriore limite, oggi codificato dalla legge²³⁶ e precedentemente individuato dalla giurisprudenza²³⁷ negli interessi dei creditori sociali. In questo, il *common law* inglese si dimostra più *creditor friendly* di quello statunitense, in quanto ammette senza ripensamenti che gli interessi degli amministratori emergano già nella fase di pre-insolvenza della società²³⁸.

1.4. Il dovere di evitare l'aggravamento del dissesto

Nell'ultimo decennio, la tendenza degli ordinamenti europei in materia di protezione dei creditori sociali è stata quella di spostare la tutela degli interessi di questi ultimi dalla fase di costituzione della società ad un controllo *ex post* sui comportamenti opportunistici degli amministratori connesso al verificarsi dello stato di insolvenza. Nel diritto societario, hanno via via perso d'importanza le norme sulla formazione del capitale sociale e la prassi dei legislatori è stata quella di ridisegnare le tutele *ex ante* di diritto societario sul mantenimento del capitale sociale come norme di diritto fallimentare²³⁹.

²³⁵ DAVIES, (nt. 22), 546.

²³⁶ S. 172 (3) CA, in base al quale il dovere di agire nell'interesse della società a beneficio dei suoi membri può essere sospeso in determinate circostanze: “*effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company*”.

²³⁷ *West Mercia Safetywater v Dodd* (1988), in B.C.L.C 250, CA.

²³⁸ *Brady v Brady*, 1988; *Nicholson v Permakraft (NZ) Ltd* (1985) 1 N.Z.L.R. 252; *Walker v. Wimborne* (1976) 50 ALJR 446; *Whalley v Doney* (2004) BPIR 75.

²³⁹ Si tratta del cosiddetto fenomeno dell'*Insolencification*. Un esempio è costituito dalle norme sulle cessioni in frode ai creditori; queste, bloccando i comportamenti

Per quanto riguarda l’impatto di tale tendenza sulla disciplina dei doveri degli amministratori, nel corso delle procedure fallimentari è data la possibilità ai creditori sociali di agire nei confronti degli amministratori che, senza giustificazioni, nella fase di pre-insolvenza abbiano aggravato il dissesto della società o cagionato l’insolvenza scegliendo, per esempio, di assumere nuovo debito. Oltre ad imporre di evitare tali azioni, come si vedrà, certi ordinamenti sanzionano con la responsabilità patrimoniale personale gli amministratori che abbiano posto in essere o avvalorato tali condotte.

I modelli normativi di riferimento sono la fattispecie statunitense del *tort of Deepening Insolvency* e l’azione di responsabilità per *wrongful trading* di cui al diritto fallimentare inglese²⁴⁰.

Come noto, gli Stati Uniti sono tradizionalmente un ordinamento relativamente *debtor-friendly*, in cui la protezione dei creditori delle società *in bonis* è lasciata all’autotutela contrattuale degli stessi e in cui la strategia contro comportamenti antieconomici nella fase della pre-insolvenza è affidata principalmente ai bonus creati dal diritto fallimentare per far sì che i soci e i *manager* siano incentivati ad iniziare le procedure di insolvenza tempestivamente²⁴¹. Nel diritto societario, tuttavia, non esiste una norma che

opportunistici di distrazione di attività sociali, sono di fatto assimilabili ai limiti alle distribuzioni prescritte dal diritto societario.V., per tutte, la Riforma del diritto societario tedesco del 2008, che ha registrato entrambe le tendenze sopra citate: sono state introdotte, da una parte, la *Unternehmensgesellschafts-haftungsbeschränkt*, ossia una società a responsabilità limitata con capitale minimo di 1 euro e, dall’altra, la responsabilità per *Insolvenzverschleppung* di cui al §64 GmbHG.

²⁴⁰ V., s. 214 Insolvency Act 1986.

²⁴¹ V., ALLEN - KRAAKMAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, New York, 2003, 138: “*In the United States, where management retains control when the company enters reorganization proceedings under Chapter 11, such duties [to file for bankruptcy] are unnecessary because management often has an incentive to enter bankruptcy voluntarily in the hopes of engineering a successful recapitalization*”.

imponga agli amministratori un obbligo specifico di avviare le procedure fallimentari²⁴².

In un primo momento, pertanto, negli Stati Uniti il fondamento dell'azione del curatore fallimentare nei confronti degli amministratori venne rinvenuto nella divergenza tra l'interesse dei soci e quello della società come persona giuridica che si può registrare nella fase del dissesto ove, per esempio, la continuazione dell'attività d'impresa venga finanziata attraverso il ricorso al capitale di debito, danneggiando così il patrimonio sociale²⁴³. La giurisprudenza riconobbe poi che le condotte che avevano come effetto quello di aggravare il dissesto della società, cagionandone l'insolvenza, integravano una fattispecie autonoma di illecito civile²⁴⁴. In questo modo, vennero ritenuti responsabili del *tort of deepening insolvency* anche diversi istituti di credito che avevano concesso finanziamento e tenuto in vita colpevolmente società fortemente indebitate²⁴⁵. Successivamente, tale dottrina è stata ridimensionata: il danno risarcibile è stato limitato alla perdita di valore del patrimonio attivo ed è stata disconosciuta l'autonomia della fattispecie, ritenuta un corollario dell'ampliamento dei doveri di prudente gestione della società sottocapitalizzata²⁴⁶.

²⁴² EIDENMÜLLER, (nt. 37), 246-248.

²⁴³ V., *Schacht v. Brown*, (7th Cir. 1983).

²⁴⁴ Tale azione venne riconosciuta applicando il diritto dello Stato della Pennsylvania nella causa *Unsecured Creditors v. R.F. Lafferty & Co.*, (3rd Cir. 2001), ove venne affermato che “*deepening insolvency may give rise to a cognizable injury under Pennsylvania law*” quando, per esempio, il mantenere in vita la società sottocapitalizzata abbia diminuito il valore di realizzo.

²⁴⁵ *LTV Steel Co.*, (Bankr. D. Ohio 2005).

²⁴⁶ Il *deepening insolvency* non costituisce la base per esercitare un'azione autonoma nei confronti degli amministratori, poiché questi non sono obbligati ad avviare la procedura fallimentare: “*Delaware does not recognise [deepening insolvency] as a cause of action, because catchy though the term may be, it does not express a coherent concept.*”, in *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*, Del. Ch. 2006.

Nel panorama europeo, il modello di riferimento di strategia di tutela *ex post* è costituito dalla responsabilità degli amministratori per *wrongful trading*, che rende personalmente responsabili i gestori (anche occulti) che, nel momento in cui hanno riconosciuto o avrebbero dovuto riconoscere che non c'era nessun ragionevole indizio della possibilità di evitare il fallimento della società, non hanno intrapreso le azioni che un amministratore ragionevole avrebbe posto in essere per minimizzare i potenziali danni ai creditori²⁴⁷.

La liceità del comportamento degli amministratori - ciò che essi avrebbero dovuto riconoscere e la profilassi alla quale si sarebbero dovuti attenere - viene stabilita in base ad un parametro oggettivo, lo *standard* di comportamento idealmente tenuto da un amministratore ragionevole per affrontare la medesima situazione di fatto, indipendentemente dalle conoscenze specifiche caratterizzanti l'amministratore *de quo*²⁴⁸. La legge fallimentare, tuttavia, non impone *ex ante* un comportamento da tenere nella fase di pre-insolvenza della società per evitare di danneggiare i creditori sociali ma la condotta ideale viene definita *ex post* dal giudice²⁴⁹.

La relativa azione, inoltre, può essere proposta soltanto dal curatore fallimentare, nel caso in cui la società sia stata oggetto della procedura di liquidazione per insolvenza; i creditori, difatti, non sono titolari di un'azione diretta ma possono agire solamente in via surrogatoria, nel caso di inerzia del

²⁴⁷ S. 214 (2)(b), UK Insolvency Act 1986.

²⁴⁸ S. 214 (4). Tale precisazione costituisce un'eccezione nel contesto del diritto societario inglese che tradizionalmente definisce il canone di diligenza dell'amministratore su una base soggettiva. V., DAVIES, (nt. 22), 503 ss.

²⁴⁹ DAVIES, (nt. 37), 316.

curatore fallimentare²⁵⁰. Il tribunale stabilirà quindi liberamente l'ammontare della somma di denaro che l'amministratore dovrà rifondere alla società²⁵¹ e che sarà messa a disposizione dei creditori non privilegiati²⁵².

Anche nel diritto societario tedesco, gli amministratori possono essere ritenuti responsabili per aver aggravato colposamente il dissesto patrimoniale. Come accennato in precedenza, al verificarsi dell'insolvenza nelle forme della *Illiquidität*²⁵³ o della *Überschuldung*²⁵⁴, il diritto societario impone la conservazione del patrimonio sociale, che formerà la massa fallimentare²⁵⁵. In caso di un eventuale depauperamento colposo della stessa, gli amministratori possono essere ritenuti responsabili per *Insolvenzverschleppung*²⁵⁶, una forma speciale di responsabilità da fatto illecito, e dovranno risarcire ai creditori sociali antecedenti la mancata dichiarazione di fallimento una somma corrispondente alla differenza tra la quota di attivo che avrebbero ricevuto in caso di emersione tempestiva dello stato di insolvenza e quanto in effetti ottenuto (*Quotenschade*). I creditori successivi al verificarsi del fatto illecito, invece, saranno risarciti del danno subito a causa dell'aver fatto affidamento sul fatto di entrare in contatto con

²⁵⁰ Si nota quindi che un primo limite all'esercizio di tale azione può essere costituito dalla mancanza di fondi per sopportarne i costi e per rifondere le spese in caso di insuccesso della medesima.

²⁵¹ S. 214 (1) Inolvency Act.

²⁵² Ciò in base al caso *Re Oasis Merchandising Ltd* (1998) Ch. 170 CA.

²⁵³ § 17 c. 1 InsO.

²⁵⁴ § 19 c. 2 InsO.

²⁵⁵ V. *supra*, par. 1.2, pag. 94.

²⁵⁶ Ciò in base al combinato disposto dei § 15a 1 InsO e § 823, c. 2 BGB. Il *leading case* è BGH, 6 giugno 1994, II ZR 292/91, in BGHZ 126, 181, che conferma, riprendendo BGH, 16 dicembre 1958, VI ZR 245/57, BGHZ 29, 100 che tutti i creditori rientrano nella norma di tutela contenuta nella clausola generale di tutela aquiliana di cui all'art. 823(2) BGB, non solo i creditori antecedenti il momento in cui l'amministratore avrebbe dovuto avviare la procedura fallimentare.

una società non insolvente (*Vertrauensschaden*)²⁵⁷. Un'altra particolarità consiste nel fatto che solamente i creditori successivi sono titolari di un'azione diretta nei confronti degli ex amministratori, mentre l'azione dei creditori precedenti viene esercitata dal curatore fallimentare, salvo il caso in cui la procedura fallimentare non sia mai stata aperta²⁵⁸.

Come si evince da quanto esposto, la *Insolvenzverschleppungshaftung* risulta funzionalmente equivalente all'azione per *wrongful trading*. Mentre nella prima fattispecie, tuttavia, sono descritte le circostanze oggettive al verificarsi delle quali l'amministratore avrebbe dovuto porre in liquidazione la società, per la prassi del diritto inglese il parametro non è fornito né dall'insolvenza, né dallo sbilancio patrimoniale, ma soltanto da una prognosi negativa sulla continuità aziendale, per la quale non viene fissato alcun parametro rigido²⁵⁹. Sotto questo profilo, la normativa tedesca sembrerebbe maggiormente efficiente da un punto di vista di costi, in quanto un parametro flessibile quale la prognosi negativa sulla continuità aziendale può creare incertezza nei destinatari della norma, che si traduce in un aumento dei costi sia per le consulenze tecniche e legali, sia per la necessità di assicurare gli amministratori per i rischi incorsi²⁶⁰.

Sotto il profilo della tempestività del rimedio, tuttavia, la valutazione risulta più complessa. Sulla carta, infatti, lo *standard* sul quale si basa il rimedio del *wrongful trading* permetterebbe di innescare la relativa azione ancor prima dell'insolvenza formale della società. Allo stesso tempo, tuttavia,

²⁵⁷ V., BGH (nt.233), in BGHZ 126, 181, 192-201.

²⁵⁸ SCHILLIG, *The transition of Corporate Governance to Bankruptcy Governance - Convergence of German and US law?*, in ECFR, 2010, 118, 135.

²⁵⁹ HABERSACK-VERSE, D., *Wrongful Trading - Grundlage einer europäischen Insolvenzverschleppungshaftung?*, in ZHR, 2004, 178-186.

²⁶⁰ MÜLBERT-BIRKE, *Legal Capital - Is there a case against the European Legal Capital Rules?*, in EBOR, 2002, 726.

a differenza dell'*Insolvenzverschleppungshaftung*, la responsabilità da *wrongful trading* è parametrata su uno standard che fa riferimento alla *cash-flow insolvency*; di conseguenza, consente agli amministratori, seppur per un breve periodo di tempo, di continuare ad esercitare attività d'impresa nonostante il verificarsi di uno stato di *balance-sheet insolvency*²⁶¹. La soluzione della questione, pertanto, dipende essenzialmente dalla nozione che i diversi ordinamenti forniscono dello stato di insolvenza²⁶².

Si nota inoltre che, in base alla disciplina inglese, gli amministratori di una società formalmente insolvente che presenta possibilità realistiche di uscire da tale stato possono evitare la responsabilità per *wrongful trading* (nonostante il fallimento successivo della società), mentre gli amministratori di una società non ancora insolvente possono essere obbligati ad arrestare l'esercizio dell'attività d'impresa qualora l'evitare la (futura) insolvenza si riveli altamente improbabile²⁶³.

In base al diritto societario italiano, invece, agli amministratori²⁶⁴ è imposto un obbligo di *disclosure* dello stato di dissesto e di finalizzazione della gestione della società al solo scopo di preservare l'integrità e il valore del patrimonio sociale al verificarsi di una delle cause di scioglimento della

²⁶¹ DAVIES, (nt. 37), 317.

²⁶² V., DAVIES, (nt. 37), 318.

²⁶³ Così, GERNER-BEUERLE - SCHUSTER, (nt. 181), 33-34.

²⁶⁴ Si precisa sin d'ora che, benché ai sensi della riforma societaria gli amministratori privi di deleghe abbiano una responsabilità circoscritta alla violazione dell'obbligo di agire informati e al dovere di vigilare sul generale andamento della società, sulla base delle relazioni fornite dagli amministratori delegati, il regime di responsabilità di tutti i consiglieri di amministrazione è parificato per quanto riguarda l'obbligo di porre termine alla vita della società in caso di conoscenza del verificarsi di una causa di scioglimento. V., BONELLI, (nt. 205); MONTALENTI, *Gli amministratori*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, vol. IV, tomo I, Padova, 2010, 618 ss.

società²⁶⁵ e fino all'iscrizione della nomina dei liquidatori nel registro delle imprese²⁶⁶.

In caso di continuazione dell'attività d'impresa nonostante l'obbligo di autoarresto della società o di ritardo nell'adempimento, e di violazione del dovere di conservazione dell'integrità patrimoniale²⁶⁷, gli amministratori sono ritenuti personalmente e solidalmente responsabili nei confronti dei creditori sociali²⁶⁸ per i danni da questi subiti in conseguenza degli atti di gestione illeciti²⁶⁹ che abbiano pregiudicato la soddisfazione del diritto di credito vantato²⁷⁰.

²⁶⁵ Ai fini della presente indagine, tra le cause di scioglimento della società, si ricorda la sopravvenuta impossibilità di conseguire l'oggetto sociale e la riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale, salvo la ricapitalizzazione della società o la sua trasformazione (art. 2484, n. 2, 4 c.c.).

²⁶⁶ Artt. 2485-2486 c.c.. V., BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2008, 1083; MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 1276.

²⁶⁷ V., GALLETTI, (nt 149), 4 ss.: “*Quando tuttavia la prospettiva di continuità gestionale (going concern) svanisce [...] gli amministratori non sono più liberi di determinare liberamente gli obiettivi da conseguire, nell'ottica di perseguimento del profitto: essi debbono gestire l'immediato in modo da conservare le virtualità del patrimonio aziendale nell'ottica della futura liquidazione [...]*”.

²⁶⁸ Oltre che nei confronti della società, dei soci e dei terzi (artt. 2485, I c., II periodo e 2486, II c., c.c.). V., per tutti, HIRTE - VICARI, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali verso i creditori in caso di omessa o ritardata presentazione della richiesta di fallimento al Tribunale, nel diritto tedesco e italiano*, in *Giur. comm.* 1996, II, 377 ss.

²⁶⁹ Occorre fornire la prova del nesso di causalità tra la condotta illecita degli amministratori e il danno subito dai creditori sociali. V., Cass., 8 febbraio 2005, n. 2538; Cass., 23 luglio 2007, n. 16211; Cass., 8 luglio 2009, n. 16050.

²⁷⁰ Cfr., *ex multis*, PASQUARIELLO, *sub. art. 2485*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, III, 2171 ss.; NICCOLINI, *sub. art. 2485*, in *Società di capitali, Commentario* a cura di Niccolini - Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 1730 ss.

Anche in base al diritto italiano, tale azione di responsabilità si applica successivamente al verificarsi dell'insolvenza, in quanto potrà essere promossa soltanto dal curatore fallimentare²⁷¹.

Quanto al profilo del danno risarcibile, l'orientamento giurisprudenziale ha subito un mutamento significativo in seguito alla riforma che ha sostituito il precedente "divieto di nuove operazioni"²⁷²: mentre in passato il danno risarcibile era quantificato nell'ammontare del deficit fallimentare²⁷³, attualmente tale metodo equitativo viene considerato sussidiario e trova applicazione solamente nel caso in cui l'irregolarità della contabilità sociale sia talmente grave da impedire la ricostruzione della contabilità della società o manchi la prova delle singole condotte imputate all'amministratore²⁷⁴.

Il ricorso al criterio del deficit fallimentare, tuttavia, risulterebbe ancora applicabile nelle fattispecie in cui la condotta illegittima degli amministratori sia stata l'unica causa del verificarsi del dissesto²⁷⁵, tra le quali rientrano proprio le tipiche forme di opportunismo che si evidenziano nella fase di pre-insolvenza della società, caratterizzate, per esempio, dall'assunzione eccessiva di debiti. In queste circostanze, il danno risarcibile

²⁷¹ Il curatore fallimentare, in tale sede, avrà la facoltà di esercitare congiuntamente anche l'azione di responsabilità di cui all'art. 2394 c.c.

²⁷² V., RORDORF, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a. per operazioni successive alla perdita del capitale*, in *Società*, 2009, 277 ss; Cass., 8 febbraio 2005, n. 2538, in *Giur. it.*, 2005, 1637.

²⁷³ Cass., 19 dicembre 1985, n. 6493; Cass., 23 giugno 1977, n. 2671; Cass., 4 aprile 1977, n. 1281.

²⁷⁴ Trib. Milano, 24 novembre 2009; Trib. Milano, 27 aprile 2009; Trib. Torino, 12 gennaio 2009; Trib. Milano, 11 novembre 2010.

²⁷⁵ V., JORIO, *La determinazione del danno risarcibile nelle azioni di responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 5.

viene a coincidere con l'ammontare del passivo fallimentare, al netto dell'attivo esistente o ricostruito dal curatore²⁷⁶.

Più frequenti, tuttavia, risultano le ipotesi in cui gli amministratori omettano di dichiarare la perdita del capitale sociale, per nascondere all'organo assembleare e ai creditori sociali gli scarsi risultati economici ottenuti dalla loro gestione²⁷⁷. In tale eventualità, i gestori potrebbero essere chiamati a risarcire il danno generato dall'inutile prosecuzione dell'attività d'impresa, in quanto tale danno sia conseguenza immediata e diretta del loro inadempimento.

Nel caso in cui la condotta imputabile agli amministratori sia integrata dalla colpevole inerzia nell'interruzione dell'attività d'impresa e, nel caso di crisi o di insolvenza, nel presentare la domanda di concordato preventivo o la dichiarazione di fallimento, il danno imputabile agli amministratori è l'aggravamento del dissesto dell'impresa. Per queste ipotesi, la giurisprudenza²⁷⁸ ha elaborato il criterio dei netti patrimoniali di periodo: il danno viene quantificato, in via equitativa, nella misura del differenziale tra il saldo del patrimonio netto risultante dal bilancio nel momento in cui l'amministratore ha acquisito contezza del dissesto e quello di cui all'atto della dichiarazione del fallimento o della cessazione dalla carica²⁷⁹.

Le fattispecie sopra esposte integrano altresì la responsabilità penale di cui all'art. 217, primo comma, numeri 3) e 4) della legge fallimentare,

²⁷⁶ Cass., 17 settembre 1997, n. 9252; Trib. Genova, 24 novembre 1997; Trib. Messina, 12 novembre 1999; App. Bologna, 12 gennaio 2004; Tribunale Catania, 5 novembre 1999.

²⁷⁷ Cfr. GALLETTI, (nt. 149), 6: “[...] il management rifiuta di adattare il proprio operato alle mutate condizioni patrimoniali della società, che anzi occulta, al fine di nascondere le conseguenze del proprio operato.”

²⁷⁸ V., Cass., 23 giugno 2008, n. 17033, in *Fallimento*, 2009, 565.

²⁷⁹ Per una valutazione critica sul punto, v., GALLETTI, (nt. 254); JORIO, (nt. 252), 7-9.

connessa al reato di bancarotta semplice e di bancarotta impropria, che punisce gli amministratori che, nonostante avessero intravisto la possibilità che l'impresa diventasse insolvente, abbiano ugualmente posto in essere operazioni finalizzate a ritardare la dichiarazione di fallimento o abbiano aggravato il dissesto rifiutandosi di presentare autonomamente l'istanza²⁸⁰.

2. Fenomeni di *forum shopping*

Come si può apprezzare in seguito a quanto esposto nel paragrafo precedente, la disciplina della gestione dell'impresa in fase di pre-insolvenza differisce all'interno degli Stati Membri dell'Unione europea. In mancanza di una cornice normativa sovranazionale, si apre un margine per fenomeni di arbitraggi normativi a danno dei creditori deboli²⁸¹. Si pensi alla scelta di una

²⁸⁰ Art. 217, 1.fall: “È punito con la reclusione da sei mesi a tre anni, se dichiarato fallito, l'imprenditore che [...] 3) ha compiuto operazioni di grave imprudenza per ritardare il fallimento; 4) ha aggravato il proprio dissesto, astenendosi dal richiedere la dichiarazione del proprio fallimento [...]”. Sul punto, si segnala una recentissima pronuncia della Cassazione civile, 21 novembre 2013, n. 46388: “Il reato di bancarotta impropria sussiste anche quando la condotta illecita abbia determinato anche solo un'aggravamento del dissesto già in atto della società, posto che il reato di bancarotta impropria da reato societario è integrato dal comportamento dell'amministratore che esponga nel bilancio dati non veri al fine di occultare la sostanziale perdita del capitale sociale, evitando così che si palesi la necessità di procedere al suo rifinanziamento o alla liquidazione della società, provvedimenti la cui mancata adozione determina appunto l'aggravamento del dissesto”.

²⁸¹ Per una disanima delle problematiche connesse al forum shopping nella fase di pre-insolvenza, v. MEVORACH, *Forum Shopping in Times of Crisis: A Directors' Duties Perspective*, in ECFR 2013, 523-553; MUCCIARELLI F.M., *The unavoidable persistence of forum shopping in European Insolvency law*, November 2013, disponibile all'indirizzo internet <http://papers.ssrn.com/abstract=2375654>; GERNER-BEUERLE - SCHUSTER, *The Costs of Separation: Friction between Company and*

società costituita in uno Stato Membro, e sottoposta al diritto societario del medesimo, di trasferirsi in un altro al solo fine di vedersi applicare una legge fallimentare più favorevole. Tale decisione può esprimere scelte egoistiche della compagine di controllo; in mancanza di un'unificazione della disciplina dei doveri degli amministratori nella fase di pre-insolvenza, costoro, invece svolgere la funzione di “cane da guardia” a tutela degli interessi degli *stakeholder* diversi dai soci, saranno incentivati ad appoggiare l'opportunità di questi ultimi. Il tema diviene cruciale nel contesto delle società per azioni chiuse o delle società a responsabilità limitata, spesso dominate da pochi soci di controllo, in grado non solo di esprimere la maggioranza sufficiente per procedere alle modificazioni statutarie necessarie per trasferire la sede sociale all'estero, ma altresì per nominare la maggioranza degli amministratori o, addirittura, per sedere direttamente nel consiglio di amministrazione.

Di conseguenza, i creditori volontari di una società di capitali potrebbero vivere in un regime di incertezza circa il diritto che si applicherà alla società debitrice nel momento in cui la propria pretesa diventerà esigibile e le tutele delle quali potranno beneficiare in caso di successiva insolvenza della società²⁸².

Insolvency Law in The Single Market, in *LSE Legal Studies Working Paper*, No. 6/2014.

²⁸² Tale problema si potrebbe verificare non solo nel caso di trasferimento della sede sociale poco prima dell'insolvenza ma altresì nel caso in un eventuale giudizio venga fornita la prova della mancata coincidenza tra sede sociale e COMI. Rispetto all'interpretazione della presunzione relativa di coincidenza tra sede sociale e COMI di cui all'art. 3, §1, Reg. 1346/2000, v. Corte di Giustizia C-341/04 *Eurofood IFSC Ltd*, p.to 31, nella quale viene precisato che per vincere tale presunzione occorre dimostrare la riconoscibilità della differenza di collocazione tra sede principale e sede sociale da parte dei terzi.

A ciò si aggiunge che, all'interno dell'Unione europea, i problemi di agenzia tra soci e creditori sociali al crepuscolo della società vengono affrontati sia dalla disciplina di diritto societario sul mantenimento del capitale sociale sia dalle norme sulla responsabilità degli amministratori contenute nel diritto fallimentare o che, comunque, si applicano *ex post*, successivamente al verificarsi dello stato di insolvenza²⁸³. Nel caso in cui una società di diritto italiano scelga di assoggettarsi al diritto fallimentare inglese, stabilendo in Gran Bretagna il proprio COMI, i creditori sociali precedenti a tale scelta, che avevano valutato di concedere credito a tale società in ragione delle garanzie specifiche predisposte dal diritto italiano, potrebbero subire una modificazione dei termini del finanziamento concesso senza aver scontato tale fattore di rischio nel prezzo praticato. La mancanza di armonizzazione della disciplina sostanziale sulla responsabilità degli amministratori nella fase di pre-insolvenza, pertanto, non solo costituirà un ulteriore elemento di rischio per i creditori *ex ante* deboli o involontari ma aumenterà altresì il costo del finanziamento per l'impresa, poiché i creditori forti sconteranno tale rischio applicando alle società debentrici un tasso di interesse più elevato²⁸⁴.

²⁸³ Ovviamente, in alcuni ordinamenti, come quello tedesco e quello italiano, alle norme di diritto societario sulla salvaguardia del capitale sociale si affiancano quelle di diritto fallimentare sulla revocatoria fallimentare, sulla postergazione dei crediti dei soci o sulla responsabilità degli amministratori per operazioni compiute quando la società era in stato di dissesto. A completamento del sistema, si trova poi la disciplina dei reati societari.

²⁸⁴ V. LOMBARDO, *Regulatory competition in company law in the European Community*, 2002, 181.

3. Prospettive *de jure condendo* nel contesto sovranazionale

3.1. *Il wrongful trading: modello per l'armonizzazione dei doveri degli amministratori in Europa*

La necessità di rafforzare la responsabilità degli amministratori nel momento in cui la società è prossima all'insolvenza è stata sottolineata a livello comunitario già nel 2002, dall'High Level Group di esperti internazionali di diritto societario, incaricato di esprimere delle raccomandazioni sulla modernizzazione del diritto societario²⁸⁵, e recentemente ribadita dalla Commissione stessa nel Green Paper sulla *Corporate Governance* per le istituzioni finanziarie²⁸⁶.

Come modello di norma-quadro di rango sovranazionale, gli esperti europei hanno consigliato l'introduzione del *wrongful trading*, sulla base di una serie di argomenti.

In primo luogo, è stato sottolineato che è irrilevante se le regole legate alla responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori sociali affondano le radici nel diritto societario o nel diritto fallimentare, poiché la responsabilità degli amministratori quando la società diventa insolvente svolge il suo effetto principale prima dell'insolvenza, quale elemento chiave di un sistema di corporate governance appropriato²⁸⁷.

In secondo luogo, è stata ravvisata l'equivalenze funzionale della disciplina di alcuni degli Stati Membri sulla responsabilità per aggravamento del dissesto societario. Tali disposizioni sono accomunate dalla volontà di imporre agli amministratori un'alternativa netta tra l'interruzione delle

²⁸⁵ HIGH LEVEL GROUP, (nt. 6), cap.3.

²⁸⁶ COMMISSIONE EUROPEA, (nt. 9).

²⁸⁷ HIGH LEVEL GROUP, (nt. 6), 67.

imprese antieconomiche e il risanamento delle società in crisi²⁸⁸. Con riguardo a tale aspetto, il *wrongful trading* presenterebbe il vantaggio di non interferire con le decisioni imprenditoriali degli amministratori quando la società è ancora in *going-concern*, nella misura in cui non sia ancora prevedibile l'insolvenza. Una norma di questo tipo, pertanto, consentirebbe un miglioramento sensibile nel funzionamento delle società e dei gruppi di società.

Infine, una regola di *wrongful trading* introdurrebbe un livello equivalente di protezione per i creditori sociali lungo l'Europa, senza necessità di armonizzare l'intero corpo delle regole sulla responsabilità degli amministratori in tutti gli Stati Membri.

Per quanto concerne le possibili sanzioni, gli esperti europei hanno evidenziato la necessità di garantire che gli amministratori siano responsabili per le dichiarazioni finanziarie e non finanziarie rilevanti. La scelta sul tipo di sanzione più appropriato (pene, risarcimento danni, confisca di *bonus* o profitti guadagnati attraverso premi di risultato o *stock-option*), tuttavia, verrebbe lasciata al diritto statale. Il Gruppo, in ogni caso, ha ritenuto interessante esaminare un particolare tipo di sanzione, la cui introduzione a livello europeo viene auspicata: la *disqualification* degli amministratori. Si tratta di una sanzione amministrativa accessoria che comporta la decadenza dell'amministratore dalla carica ricoperta o l'interdizione dal prendere parte alla gestione di una società. A seconda degli ordinamenti di riferimento, tale

²⁸⁸ Gli Esperti dell'High Level Group sottolineano come anche negli Stati nei quali non sono presenti delle disposizioni specifiche sul punto, un effetto simile possa essere raggiunto, in via interpretativa, attraverso le regole generali sulla diligenza degli amministratori nella gestione della società o la disciplina civilistica della responsabilità per fatto illecito. Si vedano, al riguardo, le considerazioni svolte nel paragrafo precedente sulla disciplina dei doveri degli amministratori delle società *in bonis* nel diritto inglese e sulla *Insolvenzverschleppungshaftung*.

sanzione può essere comminata dal giudice fallimentare agli imprenditori falliti²⁸⁹ o a coloro che si sono rivelati inadeguati a svolgere l'incarico di gestori di una società²⁹⁰.

Mentre le sanzioni di diritto penale e civile sono spesso molto difficili da attuare, vengono spesso applicate troppo tardi e possono avere applicazioni sostanzialmente differenti nei vari Stati Membri, la squalifica dell'individuo dall'operare come amministratore risulterebbe più semplice da effettuare e costituirebbe un deterrente potente, avendo un effetto interdittivo di lungo termine.

3.2. Le proposte dell'UNCITRAL

A partire dal Dicembre 2010, su proposta del Regno Unito, dell'associazione "INSOL International" e "dell'International Insolvency Institute", anche la "United Nations Commission on International Trade

²⁸⁹ V. art. 2382 c.c.: "*Cause di ineleggibilità e di decadenza. Non può essere nominato amministratore, e se nominato decade dal suo ufficio (...) il fallito, o chi è stato condannato ad una pena che importa l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità ad esercitare uffici direttivi*". Quanto all'interdizione dai pubblici uffici, questa può essere perpetua o temporanea: la prima consegue alla condanna all'ergastolo o ad una pena non superiore ai cinque anni di reclusione; la seconda, invece, ad una condanna non inferiore a tre anni di reclusione. Tale interdizione temporanea non può avere una durata inferiore ad un anno né superiore a cinque. Un'altra causa di ineleggibilità non esplicitata dal codice ma applicata in via interpretativa dalla giurisprudenza è l'essere stato precedentemente revocato dall'incarico di amministratore con provvedimento del Tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c., come riconosciuto dal Tribunale di Milano, 9 maggio 1991, in *Giur. it.*, 1992, I, 2, 794, in cui il Tribunale ha esplicitato che "*si farebbe rivivere la stessa situazione di pericolo che l'autorità giudiziaria aveva inteso rimuovere revocando gli amministratori*").

²⁹⁰ Si tratta della cosiddetta *disqualification*, di cui alle sezioni 6(1), 8(2), UK Company Directors Disqualification Act 1986, che può essere utilizzata sia in alternativa al *wrongful trading* sia nel caso in cui gli amministratori abbiano tenuto comportamenti gravemente imprudenti, come aver costituito società sottocapitalizzate o aver tentato di rimanere sul mercato a spese dei creditori.

Law” (UNCITRAL) si sta occupando delle forme di responsabilità degli amministratori che nascono nel contesto dell’insolvenza, quando l’impresa affronta un’insolvenza imminente o quando l’insolvenza è inevitabile²⁹¹.

Nella Guida redatta dalla Commissione internazionale emerge l’importanza dell’imposizione in capo agli amministratori di obblighi che sorgano nel contesto di pre-insolvenza ma che diventino attuabili una volta che il procedimento di insolvenza sia già stato avviato. Ciò allo scopo di proteggere gli interessi legittimi dei creditori sociali e degli altri *stakeholder* e di incoraggiare azioni tempestive al fine di minimizzare gli effetti del dissesto finanziario²⁹².

Una volta che i procedimenti fallimentari iniziano, infatti, molti diritti fallimentari riconoscono un mutamento negli obblighi degli amministratori rispetto a quelli applicabili prima dell’inizio di tali procedimenti, enfatizzando la massimizzazione del valore e la preservazione della massa fallimentare distribuibile tra i creditori. I diritti fallimentari effettivi, tuttavia, dovrebbero permettere di esaminare le circostanze che hanno portato all’insolvenza e in particolare la condotta degli amministratori dell’impresa nel periodo precedente l’inizio delle procedure fallimentari.

L’UNCITRAL sottolinea inoltre l’importanza di mettere gli amministratori nelle condizioni di possedere tutte le informazioni disponibili per capire la situazione finanziaria della società, al fine di intraprendere le azioni più appropriate per evitare il progredire del declino²⁹³. Nella fase del crepuscolo, gli amministratori dovrebbero propendere per la scelta che realizzi al meglio gli interessi dell’impresa nel suo complesso, soppesando gli

²⁹¹ UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law 2004*, in *Directors’ obligations in the period approaching insolvency*, 2013.

²⁹² V. UNCITRAL, (nt. 7), 4.

²⁹³ V., (nt. 7), 5.

interessi degli *stakeholder* rilevanti nelle circostanze del caso specifico. Amministratori eccessivamente preoccupati circa la responsabilità personale e le possibili ripercussioni finanziarie connesse all'intraprendere decisioni dall'esito incerto potrebbero chiudere anticipatamente un'impresa invece di tentare di uscire dalla crisi, o potrebbero anche essere tentati di dare le dimissioni, aggiungendo spesso difficoltà ulteriori a quelle che la società starebbe già affrontando. Quando una società si trova in difficoltà finanziarie, infatti, è essenziale che sia intrapresa un'azione tempestiva, che dovrebbe essere facilitata rendendo più semplice accedere alle procedure rilevanti ed effettive²⁹⁴.

A ciò si aggiunge che, mentre recentemente i legislatori hanno effettuato tentativi appropriati di ampliare la gamma di procedure disponibili per facilitare la riorganizzazione delle imprese, non sarebbero stati creati incentivi appropriati per spingere i *manager* ad utilizzare tali procedure, la cui scelta viene spesso lasciata ai creditori. Una regolamentazione efficace, inoltre, dovrebbe tendere al bilanciamento degli interessi e degli scopi spesso contrapposti dei diversi *stakeholder*: preservare la libertà degli amministratori di adempiere ai propri doveri e di esercitare il proprio giudizio in maniera appropriata, incoraggiare un comportamento responsabile, disincentivare condotte sbagliate e assunzioni del rischio eccessive, promuovere l'attività d'impresa, incoraggiare, in uno stadio tempestivo, il rifinanziamento o la riorganizzazione delle imprese che si trovano in difficoltà finanziarie o in insolvenza²⁹⁵.

Nella Guida Legislativa sul diritto fallimentare recentemente predisposta, l'UNCITRAL specifica inoltre che, per essere efficienti, le

²⁹⁴ Così, (nt. 7), 6.

²⁹⁵ Così, (nt. 7), 9.

norme che individuano doveri e responsabilità degli amministratori nel periodo della pre-insolvenza dovrebbero essere disegnate in modo da non impattare negativamente sulla realizzazione della riorganizzazione dell'impresa, da non scoraggiare la partecipazione alla gestione delle società, in particolare quelle che attraversano dei periodi di difficoltà finanziarie e da non evitare l'esercizio di un'attività d'impresa ragionevole o l'assunzione di un rischio commerciale ragionevole²⁹⁶. La legge, inoltre, dovrebbe specificare che, dalla fase di pre-insolvenza²⁹⁷ in poi, gli amministratori hanno l'obbligo di considerare gli interessi dei creditori e di altri *stakeholder* e di intraprendere tutte le azioni che possono essere considerate ragionevoli per evitare l'insolvenza o, se questa sia inevitabile, per minimizzarne la gravità. A tal fine, vengono elencate una serie di azioni che possono essere considerate ragionevoli, a seconda della situazione fattuale:

(a) Valutare la situazione finanziaria aggiornata della società e assicurarsi che siano regolarmente tenute e aggiornate le scritture contabili; tenersi costantemente informati sulla situazione finanziaria e sul mutamento delle prospettive di *going concern*; riunirsi regolarmente in consiglio di amministrazione per monitorare tale situazione; richiedere la consulenza o l'assistenza di esperti per esaminare la situazione finanziaria da un punto di vista obiettivo; annotare le motivazioni circa la prosecuzione dell'attività d'impresa²⁹⁸; fissare delle riunioni con i sindaci e, se necessario, con i revisori esterni; convocare l'assemblea dei soci; modificare le prassi di gestione al fine di prendere in considerazione una gamma più ampia di interessi, quali

²⁹⁶ V., (nt. 7), 12.

²⁹⁷ Per la delimitazione della quale da parte dell'UNCITRAL, v., *supra*, p. 79 (nt. 171).

²⁹⁸ In certi casi, la continuazione dell'attività d'impresa potrebbe essere giustificata perché, per esempio, la società detiene degli *asset* che permetteranno di ottenere un valore molto più alto di realizzo se venduti in un contesto di continuità aziendale.

quelli dei creditori, dei dipendenti, di fornitori e clienti²⁹⁹; proteggere gli *asset* della società al fine di massimizzare il valore del patrimonio della stessa ed evitare la perdita degli *asset* chiave³⁰⁰; valutare la struttura e le funzioni dell'impresa con l'intento di esaminare la fattibilità del *business plan* e ridurre i costi; non intraprendere affari che potrebbero rientrare tra le operazioni vietate e, in ogni caso, dare conto e documentare le specifiche ragioni imprenditoriali che li giustificano; mantenere in vita l'impresa ove le circostanze lo consiglino al fine di massimizzare il valore dell'impresa in continuazione aziendale e conservare l'avviamento; analizzare la possibilità di avviare delle negoziazioni con i creditori o di iniziare altre procedure;

(b) avviare le procedure di ristrutturazione dei debiti o quelle fallimentari, quando appropriato o quando richiesto dalla legislazione di riferimento.

4. Conclusioni.

La tutela dei creditori sociali è una funzione importante per il diritto societario di tutti gli Stati Membri. Tuttavia, l'utilizzazione di regole imperative nei confronti degli amministratori, finalizzate alla tutela dei creditori, non è sviluppata alla stessa maniera in tutti gli Stati di riferimento, almeno finché la società è in regime di continuità aziendale.

²⁹⁹ Un meccanismo per individuare quali sono gli interessi dei creditori potrebbe, per esempio, essere quello di fissare delle riunioni con i gruppi di creditori più rilevanti.

³⁰⁰ Occorre, per esempio, evitare che la società intraprenda azioni che possano portare alla perdita di dipendenti particolarmente validi o che trasferisca i propri *asset* a valori irrisori. Non hanno un impatto necessariamente negativo, invece, i pagamenti effettuati per mantenere i rapporti con i fornitori principali, se effettuati in condizioni di imparzialità, con lo scopo di mantenere in vita l'impresa. Si raccomanda comunque di documentare e motivare adeguatamente tali operazioni, soprattutto se poste in essere da amministratori interni.

Ciò sembra essere dovuto al fatto che, a livello generale e, in particolare, poco prima dell'insolvenza, gli interessi dei creditori sono protetti dal dovere degli amministratori di promuovere l'interesse della società, inteso come interesse alla valorizzazione dell'impresa. Finché la società è *in bonis*, pertanto, non potranno essere valutate nel merito scelte imprenditoriali che, pur essendo corrette, si siano rivelate *ex post* infelici. Quando gli amministratori agiscono legittimamente, in buona fede e nell'interesse migliore della società, infatti, la *business judgment rule*³⁰¹ rappresenta un *safe harbour* nella gestione della società.

Il rischio che gli amministratori spostino *asset* fuori dalla scatola societaria ai danni dei creditori è comunque affrontato dalle regole sul mantenimento del capitale sociale e dalla restrizione delle circostanze finanziarie nelle quali possono essere fatte delle distribuzioni di capitale ai soci, che si applicano sia che la decisione venga presa a livello di organo amministrativo che a livello di assemblea dei soci.

Tutti i sistemi di riferimento riconoscono che, nel momento in cui la società si avvicina all'insolvenza, i *residual claimant* della società diventano i creditori piuttosto che i soci. Questo punto di vista si può riflettere nelle regole sulla responsabilità che si applicano agli amministratori quando la società si avvicina all'insolvenza, cosicché il dovere principale degli amministratori diviene quello di salvaguardare il valore del patrimonio sociale. Alternativamente, la tutela dei creditori sociali può essere resa disponibile creando dei doveri di diritto fallimentare che tuttavia

³⁰¹ V., caso *Aronson v. Lewis*, 1984, ove venne definita la *business judgment rule* come “*a presumption that in making a business decision, the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company*”.

indietreggino sino alla fase di pre-insolvenza e informino la condotta degli amministratori prima che sia formalmente iniziata la procedura fallimentare.

Le norme sulla responsabilità degli amministratori che impongono un cambiamento nella gestione a favore dei creditori sociali, nel loro insieme, possono avere un impatto sulla *corporate governance* se sono davvero effettive nella loro attuazione.

La misura in cui la responsabilità personale degli amministratori si riveli una tutela efficace per i creditori, tuttavia, varia a seconda di diversi fattori: innanzitutto la dimensione dell'impresa incide positivamente sulla possibilità per la stessa di ottenere un'assicurazione per ipotesi di responsabilità dei propri amministratori; nelle società più piccole, in cui il ruolo di amministratore è spesso ricoperto dai principali azionisti, una responsabilità dei gestori comporterà la perdita non solo dei propri beni personali, ma con questi anche di quelli aziendali³⁰². In secondo luogo, diversi ordinamenti³⁰³ limitano la responsabilità degli amministratori a seconda del grado di colpevolezza degli stessi; altri, invece (come quello italiano e tedesco), sembrano promuovere la responsabilità personale degli amministratori, che vengono considerati negligenti per il solo fatto di non aver rispettato le norme sulla conservazione del capitale. In questa ipotesi, tuttavia, appare particolarmente difficile dimostrare il momento preciso in cui si è verificata l'inerzia del consiglio di amministrazione, quello cioè in cui la società ha perso il terzo o l'intero capitale sociale. Questo in quanto il capitale sociale è un valore contabile, interpretabile sulla base di diversi metodi di valutazione.

³⁰² V., HERTIG- KANDA, *Creditor Protection*, in KRAAKMAN ET AL., (nt. 17).

³⁰³ Così accade negli Stati Uniti, v. W.J. CARNEY, *The Production of Corporate Law*, 71 *Southern California Law Review* 715, 1998, 753.

Rispetto all'utilizzo congiunto di *standard* e di regole "di rinforzo", alcuni tipi di regole possono rappresentare una vantaggiosa forma di tutela per colui che, nella propria azione, deve contemperare interessi contrapposti: al pari delle clausole definitorie che si trovano nelle premesse contrattuali, esse costituiscono delle linea-guida che, se rispettate, proteggono il destinatario dalla possibile applicazione di uno *standard* sfavorevole. Per esempio, *de jure condendo* si potrebbe precisare che non viene considerato illecito e, di conseguenza, non può essere sanzionato il comportamento dell'amministratore che, nella fase di pre-insolvenza, abbia tenuto un comportamento che non presentava nessun rischio prevedibile di aggravare in maniera economicamente insostenibile il dissesto della società.

Una norma di questo tipo funzionerebbe da incentivo *ex ante* per gli amministratori a svolgere una funzione di monitoraggio rispetto ad eventuali comportamenti egoistici dei creditori sociali, evitando di tradursi in uno strumento tardivo.

Infine, la creazione di procedure di soluzione stragiudiziale della crisi d'impresa, come il concordato preventivo, e gli incentivi forniti per intraprenderle (come le esenzioni dalla responsabilità personale) dovrebbero costituire un ulteriore strumento efficiente per incentivare il risanamento tempestivo delle società al crepuscolo.

Bibliografia

Dottrina

- ABRIANI ET AL., *Diritto fallimentare*, Milano, 2013.
- AGUILERA - JACKSON, *The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants*, in 28 *The Academy of Management Review*, 2003.
- ALLEN - KRAAKMAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, New York, 2003, 447-465.
- ANDRIOLI, voce *Fallimento*, (dir. priv.), in *Enc. dir.*, vol. XVI, Milano, 1967.
- ARMOUR, *Legal Capital: an Outdated Concept?*, in 7 *EBOR*, 2006, 5-27.
- ARMOUR, *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law*, in *Modern Law Review*, 2000, 355-378.
- ARMOUR - CHEFFINS - SKEEL, *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, in 55 *Vanderbilt Law Review*, 2002, 1699 ss.
- ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1924, 419 ss.
- ASCARELLI, *Sulla tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, 735 ss.
- AYRES, *Optional law: the structure of legal entitlements*, University of Chicago Press, 2005.
- AZZOLINA, *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, Torino, 1961.
- BACHNER, *Creditor Protection in Private Companies. Anglo-German perspectives for a European legal discourse*, Cambridge, 2009.

- BAR - GILL, *Pricing Legal Options: A Behavioral Perspective*, in *New York University Law and Economics Working Papers*, Paper 17, 2005.
- BEBCHUK, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, in 95 *Harvard Law Review*, 1982, 1028 ss.
- BEBCHUK - FRIED, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, in 105 *Yale Law Journal*, 1996, 857 ss.
- BECKER - STRÖMBERG, *Fiduciary Duties and Equity-Debtholder Conflicts*, in 25 *Rev. Financ. Stud.*, 2012, 1931-1969.
- BENEDETTELLI, “*Centro degli interessi principali*” del debitore e forum shopping nella disciplina comunitaria delle procedure di insolvenza transfrontaliera, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2004, 499 ss.
- BERLE-MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932.
- BLUMBERG, *Limited Liability and Corporate Groups*, in 11 *J. Corp. L.*, 1986, 597-599.
- BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi: ricostruzione di una disciplina*, Milano, 2007.
- BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004.
- BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 1991.
- BONFATTI - CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2011.
- BONSIGNORI - INZITARI, *Amministrazione controllata*, in *Commentario Scialoja-Branca, Legge fallimentare*, Bologna-Roma, 1992.
- BORK, *Wie erstellt man eine Fortführungsprognose?*, in *ZIP*, 2000, 1709-1713.
- BREALEY – MYERS - ALLEN, *Principles of corporate finance*, New York, 2014.

- BRIZZI, *Crisi di impresa e doveri di gestione nelle società di capitali*, Napoli, 2010.
- BRIZZI , *La mala gestio degli amministratori in prossimità dello stato di insolvenza e la quantificazione del danno risarcibile*, nota a Cassazione, 15 settembre 2008, n. 12033, in *Giur. comm.*, 2008, I, 2441 ss.
- BRIZZI , *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2008, 1027-110.
- CAFFI, *Il concordato preventivo*, in *Il diritto fallimentare riformato: commento sistematico*, (a cura di) Schiano Pepe, Padova, 2007.
- CAHN - DONALD, *Comparative Company Law*, Cambridge, 2010.
- CALABRESI - MELAMED, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *85 Harvard Law Review*, 1972, 1089 ss.
- CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*, Torino, 2012.
- CARNEY, *The Production of Corporate Law*, in *71 Southern California Law Review*, 1998, 715-77.
- CAVALLI, *La dichiarazione di fallimento: presupposti e procedimento. Gli effetti del fallimento per il debitore*, in *La riforma della legge fallimentare: profili della nuova disciplina*, (a cura di) Ambrosini, Bologna, 2006.
- CHEFFINS, *Company Law: Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997.
- COASE, *The Problem of Social Cost*, in *3 Journal of Law and Economics*, 1960, 1-44.
- COTTINO, voce *Società commerciali*, in *Enciclopedia delle scienze sociali*, Roma, 1998.
- D'AQUINO, *Commento sub art. 7*, in *La Legge Fallimentare*, (a cura di) Ferro, 2007.

- DAVIES, “*Directors’ Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in The Vicinity of Insolvency*”, in EBOR, 2006, 301 ss.
- DAVIES, *Gower & Davies’ Principles of Modern Company Law*, (a cura di) Davies - Worthington, London, 2012.
- DENOZZA, *A che serve il capitale?*, in *Giur.comm.*, 2002, 585 ss.
- DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, 489 ss.
- DENOZZA, *Norme efficienti. L’analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, Giuffrè, 2002.
- DI CARLO, *Le caratteristiche economiche delle imprese fallite: una sintesi del dato nazionale*, in Ferro-Di Carlo (a cura di), *L’istruttoria prefallimentare*, Milano, 2010.
- DI MARZIO - MACARIO - TERRANOVA, *Composizione delle crisi da sovraindebitamento*, Milano, 2012.
- DONALDSON, *Managing Corporate Wealth: The Operations of a Comprehensive Financial Goals System*, New York, 1984.
- EASTERBROOK-FISCHEL, *Limited liability and the Corporation*, in 52 *U. Chi. L. R.*, 1985, 89 ss.
- EASTERBROOK-FISCHEL, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in 70 *Virginia Law Rev.*, 1984, 669 ss.
- EASTERBROOK-FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991, trad. it. *L’economia delle società per azioni: un’analisi strutturale*, Milano, 1996.
- EIDENMÜLLER, *Abuse of law in European insolvency law*, in ECFR, 2009, 1-28.
- EIDENMÜLLER, *Trading in Time of Crisis: Formal Insolvency Proceedings, Workouts and the Incentives for Shareholders/Managers*, in 7 EBOR, 2006, 239 ss.

- EIDENMÜLLER–SCHÖN, *The Law and Economics of Creditor Protection, A Transatlantic Perspective*, The Hague, 2008.
- ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, 607 ss.
- ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, Giuffré, 2000.
- ENRIQUES - GELTER, *Regulatory competition in European company law and creditor protection*, in *The Law and Economics of Creditor Protection, A Transatlantic Perspective*, (a cura di) Eidenmüller - Schön, The Hague, 2008.
- ENRIQUES - MACEY, *Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *86 Cornell LawReview*, 2001, 1165 ss.
- ENRIQUES - MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 2002, 78 ss.
- FERRAN, *The place for creditor protection on the agenda for modernization of company law in the European Union*, in *ECFLR*, 2006, 178-221.
- FERRARA, *Il fallimento*, Milano, 1974.
- FERRI sr., *Insolvenza e temporanea difficoltà*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, 445.
- FERRO, *La legge fallimentare, Commentario teorico-pratico*, Cedam, 2011.
- FLEISCHER, *Gläubigerschutz in der kleinen Kapitalgesellschaft: Deutsche GmbH versus englische private limited company*, in *DStR*, 2000, 1015-1119.
- FLEISCHER, *Handbuch des Vorstandsrechts*, München, 2006.
- GALGANO, *Gli amministratori*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2006.

- GALGANO, *I gruppi di società*, in *Le società*, Trattato diretto da Francesco Galgano, Torino, 2001.
- GALGANO, *Persone giuridiche*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2006.
- GALLETTI, *Brevi note sull'uso del criterio dei "netti patrimoniali di periodo" nelle azioni di responsabilità*, in *IL CASO.it*, documento n. 215/2010.
- GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza*, Il Mulino, 2006.
- GALLETTI, *Stato di insolvenza*, in *Commentario alla legge fallimentare*, (a cura di) Cavallini, Milano, 2010.
- GAMBINO – SANTUOSSO, *Società di capitali II*, Torino, 2010.
- GEENS - HOPT, *The European Company Law Action Plan Revisited: Reassessment of the 2003 priorities of the European Commission*, Leuven, 2010.
- GERNER-BEUERLE - SCHUSTER, *The Costs of Separation: Friction between Company and Insolvency Law in The Single Market*, in *LSE Legal Studies Working Paper*, Paper 6, 2014.
- GOODE, *Principles of Corporate Insolvency Law*, London, 2011.
- GUATRI, *Crisi e risanamento delle imprese*, Milano, 1986.
- GUATRI, *Turnaround, declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, 1995.
- GULLIFER - PAYNE, *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, Oxford and Portland, 2011.
- HABERSACK - VERSE, *Wrongful Trading - Grundlage einer europäischen Insolvenzverschleppungshaftung?*, in *ZHR*, 2004, 168 ss.
- HANSMANN - KRAAKMAN, *The essential role of organizational law*, in *110 Yale law Journal*, 2000, 387 ss.

- HANSMANN - KRAAKMAN, *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, in *Yale Law Journal*, 1920, 1879-1920.
- HESS- OBERHAMMER - PFEIFFER, *External evaluation of Regulation n. 1346/2000/EC on Insolvency Proceedings*, 2012, all'indirizzo Http://ec.europa.eu/Justice/newsroom/civil/news/121212_en.htm
- HIRTE - VICARI, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali verso i creditori in caso di omessa o ritardata presentazione della richiesta di fallimento al Tribunale, nel diritto tedesco e italiano*, in *Giur. comm.*, 1996, 377 ss.
- HU - WESTBROOK, *Abolition of the corporate duty to creditors*, in *Columbia Law Review*, 2007, 1321 ss.
- HÜFFER, *Bewertungsprobleme in der Überschuldungsbilanz*, in FS Wiedemann, München, 2002, 1407 ss.
- INSOL INTERNATIONAL, *Directors in the Twilight Zone IV*, London, 2013.
- JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Washington D.C., 1986.
- JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1963.
- JENSEN - MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 305-360.
- JORIO, *La determinazione del danno risarcibile nelle azioni di responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 149.
- KEAY, *Directors' Duties to Creditors: Contractarian Concerns Relating to Efficiency and Over Protection of Creditors*, in *66 Modern Law Review*, 2003, 665-699.
- KLEINDIEK, *sub § 64*, in *Kommentar zum GmbHG*, (a cura di) Lutter-Hommelhoff, Köln, 2011.

- KRAAKMAN-ARMOUR-DAVIES-ENRIQUES-HANSMANN-HERTIG, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009.
- LA PORTA - LOPEZ DE SILANES - SHLEIFER - VISHNY, *Investor Protection and Corporate Governance*, in *Journal of Financial Economics*, 2002.
- LEEBRON, *Limited Liability, Tort Victims and Creditors*, in 91 *Colum. L. Rev.*, 1991, 1565 ss.
- LIPSON, *Directors' Duties to Creditors: Volition, Cognition, Exit and the Financially Distressed Corporation*, in 50 *U.C.L.A.L. Rev.*, 2003, 1189 ss.
- LOMBARDO, *Regulatory competition in company law in the European Community*, in *EBOR*, 2009, 301 ss.
- LUTTER, *Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG*, Karlsruhe, 1964.
- MANNE, *Our Two Corporation Systems: Law and Economics*, in 53 *Virginia L. Rev.*, 1967, 259-284.
- MEVORACH, *Forum Shopping in Times of Crisis: A Directors' Duties Perspective*, in *ECFR*, 2013, 523 ss.
- MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956.
- MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 1199 ss.
- MODIGLIANI-MILLER, *The cost of the capital, corporation finance and the theory of investment*, in 48 *American Economic Review*, 1958, 261-297.
- MONTALENTI, *Gli amministratori*, in *Le società per azioni, Trattato di diritto commerciale*, (diretto da) Cottino, Padova, 2010.
- MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *RDS*, 2011, 827 ss.

- MUCCIARELLI F. M., *Not Just Efficiency: Insolvency law in the EU and Its Political Dimension*, in EBOR, 2013, 14.
- MUCCIARELLI F. M., *The Function of Corporate Law and the Effects of Reincorporations in the U.S. and the E.U.*, in 20 *Tul. J. Int'l & Comp. Law Rev.*, 2012, 421 ss.
- MUCCIARELLI F. M., *The Hidden Voyage of a Dying Italian Company, from the Mediterrean Sea to Albion*, in 4 *European Company and Financial Law Review*, 2012.
- MUCCIARELLI F.M., *The unavoidable persistence of forum shopping in European Insolvency law*, November 2013, disponibile all'indirizzo internet <http://papers.ssrn.com/abstract=2375654>.
- MÜLBERT, *A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection*, in 7 EBOR, 2006, 357 ss.
- MÜLBERT-BIRKE, *Legal Capital - Is there a case against the European Legal Capital Rules?*, in EBOR, 2002, 695 ss.
- NICCOLINI, *sub. art. 2485*, in *Società di capitali*, (a cura di Niccolini - Stagno d'Alcontres), Napoli, 2004.
- NICITA - PARDOLESI - RIZZOLLI, *Le opzioni nel mercato delle regole*, in *SIDE Working Papers*, 2005.
- PAJARDI, *Codice del fallimento*, (a cura di Bocchiola - Paluchowski, Milano, 2009.
- PANZANI, *Composizione delle crisi da sovraindebitamento*, in *Nuovo diritto delle società*, 2012, 9 ss.
- PANZANI, *Il fallimento...atto terzo. Primi spunti di dottrina e giurisprudenza*, Milano, 2008.
- PANZANI, *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007.
- PAPE, *sub § 19 InsO*, in *Kommentar zur Insolvenzordnung*, (a cura di Kübler - Prütting - Bork, Köln, 2011.

- PASQUARIELLO, *sub. art. 2485*, in *Il nuovo diritto delle società*, (a cura di) Maffei Alberti, Padova, 2005.
- POSNER, *Economic Analysis of Law*, New York, 1998.
- POSNER, *The Rights of Creditors of Affiliated Corporations*, in 43 *University of Chicago Law Review*, 1976, 499 ss.
- PRATT-ZECKHAUSER, *Principal and Agents: The Structure of Business*, Harvard Business School Press, 1984.
- PRENTICE, *Creditor's interests and director's Duties*, in 10 *Oxford Journal of Legal Studies*, 1990, 265 ss.
- PRESTI, *Rigore è quando l'arbitro fischia?*, in *Fallimento*, 2009, 25 ss.
- RINGE, *Forum Shopping under the EU Insolvency Regulation*, in *EBOR*, 2008, 579 ss.
- RORDORF, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a. per operazioni successive alla perdita del capitale*, in *Società*, 2009, 277 ss.
- ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967.
- SANDULLI, *sub art. 5 l.fall.*, in *Commentario Jorio-Fabiani*, Bologna, 2006.
- SCHILLIG, *The transition of Corporate Governance to Bankruptcy Governance - Convergence of German and US law?*, in *ECFR*, 2010, 116-157.
- SCHMIDT K., *GmbH-Reform, Solvenzgewährleistung und Insolvenzpraxis*, in *GmbHR*, 2007, 1-11.
- SCHMIDT K., *Überschuldung und Insolvenzantragspflicht nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz*, in *ZIP*, 2008, 2245-2255.
- SCHULZ-BERT-LESSING, *Handbuch Insolvenz*, Freiburg-Berlin-München, 2009.
- SMITH-WARNER, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, in 7 *Journal of Financial Economics*, 1979, 117-161.

- SPINDLER, *Der Gläubigerschutz zwischen Gesellschaft-und Insolvenzrecht*, in 17 *Juristenzeitung*, 2006, 839-850.
- SPINDLER, *Trading in the Vicinity of Insolvency*, in 7 *EBOR*, 2006, 339 ss.
- STANGHELLINI, *Directors' Duties and the optimal timing of insolvency. A reassessment of the „recapitalize or liquidate rule“*, in *Il Diritto delle società oggi - Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, (a cura di) Benazzo - Cera - Patriarca, Torino, 2011.
- STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Bologna, 2007.
- STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Rivista delle società*, 2004, 1041 ss.
- STEFFEK, *Insolvenzgründe in Europa - Rechtsvergleich, Regelungsstrukturen und Perspektiven der Rechtsangleichung*, in *KTS*, 2009, 317-353.
- STEFFEK, voce *Insolvency (Corporate)*, in *Max Planck Encyclopedia of European Private Law*, 2011.
- STEIN, *Harmonization of European Company Laws – National Reforms and transnational Coordination*, 1971.
- STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori – L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, 2009.
- TAMPONI, *Accertamento dell'insolvenza: profili temporali; regolarità degli adempimenti; impresa in attività; impresa in liquidazione*, in *L'istruttoria prefallimentare*, (a cura di) Ferro-Di Carlo, Milano, 2010.
- UHLENBRUCK - HIRTE - VALLENDER, *Insolvenzordnung Kommentar*, München, 2010.
- ULMER M. J., *Harmonisierungsschranken des Aktienrechts*, Heidelberg, 1998.

VEIL, *Krisenbewältigung durch Gesellschaftsrecht - Verlust des halben Kapitals, Pflicht zu ordnungsgemäßer Liquidation und Unterkapitalisierung*, in *ZGR*, 2006, 374 ss.

WEIGMANN, voce *Autonomia patrimoniale*, in *Dizionario di Economia e Finanza*, Diritto online, 2012.

WEIGMANN, voce *Società per azioni*, in *Digesto disc. civ., Sez. comm.*, XIV, Torino, 1997.

WILLIAMSON, *Managerial Discretion and Business Behaviour*, in 53 *American Economic Review*, 1963, 1032-1057.

WILLIAMSON, *The economic institutions of capitalism*, New York, 1985.

ZWEIGERT - KÖTZ, *Einführung in die Rechtsvergleichung auf dem Gebiete des Privatrechts*, Tübingen, 1996.

Giurisprudenza

Corte di Giustizia dell'Unione Europea

C-81/87, *The Queen v H.M. Treasury and Commissioners of Inland Revenue ex parte Daily Mail and General Trust plc* [1998], in ECR I-5483;

C-212/97, *Centros Ltd v Erhvervs- og Selskabsstyrelsen* [1999], in ECR I-1459;

C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd* [2003], in ECR I-10155;

C-210/06, *CARTESIO Oktató és Szolgáltató* [2008], in ECR I-09641;

Regno Unito

West Mercia Safetywater v. Dodd [1988], BCLC 250

Brady v. Brady [1988], BCLC 20

BNY Corporate Trustee Services Ltd and others v. Eurosail-UK 2007-3 BLC plc [2013], UKSC 28

BNY Corporate Trustee Services Ltd & Ors v. Neuberger [2013], UKSC 28

Australia

Lewis (as liquidator of Doran Constructions Pty Ltd in liq) v. Doran [2005], NSWCA 243

Nuova Zelanda

Nicholson v Permakraft (NZ) Ltd [1985], 1 NZLR 242

Stati Uniti

Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Communications Corp. [1991], Del. Ch. Court, WL 277613

Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc., [2004], Del. Ch., 863 A.2d 772

North American Catholic Educational Programming Foundation, Inc. v. Gheewalla, [2007], Del. Ch., 930 A.2d 92, 99

Germania

BGH, 13 luglio 1992, in BGHZ 119, 201

BGH, 20 novembre 2001, in NJW 2002, 515

BGH, 24 Maggio 2005, in BGHZ 163, 134

BGH, 12 ottobre 2006, in ZIP 2006, 2222

Italia

Cass., 22 ottobre 1998, n. 10488, in *Giust. civ.*, 1999, I, 75

Cass., 5 luglio 2002, n. 9815, in *Nuovo dir. soc.*, 6/2003, 67

Cass., 30 settembre 2004, n.19611, in *Italggiure CED*

Cassazione, 18 giugno 2004, n. 11393, in *Giust. civ. Mass.*, 6
Cass., 1 dicembre 2005, n. 26217, in *Mass. Foro it.*, 2006, 211
Cass., 4 marzo 2005, n. 4789, in *Mass. CED*
Cass., 9 settembre 2005, n. 18066, in *Giust. civ.*, 2006, I, 546
Cass., 28 aprile 2006, n. 9856, in *Mass. Giust. civ.*, 2006, 4
Cass., 27 ottobre 2006, n. 23180, in *Società*, 2007, 297
Cass., 5 agosto 2008, n. 21131, in *Giur. it.* 2009, 1188
Cass., 27 febbraio 2008, n. 5215, in *Fallimento*, 2008, 715
Cass., 25 luglio 2008, n. 20476, in *Guida dir.*, 2008, 87;
Cassazione, 08 aprile 2009, n. 8516, online all'indirizzo
<http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/2592.php>
Cass., 5 dicembre 2011, n. 25961, presente sul sito www.foro europeo.it
Cass., 17 febbraio 2012, n. 2351, in *Dir. fall. soc. comm.*, 2013, I, 43
Cass., 4 luglio 2013, n. 16752, in *Giur. It.*, 2014, 2, 344
Cass. pen., sez. fer., 21 novembre 2013, n. 46388, sul sito www.ilcaso.it
App. Bologna, 12 gennaio 2004, in *Fallimento*, 2005, 37 ss.
App. Bologna, 15 giugno 2009, in *Corr. Mer.*, 2009, 1091
Trib. Milano, 10 maggio 2001, in *Giur. it.*, 2001, 1898
Trib. Milano, 29 maggio 2004, in *Giur. it.*, 2004, 2333
Trib. Parma, ord. 15-17 settembre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, 536
Trib. Milano, 2 ottobre 2006, in *Giur. it.*, 2007
Trib. Milano, 20 marzo 2007, in *Giur. comm.*, 2009, II, 495
Trib. Milano, 13 febbraio 2008, in *Giur. comm.*, 2009, II, 177
Trib. Napoli, 20 giugno 2008, in *Giur. comm.*, 2009, II, 1184

Trib. Torino, 14 novembre 2008, in *Giur. it.*, 2009, 2237

Documenti

COMMISSIONE EUROPEA, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward*, COM (2003), consultabile sul sito www.europa.eu.int.

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Council Regulation (EC) N. 1346/2000 on insolvency proceedings*, Strasburgo, 12 dicembre 2012.

COMMISSIONE EUROPEA, *Report on the application of Council Regulation (EC) No 1346/2000 of 29 May 2000 on insolvency proceedings*, reperibile sul sito www.europa.eu.int.

GERNER-BEUERLE - PAECH - SCHUSTER, *Study on Directors' Duties and Liability*, London, Aprile 2013, reperibile sul sito www.europa.eu.

HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, 4 Novembre 2002, reperibile sul sito www.europa.eu.int.

PARLAMENTO EUROPEO, *Legislative Resolution on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Council Regulation (EC) No 1346/2000 on insolvency proceedings*, Strasburgo, 5 febbraio 2014.