



Dipartimento di Giurisprudenza
Cattedra di Diritto Privato Comparato

I doveri degli amministratori e la crisi di impresa nel diritto
statunitense. Un'analisi comparatistica.

RELATORE

Chiar.ma Prof.ssa
Barbara De Donno

CANDIDATO

Guglielmo Sacco
Matr. 120593

CORRELATORE

Chiar.mo Prof.
Domenico Benincasa

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

INDICE

I doveri degli amministratori e la crisi di impresa nel diritto statunitense. Un'analisi comparatistica

<u>Introduzione</u>	pag. 3
<u>Capitolo I: Profili generali della teoria dell'impresa</u>	pag. 6
1. La responsabilità limitata dei soci e la partecipazione al rischio di impresa dei creditori.....	pag. 6
2. I possibili comportamenti opportunistici in prossimità dell'insolvenza (<i>perverse incentives</i>).....	pag. 10
3. I doveri degli amministratori in rapporto alle procedure concorsuali. Il nuovo canone di valutazione nordamericano.....	pag. 22
4. L'insufficienza dell'autotutela contrattuale e la necessità di modalità di tutela ad hoc nella crisi d'impresa.....	pag. 31
<u>Capitolo II: Quadrant Structured Products Company, Ltd. v. Vertin</u>	pag. 36
1. Il diritto societario statunitense e la competenza statale.....	pag. 36
2. Il caso Quadrant nelle Corti del Delaware.....	pag. 39
3. Le considerazioni di diritto della Corte del Delaware.....	pag. 46
4. Il requisito di continuità dell'insolvency.	pag. 52
5. Il requisito di irreversibilità dell'insolvency.	pag. 59
6. Creditors' rights and owners' control.....	pag. 64
<u>Capitolo III: Profili generali della gestione dell'insolvency nel diritto statunitense</u> ..	pag. 75
1. La giurisprudenza statunitense delle Corti del Delaware: <i>director's duties to creditors in vicinity of insolvency</i>	pag. 79
2. Origine e sviluppo giurisprudenziale della <i>Zone of Insolvency</i>	pag. 88
3. Il ruolo di bilanciamento degli amministratori nella società di capitali.....	pag. 95
4. La teoria della <i>deepening insolvency</i>	pag. 103
5. La verifica dello stato di insolvenza nel Delaware: i <i>solvency tests</i>	pag. 106
<u>Capitolo IV: I doveri dell'organo amministrativo nel diritto societario italiano della crisi</u>	pag. 116
1. Previsione dell'insolvenza e gestione professionale.	pag. 119
2. Il dovere di evitare la crisi.	pag. 136
3. Il dovere di rilevare lo stato di crisi in relazione alle procedure concorsuali.....	pag. 146

4.	La sospensione della causa di scioglimento della società di capitali ex art. 182-sexies l. fall. e i doveri di gestione in seguito alla presentazione della domanda di concordato preventivo o accordo di ristrutturazione dei debiti.	pag. 151
5.	Il dovere di non proseguire l'attività d'impresa in pendenza dello stato di insolvenza.	pag. 167
	<u>Conclusioni...</u>	pag. 174
	<u>Bibliografia.</u>	pag. 181

INTRODUZIONE

La crisi dell'impresa viene oggi considerata una fase fisiologica dell'attività imprenditoriale, poiché la grande incertezza dei mercati finanziari fa sì che l'andamento finanziario sia soggetto alle variazioni del mercato in cui un'impresa opera.

L'oggetto di questa analisi comparatistica è identificare i doveri degli amministratori di società di capitali nella crisi d'impresa, in virtù del ruolo che l'organo amministrativo assume all'interno dell'organizzazione societaria.

A tal fine, è stato scelto di comparare il diritto italiano con quello statunitense, poiché l'ordinamento nordamericano ha rappresentato, specie di recente, un modello per le procedure fallimentari tipiche della tradizione continentale della *civil law*.

La materia fallimentare, negli Stati Uniti, viene disciplinata dal *Bankruptcy Code*, emanato dal Congresso nel 1978.

Dunque, la competenza in materia è esclusiva dei tribunali federali istituiti *ad hoc* denominati *bankruptcy courts*. Nonostante vengano perseguite con modalità diverse dall'ordinamento italiano, le finalità del diritto fallimentare statunitense consistono nell'offrire al debitore in crisi economica uno strumento giuridico che possa assorbire la situazione di crisi o di insolvenza e che tuteli in modo eguale il debitore ed i creditori.

Sotto questo aspetto, occorre fin da ora sottolineare come il diritto fallimentare statunitense presenti una differenza sostanziale con il diritto dei paesi di *civil law*, in quanto, solitamente, l'accesso alle procedure fallimentari presenta un trattamento procedurale che risulta favorevole al soggetto giuridico che versa in stato di insolvenza. Ciò significa che è il debitore a richiedere la tutela dei tribunali federali. L'azione viene iniziata attraverso un'istanza presentata direttamente al tribunale fallimentare dal debitore persona fisica ovvero, nel caso delle società di capitali, dal legale rappresentante della società.¹

Ovviamente, anche i creditori hanno il diritto di presentare, sempre dinanzi al tribunale federale, un'istanza per far dichiarare il fallimento del proprio debitore insolvente.

¹ Sul punto, cfr. M. A. FREY - S. K. SWINSON, *Introduction to Bankruptcy Law*, 2017, Cengage.

Tuttavia, come si evince dalla casistica federale, le istanze di fallimento non volontarie sono piuttosto rare nel diritto statunitense.² La procedura fallimentare nordamericana, infatti, prevede un sistema premiale per il debitore in stato di crisi che è stato posto a modello delle recenti riforme del diritto fallimentare proposte dagli ordinamenti europei.

Considerata la tendenza, a livello europeo, di riforma del diritto fallimentare, il Governo italiano nel 2015, ha incaricato la Commissione Rordorf di redigere un progetto di riforma organico della materia fallimentare, ha riconosciuto fin dalle relazioni sui lavori preparatori della Commissione l'estrema duttilità del diritto fallimentare statunitense e degli istituti che lo compongono.³

Il *Bankruptcy Code* prevede numerosi istituti fallimentari, disciplinati dai differenti *Chapters* che compongono la legge fallimentare.

Il legislatore federale ha previsto una liquidazione dei beni del debitore, disciplinata dal *Chapter 7*, in cui il tribunale federale nomina un curatore fallimentare che assume la gestione del patrimonio del debitore in stato di insolvenza. La figura del curatore fallimentare statunitense è quella di un *trustee* che tuttavia deve gestire il patrimonio del debitore nel rispetto delle regole poste dal *Bankruptcy Code*.⁴

Un'ulteriore procedura fallimentare viene disciplinata nel *Chapter 11* dove viene prevista la possibilità di addivenire ad un accordo con i creditori al fine di permettere la riorganizzazione della situazione finanziaria del debitore attraverso un piano di liquidazione. In tal caso, le imprese in difficoltà possono far autorizzare dal tribunale fallimentare un accordo che preveda il soddisfacimento dei creditori senza necessariamente far ricorso alla liquidazione immediata delle proprie attività.⁵

Come si evince da questa breve analisi preliminare, la materia fallimentare, di competenza esclusiva federale, nel suo impianto generale mette a disposizione del debitore e dei creditori una serie di istituti volti ad evitare l'esclusione dell'impresa dal mercato e di permettere al debitore in crisi di superare la situazione di squilibrio patrimoniale.

² I dati sono stati resi noti dallo studio effettuato da J. A. FITZGERALD, A. J. GONZALEZ & M. F. WALRATH, *Rutter Group Practice Guide: Bankruptcy*, paragr. 10:40, p. 10-5, The Rutter Group, a Thomson Reuters Business (2011).

³ Cfr. sul punto *Schema di disegno di legge delega recante "Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza"*, elaborato dalla Commissione ministeriale istituita dal Ministro della Giustizia con Decreto 28 gennaio 2015 (e successive integrazioni).

⁴ Così come disciplinato in 28 U.S.C. § 586(a)(1)

⁵ Cfr. 11 U.S.C. §1107.

Tuttavia, la crisi d'impresa non è una materia che coinvolge solamente i tribunali federali. A livello federale, infatti, la legge statunitense permette l'utilizzo degli istituti testé brevemente descritti in presenza di una situazione di crisi conclamata, rappresentata da uno squilibrio finanziario attuale.

La giurisprudenza statunitense, nel corso dei decenni, ha creato uno spazio di tutela più ampio per i creditori di una società di capitali a partire da un momento antecedente alla manifestazione della crisi d'impresa (la c.d. *zone of insolvency*).

Si è dunque venuto a creare un binario di tutela parallelo e antecedente alla disciplina federale rappresentata dal *Bankruptcy Code*, che ricomprende gli interessi dei creditori sociali nei doveri fiduciari che gli amministratori di società di capitali devono osservare in ogni momento nei confronti della compagine sociale.

In particolare, come meglio si vedrà nel corso della trattazione, la figura dell'organo amministrativo di una società di capitali è quella di bilanciare gli interessi opposti della categoria dei soci e di quella dei creditori sociali, dal momento in cui si verificano i primi sintomi della crisi d'impresa.

A tal fine, l'analisi comparatistica partirà dal caso *Quadrant* di recente risoluzione, che si inserisce nel filone giurisprudenziale iniziato a partire dal leading case *Credit Lyonnaise*. Nel corso della trattazione, verranno esaminati i principi di diritto e le soluzioni proposte dai giudici delle Corti del Delaware, in modo da illustrare le modalità di tutela dei creditori sociali di creazione giurisprudenziale.

Le conclusioni delle Corti nordamericane, infine, verranno comparate con i principali istituti di diritto fallimentare italiano, al fine di identificare il ruolo che gli amministratori di società di capitali devono assumere nella gestione e nella risoluzione della crisi d'impresa.

CAPITOLO I

Profili generali della teoria dell'impresa.

La responsabilità limitata dei soci e la partecipazione al rischio di impresa dei creditori.

A livello giuseconomico, l'impresa viene definita come un'unità organizzata che persegue l'obiettivo di realizzare un risultato economico¹. L'impresa è, inoltre, agente fondamentale dell'economia capitalistica, la quale non può prescindere dall'attività delle imprese che operano al suo interno. È tuttavia complesso ricondurre ad una definizione normativa la nozione di impresa.²

Le varie teorie economiche poste alla base di un inquadramento sistematico della natura dell'impresa partono tutte dal concetto di rischio, tematica fondamentale all'interno di un'economia capitalistica. La presenza del rischio e dell'incertezza

¹ La nozione di “risultato economico” supera di fatto la concezione per cui l'attività di impresa fosse finalizzata alla mera produzione di un lucro, poiché ad oggi si ricomprende all'interno della nozione di impresa anche il soggetto economico che opera attraverso il cd. metodo economico, ossia la copertura dei costi con i ricavi. Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 1*, Torino, 2013, p. 73 ss.

² La nozione di imprenditore va intesa in senso oggettivo, dovendosi riconoscere il carattere imprenditoriale all'attività economica organizzata a cui consegua una remunerazione dei fattori produttivi, rimanendo irrilevante lo scopo di lucro. È significativo che il legislatore italiano abbia a più livelli rinunciato a dare una definizione formale dell'impresa, preferendo piuttosto definire il soggetto “imprenditore” nella sua accezione di imprenditore “agricolo” (art. 2135) e imprenditore “commerciale” (art. 2195). La nozione di imprenditore, ai sensi dell'art. 2082 c.c., va intesa in senso oggettivo, dovendosi riconoscere il carattere imprenditoriale all'attività economica organizzata che sia ricollegabile ad un dato obiettivo inerente all'attitudine a conseguire la remunerazione dei fattori produttivi, rimanendo giuridicamente irrilevante lo scopo di lucro, che riguarda il movente soggettivo che induce l'imprenditore ad esercitare la sua attività e dovendo essere, invece, escluso il suddetto carattere imprenditoriale dell'attività nel caso in cui essa sia svolta in modo del tutto gratuito, dato che non può essere considerata imprenditoriale l'erogazione gratuita dei beni o servizi prodotti. Peraltro, ai fini dell'industrialità dell'attività svolta (art. 2195, primo comma, c.c.), per integrare il fine di lucro è sufficiente l'idoneità, almeno tendenziale, dei ricavi a perseguire il pareggio di bilancio. Cfr. Cass. 16612/2008, nota a sentenza.

genera il meccanismo del mercato capitalistico. È dall'incertezza nel mercato che nasce l'impresa³.

Il c.d. rischio di mercato grava, in un'economia basata sulla libera iniziativa economica, sul soggetto o sui soggetti che organizzano l'attività di impresa o su colui che assume l'iniziativa in prima persona, l'imprenditore. L'iniziativa economica e il rischio dell'attività di impresa vengono assunti in una prospettiva di remunerazione di eccedenza dei ricavi rispetto ai costi: il profitto. Gli ordinamenti moderni, per favorire l'ingresso di più concorrenti a beneficio del sistema economico, hanno consentito che il rischio imprenditoriale possa essere limitato solamente al patrimonio che viene utilizzato per l'attività di impresa.

La regola in questione è quella della responsabilità limitata, che nel nostro ordinamento può essere applicata agli enti collettivi con la forma giuridica delle società di capitali. Una doverosa precisazione al riguardo la natura della responsabilità limitata: essa si riferisce non all'ente collettivo (nella sua forma di società di capitali o società a responsabilità limitata), ma ai soci, che in tal modo vedono limitato il loro rischio di impresa all'apporto effettivo che può essere misurato *ex ante*. In tal modo, il rischio per i soci sarà limitato ai soli conferimenti promessi o eseguiti⁴.

Questo quadro giuridico, tipico, come detto, degli ordinamenti che fanno riferimento a un mercato capitalistico, crea tuttavia una situazione di disparità all'interno delle società di capitali: da un lato, la categoria dei soci, i quali apportano il capitale di rischio in una prospettiva di remunerazione solo eventuale e subordinata alla presenza di un utile, potendo inoltre valutare a priori un'eventuale perdita dello stesso capitale in caso di cattiva gestione dell'attività di impresa, e la categoria dei creditori, sui quali graverà il rischio di non riuscire a soddisfare la propria pretesa creditoria qualora l'unico patrimonio della società risulti incapiente.

³ Cfr. F. H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, Ney York, 1921.

⁴ Nel nostro ordinamento, la segmentazione del rischio di impresa può avvenire anche attraverso ulteriori strumenti giuridici, quali la costituzione di patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447-bis ss. c.c.)

Il patrimonio personale dei soci, infatti, non sarà aggredibile dai creditori della società⁵.

Si è parlato, in tal senso, di una (parziale) partecipazione riflessa al rischio di impresa (cd. *downside risk*) per una categoria, quella dei creditori, che in alcun modo può partecipare attivamente alla gestione dell'attività di impresa. A tal proposito, è stato rilevato in dottrina come la regola della responsabilità limitata renda possibile la realizzazione di progetti imprenditoriali eccessivamente rischiosi. I soci, infatti, beneficiando di una *upside opportunity* illimitata di un *downside risk* limitato ai soli conferimenti eseguiti, privilegeranno le politiche imprenditoriali più rischiose a cui conseguirebbe una remunerazione della propria partecipazione maggiore⁶.

Il soddisfacimento delle pretese della categoria dei creditori è dunque strettamente legato alle decisioni di coloro che assumono la gestione in una società di capitali: gli amministratori.

Per quanto riguarda le società di capitali, in molti ordinamenti, tra i quali quello italiano e statunitense, che interessano maggiormente ai fini di questa analisi comparativa, è presente l'espressa regola per cui è compito dei soci (o *shareholders*) nominare chi andrà a gestire l'attività di impresa (cd. diritto di *voice*).

La regola della nomina degli amministratori da parte dei soci segue una logica di efficienza inversa: i soci, che nominano l'organo di gestione, saranno destinati ad essere soddisfatti in via residuale, solo ove il *surplus* dell'attività di impresa (che, come detto, è il fine ultimo della logica capitalistica del profitto), sia sufficiente a soddisfare integralmente i creditori dell'impresa. Dunque, il potere di nomina dell'organo di gestione da parte dei soci viene riconosciuto in virtù del fatto che la loro pretesa di soddisfacimento sul capitale sociale è residuale rispetto a quella dei creditori sociali. Giova fin da ora sottolineare come i soci assumono, in una società *in bonis*, il ruolo di *residual claimants*.⁷

⁵ Specularmente, i creditori particolari del socio non potranno aggredire il patrimonio sociale: in ottica comparatistica, questo aspetto è stato evidenziato da R. KRAAKMAN, *Il ruolo essenziale dell'organizational law*, in Riv. Soc., 2001, p. 867 ss.

⁶ Cfr. G. PRESTI, *Art. 2497*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, Utet, Torino 2006.

⁷ I creditori, titolari di pretese fisse, non avranno interesse a partecipare alle decisioni della gestione di impresa. Essendo la loro pretesa tutelata dall'ordinamento, non si ravvisa in

La peculiare struttura delineata per descrivere, in via generale, il funzionamento della responsabilità limitata, riflette una concezione della natura di impresa secondo la quale è l'impresa stessa a rappresentare l'unica valida alternativa al sistema di mercato. Il beneficio dei soci, perseguibile solo attraverso una gestione redditizia, andrà a vantaggio dei creditori e di tutti gli altri soggetti che vantano un interesse, anche di natura non economica, al buon andamento dell'attività di impresa. Questa categoria, più ampia e di natura eterogenea rispetto ai soci, prende il nome di *stakeholders*.

A tal proposito, a più riprese la dottrina ha elaborato la teoria per cui la massimizzazione dell'investimento dei soci deve essere il principale obiettivo dell'organo di amministrazione (*shareholder wealth maximization*): attraverso il perseguimento dell'interesse dei soci, si giunge facilmente ad un'allocazione ottimale delle risorse e di conseguenza ad un beneficio sociale che ricomprende anche la categoria degli *stakeholders*.⁸

Al potere di nomina degli amministratori espressamente previsto per i soci, si contrappone l'assenza di un qualsiasi tipo di remunerazione garantita, espressamente prevista dagli ordinamenti a favore dei creditori, i quali dunque compensano l'assenza di controllo sulla gestione con un diritto alla remunerazione garantito dall'ordinamento attraverso la disciplina delle obbligazioni, anche in caso di cancellazione della società dal registro delle imprese.

loro un interesse ad aumentare la capacità di reddito della società, ma piuttosto a ridurre i margini di rischio attraverso prudenti strategie finanziarie: sul punto, cfr. B.R. CHEFFINS, *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997.

⁸ La concezione per cui la massimizzazione dell'interesse dei soci costituisca il fine ultimo dell'azione gestoria è comunemente accettata dalla dottrina anglo-americana. Sul punto, cfr. J. ARMOUR – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *What is Corporate Law*, in R. KRAAKMAN et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford, 2009; S.M. BAINBRIDGE, *In defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green*, in *Wash. & Lee L. Rev.* 1993.

I comportamenti opportunistici in prossimità dell'insolvenza (*perverse incentives*).

Nel quadro delineato in precedenza sul meccanismo della responsabilità limitata in relazione ai soci e ai creditori, si verifica una partecipazione *de facto* al rischio di impresa da parte dei creditori, sprovvisti del diritto di *voice*, ma garantiti nella loro posizione creditizia dalle regole generali dell'ordinamento e del diritto commerciale.

Nel corso degli anni gli ordinamenti hanno dovuto affrontare una nuova tipologia di problemi, peculiari dei rapporti tra una categoria di soggetti (gli *stakeholders*) il cui benessere dipende dalle scelte e decisioni di altri soggetti: si tratta dei problemi di *agency*⁹.

Tra le varie sfumature di questi problemi, viene presa in considerazione l'eventualità in cui i gestori vengano influenzati dai soci di controllo ad adottare comportamenti scorretti ed opportunistici, che mirino a perseguire l'interesse personale o che addirittura implicino l'inganno e la mala fede.¹⁰ L'adozione di queste decisioni, mina profondamente la stabilità di quell'equilibrio teorico su cui si fonda la regola della responsabilità limitata e spoglia di significato la teoria della *shareholder wealth maximization*.

In via generale, questa tipologia di problemi di *agency* nasce dall'asimmetria informativa tipica delle società di capitali¹¹.

Nonostante i doveri di trasparenza della gestione, ormai riconosciuti e garantiti da tutti gli ordinamenti capitalistici, le informazioni riguardo i piani strategici e futuri di

⁹ Nella letteratura giuridica, cfr. B.R. CHEFFINS, *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997 e J. ARMOUR – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in R. KRAAKMAN *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford, 2009..

¹⁰ Sul punto, cfr. l'opinione di L. STANGHELLINI, *Il concordato con continuità aziendale*, in *Il fallimento*, 2013, p. 1222 ss

¹¹ L'asimmetria informativa non genera solo problemi di *agency*, ma è la principale fonte dei costi di transazione all'interno di un mercato capitalistico. A causa dell'asimmetria informativa, infatti, la massimizzazione del profitto non può che rimanere un mero concetto teorico ed impossibile da realizzare nella pratica. Sul punto, cfr. F. H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, 1921 e A. ALCHIAN, *Uncertainty, Evolution and Economic Theory*, in *Journal of Political Economy* 58.

una società rimangono racchiusi all'interno dell'assemblea dei soci. Spesso, si creano disparità informative all'interno della stessa categoria dei soci, distinguendo le informazioni che confluiscono ai soci cd. di minoranza da quelle che invece sono di dominio dei soci di controllo¹². Questi ultimi, dato il loro peso in termini di controllo sulle decisioni assembleari, possono filtrare le informazioni che giungono all'esterno e influenzare le decisioni del *board*. Ma non solo. L'organo di gestione stesso potrebbe essere a conoscenza di aspetti ignorati dagli stessi soci di controllo e l'omissione di queste informazioni influenza, nel bene e nel male, l'andamento dell'attività di impresa. L'asimmetria informativa, dunque, rompe il meccanismo della *shareholder value maximization*, qualora l'asimmetria stessa venga utilizzata per fini opportunistici di una determinata categoria.

Nei confronti dei terzi, i comportamenti opportunistici si possono verificare sia prima che dopo l'instaurarsi di un rapporto obbligatorio. I terzi, potenziali creditori di una società, non sono sempre nella condizione di valutare esattamente la posizione finanziaria attuale di una società: devono rimettersi alle informazioni fornite loro dall'organo di gestione della società. Data l'importanza che, in questo momento storico, riveste l'acquisizione di capitale di credito, informazioni imperfette (non necessariamente errate) da parte dell'organo di gestione circa la situazione finanziaria o le prospettive di reddito dell'impresa, possono risultare determinanti nella concessione di credito da parte di un istituto terzo, il quale si ritrova a subire l'asimmetria informativa, concedendo finanziamenti difformi rispetto ad una situazione di completezza ed esaustività informativa.

Problemi informativi che si possono manifestare anche dopo l'instaurarsi di un rapporto obbligatorio. Alla nascita di un rapporto di debito nei confronti di terzi, infatti, gli amministratori della società propenderanno per porre in essere dei comportamenti opportunistici che mirino più al consolidare o a rafforzare la

¹² Nella letteratura giuridica, cfr. C. ANGELICI, *Interesse Sociale e business judgment rule*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2012, I, p. 573 ss., secondo cui in un mondo economico in cui fosse possibile teorizzare la conoscenza perfetta, oltre al venir meno dei costi di transazione, non si avrebbero neanche i comportamenti opportunistici all'interno dell'impresa: la realizzazione dei propri interessi, infatti, avverrebbe in concomitanza della massimizzazione dei propri fattori produttivi, eliminando sul nascere qualsiasi conflitto.

posizione della società, piuttosto che ad avvantaggiare la posizione dei terzi creditori. Ritorna dunque la questione sulla partecipazione indiretta al rischio di impresa dei creditori della società, i quali non hanno modo di intervenire nelle decisioni dell'organo di gestione.

Le modalità più frequenti di comportamenti opportunistici del tipo *ex post*, sono quelle riconducibili al *moral hazard*, derivanti proprio dalle limitate informazioni e di controllo del *principal* nei confronti dell'*agent*¹³.

Dopo l'instaurarsi di un rapporto di credito, infatti, l'organo gestorio, nel momento in cui decide di ricorrere ad ulteriore capitale di credito, non si porrà problemi di tutela del terzo creditore, sottoscrivendo ulteriori finanziamenti che concorrono al fenomeno del cd. *claim dilution*, la diluizione delle pretese creditorie attraverso l'assunzione di nuovi debiti.¹⁴ Se una società incrementa i debiti, diminuisce in maniera proporzionale la garanzia per i creditori precedenti, costituita dagli *asset* patrimoniali.

A tal proposito, la giurisprudenza statunitense ha delineato le modalità e i limiti oltre i quali una società di capitali non può praticare il cd. *asset withdrawal*, ovvero sia la cessione a terzi di *assets* appartenenti alla società e la distribuzione ai soci del relativo corrispettivo.¹⁵

Questo quadro generale rende doverosa la questione sui limiti entro i quali la regola generale della responsabilità limitata si debba riflettere sui terzi creditori come partecipanti impliciti al rischio di impresa. Questa analisi, tuttavia, si concentrerà su

¹³ Sul punto, cfr. J. ARMOUR – G. HERTIG – H. KANDA, *Transactions with Creditors*, Oxford, 2009. Gli autori sostengono che a giustificare la presenza di norme a tutela dei creditori sociali non sarebbero solo ragioni di equità, ma anche e soprattutto per ragioni di efficienza. Il legislatore deve intervenire con norme ed istituti solo quando la tutela dello strumento contrattuale si rivela inefficiente, valutando opportunamente, in ogni caso, i costi e i benefici che derivano dal proprio intervento.

¹⁴ Tale effetto si ha a causa dell'aumento del rendimento del capitale investito dai soci all'aumentare della quota del debito (cd. effetto leva del debito). Tali considerazioni economiche si riflettono sull'assetto organizzativo dell'impresa, come opportunamente dimostrato da M.C. JENSEN – W. H. MECKLING, *Theory of the Firm: Management behaviour, agency cost and ownership structure*; in J.F. *Economy*, 1977, p. 305 ss.; B.R. CHEFFINS, *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997.

¹⁵ Sul punto, cfr. W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, in EBOR, 2006, p. 30 ss.

un particolare momento del ciclo vitale dell'attività di impresa, in cui il rischio che una società di capitali adotti comportamenti opportunistici aumenta esponenzialmente: l'avvicinarsi dello stato di insolvenza.

In questa particolare circostanza, infatti, l'organo di gestione, spinto anche dalla volontà dei soci di controllo, tenderà ad assumere decisioni che mirino a proseguire l'attività imprenditoriale nel breve periodo, senza eccessivamente soffermarsi su reali prospettive di risanamento, evitando di ricorrere alle procedure concorsuali, nella speranza di invertire il trend negativo in cui versa l'attività di impresa. Questi comportamenti prendono il nome, in letteratura, di *perverse incentives* o *gambling for resurrection*.

Queste decisioni, comportano spesso l'assunzione di ulteriori obbligazioni creditizie, per effetto delle quali si andrà ulteriormente a ridurre la garanzia patrimoniale per i creditori già esistenti, senza che questi si possano opporre alle decisioni operative del *board*.¹⁶

Qualora la società non riesca a far fronte con il proprio patrimonio sociale alle obbligazioni assunte, sarà onere del creditore insinuarsi nell'eventuale attivo fallimentare, se e quando la procedura concorsuale sarà attivata, popiché non esistono strumenti di ingerenza da parte di soggetti terzi sulle decisioni operative di una società. In altri casi la decisione potrebbe concernere la prematura cessazione dell'attività di impresa, decisione generalmente anticipata da sottrazioni del patrimonio sociale a vantaggio diretto o indiretto dei soci di controllo, rendendo il patrimonio stesso incapiente per il soddisfacimento delle pretese creditorie dei terzi. Non si può non tener conto del fatto che è proprio la regola della responsabilità limitata ad incentivare o quantomeno a rendere più probabili questi tipi di comportamenti opportunistici proprio in prossimità dell'insolvenza. L'ipotetico esercizio di azioni esecutive o cautelari individuali, infatti, non intaccherà che il patrimonio sociale, lasciando intatto il patrimonio personale dei soci.¹⁷

¹⁶ Cfr. G. CASELLI, *La crisi aziendale*, in *Trattato di dir. comm. e di dir. pubb. econ.*, diretto da Galgano, III, Padova, 1979, p. 625 ss.

¹⁷ L'azione revocatoria esperibile in pendenza di procedura fallimentare viene disciplinato, in Italia, dall'art. 67 l. fall.

Ovviamente, questi comportamenti, nell'ordinamento italiano e in quello statunitense, ma non solo, nella misura in cui concorrono ad aggravare o a causare il dissesto patrimoniale di una società, potrebbero costituire responsabilità penale per gli amministratori, nel momento in cui siano integrati gli estremi delle corrispondenti fattispecie penali¹⁸.

Rimane tuttavia scoperta l'area di tutela dei creditori, per i quali, l'eventuale tutela penale risulta quantomeno insufficiente a vedere soddisfatta la propria pretesa creditoria.

Come esposto in precedenza, la tutela dei creditori di una società di capitali è strettamente legata all'asimmetria informativa che genera i problemi di agency. Tali problemi, in prossimità dell'insolvenza, si acuiscono rispetto ad una situazione in cui la società è *in bonis* e l'andamento dell'attività di impresa è regolare. In questo caso, infatti, il conflitto tra la categoria dei soci e degli stakeholders non rileva profili particolarmente problematici.

L'organo di gestione, tenendo conto del principio della *shareholder maximization*, dovrà tener conto di una situazione di tendenziale allineamento degli interessi dei soci e dei creditori nelle società di capitali. Ciò non significa che il tendenziale allineamento degli interessi riduca a zero i possibili conflitti: è doveroso tenere a mente che il principale obiettivo per i soci, in una società aperta, è quello di massimizzare il profitto derivante dal valore delle rispettive partecipazioni. La redditività e il valore di una partecipazione rappresentano l'interesse giuridicamente

Tale istituto è presente in tutti i principali ordinamenti continentali. Negli Stati Uniti, è stata introdotta un'azione revocatoria *ad hoc* disciplinata a livello federale, ponendo fine ad un vuoto di tutela che perdurava da decenni, con il Bankruptcy Code del 1978.

L'effetto della revocatoria, in ogni caso, avrà carattere relativo e vi è stata una progressiva ma significativa erosione dell'ambito di applicazione e, di conseguenza, dell'utilizzo dell'istituto. Sul punto, S. AMBROSINI, *La revocatoria fallimentare delle garanzie*, Torino, 2000.

¹⁸ Le fattispecie delittuose dei reati di bancarotta semplice e fraudolenta sono direttamente collegate ai comportamenti opportunistici posti in essere dagli amministratori delle società di capitali. Lo spettro di un procedimento penale, tuttavia, non può ritenersi una tutela *ex ante* dei terzi creditori sufficiente ad evitare l'adozione di decisioni operative lesive della propria posizione. Sul punto, R. LOTTINI, *Il nuovo art. 217-bis l. fall.: una riforma che tradisce le aspettative*, in *Fallimento*, 2010, p. 1366 ss.

rilevante per il socio, ed in quanto tale, meritevole di tutela da parte dell'ordinamento giuridico.¹⁹

È necessario dunque differenziare l'interesse dei soci da quello degli amministratori di società di capitali. Per l'amministratore, infatti, l'obiettivo non è rappresentato dal valore in sé della partecipazione, ma dalla valorizzazione della stessa. Si concorre così a definire l'oggetto sociale, assumendo che quest'ultimo sia il parametro di valutazione della gestione per gli amministratori e che l'interesse sociale coincida con l'interesse comune dei soci, come elaborato e riportato dalla dottrina prevalente.²⁰

L'interesse primario dei creditori consiste nell'integrale soddisfacimento della propria pretesa nei confronti della società. Il regolare soddisfacimento è strettamente legato alla capienza del patrimonio sociale. È proprio questo il nucleo comune degli interessi dei soci e dei creditori: se le attività superano le passività e vi è dunque un profitto, vi è un allineamento di interessi che prevede il soddisfacimento di entrambe le categorie. È pur vero che rimangono sempre dei conflitti endemici fra le due posizioni che non possono essere in alcun modo conciliati, ma all'interno di una situazione *in bonis* i conflitti sono limitati e i problemi di agency ridotti.

Si delinea dunque una situazione di equilibrio in cui il conflitto non gioverebbe a nessuna delle due parti: per i soci, oggetto di interesse è la massimizzazione del valore delle proprie partecipazioni; i creditori, invece, titolari di una pretesa

¹⁹ Un interesse è giuridicamente rilevante nel momento in cui l'ordinamento ne riconosce la sussistenza attraverso una norma. Secondo dottrina maggioritaria può essere definito come "la relazione tra un soggetto ed il bene idoneo a realizzare tale bisogno, determinata nella previsione generale ed astratta di una norma", vd. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale (quarant'anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000, I, p. 795 ss.

²⁰ L'interesse sociale opera come un limite sia per gli amministratori che per i soci, ma con prospettive diverse. Per gli amministratori, infatti, l'interesse sociale è un limite esterno, che opera come obiettivo funzionale da perseguire attraverso il proprio operato; per i soci, invece, l'interesse sociale rappresenta un limite negativo, da definire in concreto. Sul punto, cfr. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, cit., p. 798; F. GUERRERA, *La responsabilità deliberativa nelle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2004.

In dottrina, molti autori affermano comunque la coesistenza di diversi interessi collettivi compatibili con la causa del contratto sociale, da quelle unitarie. Sul punto, cfr. D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, Vol. III, Utet, Torino, 1993.

giuridicamente tutelata in via principale rispetto alla remunerazione della partecipazione, non avranno alcun diretto interesse alla massimizzazione del valore delle partecipazioni.

La situazione di equilibrio si genera dunque perché, in concreto, non esiste alcun interesse per i creditori ad ostacolare l'interesse principale dei soci, che è quello della massimizzazione del valore delle partecipazioni. Non solo. All'aumentare del valore degli *asset* societari, non solo cresce la garanzia patrimoniale a vantaggio del terzo creditore, ma, dal punto di vista dei soci, viene ridotto il rischio di una indesiderata riduzione del valore della propria partecipazione.²¹

A ciò si aggiunga un ulteriore vantaggio, per i soci di controllo, derivante dal soddisfacimento di una pretesa creditoria, soprattutto se il terzo creditore in questione sia un istituto di credito. Un indebitamento eccessivo può essere sintomo di una situazione patrimoniale squilibrata, che non consentirà accesso a finanziamenti vantaggiosi o a finanziamenti privi delle dovute garanzie atte a compensare il rischio di un'eventuale insolvenza futura. Inoltre, nel caso delle società che fanno ricorso al mercato del capitale del rischio, l'eccessivo indebitamento potrebbe comportare una perdita di valore di mercato delle partecipazioni sociali.

L'aumento di valore delle partecipazioni e, di conseguenza, della capacità di una società di generare profitto (inteso sempre nella sua accezione di positività degli utili rispetto alle perdite) costituisce, *de facto*, la migliore garanzia per il terzo creditore circa il suo positivo soddisfacimento.

È ormai opinione prevalente che l'attività di impresa sia un'attività dinamica e che non si limiti alla mera conservazione del patrimonio sociale.²²

²¹ Ciò significa che, quand'anche il patrimonio sociale sia capiente e dunque idoneo al soddisfacimento delle pretese creditorie, ogni operazione economica aggiuntiva potrebbe comportare un'utilità negativa per i creditori, indipendentemente dalla misura della probabilità attesa di riuscita dell'operazione. Per un'interessante posizione in dottrina, cfr. A. TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 176.

²² Un'attività di impresa meramente finalizzata alla conservazione degli *asset* patrimoniali, avrà come unico risultato la dispersione del valore aziendale. Il mercato capitalistico, all'interno del quale operano le società di capitali, è un mercato dinamico che non permette la sopravvivenza all'impresa che mira esclusivamente alla conservazione del proprio valore.

In questo continuo dinamismo, anche il creditore più avveduto deve tener conto delle continue fluttuazioni e dei possibili momenti di ribasso, senza per questo dover rinunciare alle garanzie previste dalla legge. In linea con un piano imprenditoriale solido, una società può far coesistere al suo interno i differenti interessi delle categorie, nel momento in cui tale piano ricomprenda contenuti margini di perdite ed elevate prospettive di profitto.

La situazione di una società *in bonis* fin qui descritta, muta radicalmente al manifestarsi dei primi sintomi di crisi dell'impresa. I conflitti interni tra la categoria dei soci e dei creditori della società si acuiscono, poiché nella situazione di insolvenza entrambe le categorie cercheranno di realizzare il proprio interesse, antepoendolo all'interesse sociale che, invece, aveva governato le decisioni imprenditoriali fino a quel momento.²³ In una situazione in cui l'insolvenza non è ancora conclamata, l'asimmetria informativa sulla reale situazione patrimoniale e finanziaria, depone a favore degli interessi dei soci. L'organo di gestione, propenderà per una gestione degli affari più prudente e meno esposta al rischio, con il risultato di cristallizzare una situazione di insolvenza, senza ricorrere agli strumenti predisposti dai legislatori, pur di evitare di rendere nota la situazione di crisi.

Generalmente, in una situazione di insolvenza, si riconoscono tre tipologie di conflitti: tra soci e creditori, tra creditori e gestori e all'interno della categoria stessa di creditori.

Sul punto, A. ALCHIAN, *Uncertainty, Evolution and Economic Theory*, in *Journal of Political Economy* 58. Tuttavia, non si può ignorare la tendenza dell'ordinamento a prediligere la continuazione dell'attività di impresa, anche in una modalità meramente conservativa degli asset patrimoniali. Tendenza testimoniata dalla presenza di istituti quali il concordato con continuità aziendale *ex art.* 186-bis l. fall. e gli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex art.* 182-bis l. fall.

²³ Lo stato di crisi e lo stato di insolvenza sono patologie del patrimonio sociale. Tali patologie possono comportare conseguenze differenti. Non è un caso che il legislatore italiano sia intervenuto sul punto, affermando che lo stato di insolvenza può manifestarsi attraverso inadempimenti o altri fatti esteriori che dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni (art. 5 l. fall.). Per stato di crisi si intende, invece, una situazione economica negativa che faccia emergere la difficoltà dell'impresa nel soddisfare i propri creditori, senza che questa situazione abbia carattere definitivo.

La prima tipologia di conflitti è quella che scaturisce naturalmente all'interno di una situazione di crisi: gli interessi dei soci e dei creditori, come già esposto, anche in una situazione *in bonis* non sono mai convergenti ma al più coesistenti. I soci prediligeranno delle strategie imprenditoriali più esposte al rischio, nel momento in cui vi è una contrazione consistente del capitale di rischio. In altre parole, l'investimento iniziale dei soci si è perso del tutto, o quasi. In una situazione del genere, chi prende le decisioni operative all'interno di una società, terrà conto solamente degli aspetti positivi e favorevoli di una strategia imprenditoriale, in un ultimo tentativo guidato comunque dalla volontà di massimizzare il valore del proprio investimento iniziale. Complice anche la regola della responsabilità limitata, l'eventuale esito negativo della strategia ricadrebbe solamente sui creditori, i quali vedranno diminuire ancora di più il patrimonio sociale dell'impresa, unica garanzia dei loro crediti, in virtù della regola che limita la responsabilità dei soci ai soli conferimenti.²⁴

Un ulteriore aspetto di questa tipologia di conflitto riguarda il fenomeno del cd. *underinvestment*. I soci di controllo, in una situazione di patrimonio netto negativo, tenderanno ad evitare gli investimenti rischiosi, per non far diminuire ulteriormente il valore delle proprie partecipazioni. Coadiuvati da decisioni di gestione in linea con la loro volontà di preservare l'attuale valore degli asset societari, la società eviterà di investire le proprie risorse in strategie imprenditoriali sicure ma poco redditizie.

Un ulteriore presupposto di conflitto è rappresentato dalla volontà dei soci di proseguire l'attività imprenditoriale pur in presenza dei presupposti per ricorrere ad una procedura concorsuale. La prosecuzione dell'attività, che di per sé mette ulteriormente a rischio la situazione patrimoniale della società, avviene nella speranza di un risanamento degli asset attraverso l'attività di impresa. L'attivazione di una procedura concorsuale, invece, oltre ad avere l'effetto di esternare la situazione di crisi, offrirebbe maggiore tutela ai creditori, i quali beneficerebbero

²⁴ Sul punto, cfr. P. FERRO-LUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori: Profili di Sistema*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, I, p. 661 ss. La gestione professionale dell'impresa, infatti, impone che l'esclusivo perseguimento della redditività di impresa possa comunque mettere a rischio la continuazione delle attività.

quantomeno della ripartizione dell'attivo disponibile. Anche in questo caso, si rinviene la partecipazione riflessa all'attività di impresa dei creditori, su cui grava un rischio imprenditoriale atipico, rappresentato dal fatto che un eventuale ulteriore diminutio degli assets comporterà un ulteriore aggravamento del patrimonio sociale e di conseguenza della garanzia rappresentata da quest'ultimo per i creditori sociali.

La seconda tipologia di conflitto, quella fra gestori e creditori, è un corollario del conflitto precedente: all'avvicinarsi della situazione di crisi, i gestori sono sottoposti alle pressioni dei soci di controllo, affinché prendano decisioni maggiormente rischiose in modo da ottenere profitti maggiori.

Per quanto riguarda i conflitti che si possono generare all'interno della stessa categoria dei creditori, la differenza principale concerne i creditori garantiti e non garantiti.

Tale differente posizione creditoria comporta conseguenze differenti non solo nell'eventuale riparto del patrimonio societario una volta instauratasi una procedura concorsuale, ma anche nei rapporti *ex ante* la stipulazione dell'obbligazione alla base del rapporto di credito. Se la relazione creditoria sarà assistita da garanzie, il soggetto futuro creditore della società esigerà delle informazioni sensibili, da parte dell'organo di gestione, limitatamente alla situazione patrimoniale attuale della società.

Nel caso in cui il diritto di credito non sia invece assistito da garanzia, allora le performance passate della società saranno oggetto di attenta analisi da parte del futuro creditore.

I conflitti che possono sorgere fra queste due categorie non sono solo ipotetici, ma hanno dei risvolti pratici di grande impatto nell'approssimarsi della crisi o nella gestione dello stato di insolvenza. I creditori garantiti, infatti, saranno non solo indifferenti all'adozione di manovre più rischiose da parte dell'organo gestorio e dei soci di controllo, ma anche più propensi all'assunzione di maggiori rischi da parte della società indebitata, potendo vantare un credito garantito che non rischia di venire inficiato dall'eventuale dispersione del valore societario. La loro propensione al rischio è di fatto sorretta dal proprio credito assistito da garanzia. Vi è dunque un potenziale allineamento di interessi tra i creditori garantiti e i soci di controllo.

Al contrario, i creditori sprovvisti di garanzia, dovranno monitorare con più attenzione l'andamento societario. Tuttavia, ritorna in questo caso la questione dell'asimmetria informativa, a causa della quale, i creditori, che non sono a conoscenza della reale situazione economico-finanziaria della società, si trovano in una posizione di impotenza nei confronti delle decisioni di gestione dell'attività di impresa.

La situazione di conflitto si presenta nuovamente nel caso di conclamata manifestazione della crisi e del conseguente ricorso ad una procedura concorsuale da parte della società. Nel caso di presentazione di un concordato con continuità aziendale o di un accordo di ristrutturazione dei debiti correlato da ipotesi di riorganizzazione, i creditori sprovvisti di garanzia saranno più favorevoli ad una prosecuzione dell'attività di impresa, in modo da poter dare la possibilità alla società di continuare l'attività di impresa e di far fronte alle proprie obbligazioni con il proprio patrimonio sociale senza dover attivare una procedura di liquidazione giudiziale.²⁵

I creditori garantiti, invece, propenderanno per decisione solutoria del rapporto in itinere, potendo ottenere un'immediata soddisfazione del proprio credito in virtù della loro posizione privilegiata.

Tale situazione di conflitto merita una considerazione *ad hoc* circa l'assunzione di nuovi finanziamenti in concomitanza di procedura concorsuale. Il tema della cd. nuova finanza merita una menzione particolare, poiché il legislatore fallimentare, negli ultimi anni, ha con decisione mutato il proprio orientamento, preferendo la continuità aziendale alla liquidazione giudiziale. Spesso, la continuità aziendale presuppone l'assunzione di nuovo capitale di rischio e dunque di nuovi finanziamenti. Tali crediti dovranno essere soddisfatti in prededuzione rispetto ai crediti anteriori. Si palesa dunque un ulteriore conflitto, in costanza di procedura concorsuale, tra creditori anteriori e creditori posteriori. Questi ultimi, in virtù della

²⁵ Sul punto, cfr. S. AMBROSINI, *La nuova crisi di impresa: l. 132/15 e prossima riforma organica*, Torino, 2016.

posizione acquisita ad es. in seguito ad un accordo di ristrutturazione dei debiti, saranno del tutto indifferenti al superamento della crisi.²⁶

²⁶ Si vedano i commenti al caso *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Communications Corp.*, 1991 WL 277613 (Del. Ch. 1991).

I doveri degli amministratori nel contesto delle procedure concorsuali. Il nuovo canone di valutazione nordamericano.

La regola della responsabilità limitata, in base a quanto fin qui esposto, risulta essere la forma societaria che meglio si adatta al rischio di impresa connesso alle differenti attività imprenditoriali. La responsabilità limitata, tuttavia, amplia il *downside risk* a carico dei creditori, man mano che la situazione di crisi dell'impresa, da momento puramente teorico e astratto, inizi a presentare i caratteri della realtà.

All'avvicinarsi della crisi, dunque, i comportamenti opportunistici ora tenuti dai soci di controllo e del *board*, ora tenuti dai creditori garantiti, comportano uno squilibrio che snatura la regola della responsabilità limitata, con l'elevato rischio che gli *asset* societari non solo risentano di questi conflitti in un momento transitorio di squilibrio finanziario, ma che proprio a causa di questi conflitti, la crisi si stabilizzi senza possibilità di ripresa.

I comportamenti opportunistici tenuti nell'approssimarsi di una situazione di crisi finanziaria, sono in realtà del tutto naturali e in linea con le teorie economiche a riguardo dell'attività di impresa: a fronte di interessi confliggenti, la valorizzazione della capacità di reddito da un lato e la conservazione dei valori esistenti, dall'altro, prevale la tendenza ad ottenere un soddisfacimento immediato, perdendo di vista, dunque, il beneficio a lungo termine prospettabile in una situazione di continuazione dell'attività di impresa sociale.

Ad entrare in crisi, dunque, è lo stesso concetto di *shareholder value maximization*, modello di orientamento delle decisioni all'interno di una società di capitali che più si adatta alle contrapposte esigenze dei soci e degli stakeholder. Questo modello, infatti, in situazioni finanziarie ottimali, consente un duplice vantaggio: l'allineamento degli interessi interni alla società e la cd. *long-term wealth capacity of the firm*.²⁷ Venendo meno la stabilità finanziaria, condizione tipica dell'emersione della

²⁷ Si è già esposto come, in una situazione finanziaria stabile, gli interessi delle varie categorie interne alle società di capitali risultino essere confluenti nella stessa direzione. Il parametro di valutazione dei gestori sarà quello della massimizzazione del benessere dell'impresa inteso come *long term wealth capacity of the firm*. Sul punto, v. *supra* §2. Inoltre, cfr.

crisi di impresa, si destabilizza l'obiettivo primario della società, rendendo impossibile, *de facto*, conseguire l'interesse sociale.

D'altronde, la ricostruzione di un modello alternativo e dunque di un nuovo criterio di conduzione efficiente di impresa alla massimizzazione dell'interesse dei soci, risulta di difficile attuazione, poiché la decisione degli ordinamenti capitalistici è stata quella di favorire lo sviluppo dell'attività di impresa attraverso il modello societario e in particolare attraverso la regola della responsabilità limitata che, come visto, presenta l'inevitabile *downside risk* di partecipazione al rischio degli stakeholders.²⁸

Tuttavia, è opinione comune che si può tentare di ricostruire un criterio alternativo di gestione dell'attività di impresa utilizzabile nel momento in cui si ravvisino i primi sintomi della crisi di impresa. È questo il tentativo di alcuni autori, i quali hanno individuato nell'emersione della crisi, un ribaltamento degli interessi che devono guidare le scelte della gestione dell'attività di impresa.²⁹

L'organo di gestione, secondo tali ricostruzioni, deve assumere quale criterio principale nella gestione della situazione di crisi, non più lo *shareholder value maximization*, ma la prospettiva di tutela dei creditori, quali *residual claimants*. Su di essi, infatti, graverà un rischio di impresa atipico ed è nei loro confronti che gli amministratori avranno dei doveri fiduciari che fungeranno, a conclusione della crisi,

L. LIN, *Shift of fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, in *Vand. L. Rev.*, 1993, p. 1485 ss.

²⁸ Un'alternativa di difficile attuazione nell'Europa continentale e negli Stati Uniti, ma che rappresenta valido materiale di studio, è il caso dell'organizzazione di impresa giapponese, nella forma delle Keiretsu. Queste sono giganteschi gruppi societari fanno da sempre parte del tessuto culturale dell'industria giapponese e fanno riferimento ad una singola impresa (ad es. la Toyota) dalla quale si articolano in ogni direzione rami di impresa che vanno a coprire ogni singolo aspetto della filiera produttiva. È rilevante, in questa tipologia organizzativa di impresa, la partecipazione dello stato come azionista (mai di maggioranza) e di norme fallimentari *ad hoc* per la gestione dello stato di insolvenza di questi giganteschi gruppi societari. Per un quadro più analitico, sul punto, cfr. R.J. GILSON – M.J. ROE, *Understanding The Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporate Governance And Industrial Organization*, in *Yale Law Journal* 1993.

²⁹ Posizioni autorevoli sono state espresse al riguardo. Su tutti, cfr. L. LIN, *Shift of fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, cit., p. 1485 ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffrè, Milano, 2009; J.L. WESTBROOK, *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, in *Columbia L. Rev.*

da parametro di valutazione sul loro operato. La ricostruzione in esame, di origine statunitense, parte dal presupposto che i *fiduciary duties* degli amministratori (*duty of care e duty of loyalty*) siano dovuti nei confronti di chi, all'interno dell'impresa, sopporta i rischi marginali della stessa, in quanto la loro posizione non può essere regolata attraverso il contratto di società (per definizione incompleto) e dunque, a differenza dei diritti dei *claimants* tipizzati nei rispettivi contratti (come ad esempio i lavoratori, i fornitori, gli obbligazionisti, ecc...), risultano essere sprovvisti di tutela.³⁰

Ma identificare i creditori come *residual claimants* non basta ad inquadrare la reale natura del problema in esame. Infatti, i creditori, nel momento in cui emerge la crisi dell'attività di impresa, non saranno intenzionati a massimizzare il valore del patrimonio sociale conseguente uno sviluppo di politiche imprenditoriali volte al risanamento e alla continuazione dell'attività di impresa, ma punteranno a ottenere un soddisfacimento nella misura della propria pretesa.

È dunque chiaro che il dovere fiduciario dell'amministratore nei confronti del creditore sociale non potrebbe portare ad assumere decisioni gestorie circa l'andamento complessivo dell'attività sociale, non essendo il creditore portatore di un interesse collettivo al buon andamento dell'attività di impresa.

È stato dunque riconosciuto che i creditori sociali possano essere definiti *residual claimants* incompleti, in quanto il loro interesse consiste nell'essere soddisfatti, proporzionalmente al loro credito, sul patrimonio della società.³¹

La dottrina nordamericana ha sviluppato questo concetto, in relazione alle procedure concorsuali, nella cd. *absolute priority rule*: l'equiparazione dei creditori ai

³⁰ I primi a formulare tale teoria del cambio di prospettiva di tutela, furono F.H. EASTERBROOK – D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge-London, 1991, trad. in it. in EAD; *L'economia delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1996.

³¹ Sul punto, cfr. J.C. LIPSON, *Director's Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporation*, in *UCLA L. Rev.*, 2003, p. 1189 ss. L'autore espresse la sua autorevole opinione in merito alla sentenza *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc. (Del. Ch. 2004)*.

In diritto interno, v. anche F. DENOZZA, *Quale è il momento da cui il gestore dell'impresa deve considerare l'interesse dei creditori concorrente o addirittura prevalente su quello dei soci?*, in *Le soluzioni concordate delle crisi di impresa*, Atti del Convegno, Torino 2011.

soci potrebbe avvenire solamente in una ipotetica situazione di immediata ammissione della società ad una procedura di liquidazione fallimentare, nel momento stesso in cui si manifesta l'insolvenza.³² In un contesto del genere, in cui l'attivo patrimoniale non può soddisfare le passività generatesi nell'attività di impresa, l'equiparazione dei creditori ai soci assumerebbe senso compiuto, poiché, in tal caso, i creditori beneficerebbero di un integrale soddisfacimento sul patrimonio sociale prima che i soci possano beneficiare della ripartizione degli utili. Non essendoci un attivo patrimoniale, i soci non potrebbero ottenere la remunerazione della loro partecipazione, e quindi la pretesa residuale non sussisterà più in capo ai soci, ma ai creditori non garantiti, i quali concorreranno nel soddisfacimento solo dopo il pagamento integrale dei creditori privilegiati. Da qui la motivazione per cui le corti nordamericane hanno identificato *nell'absolute priority* il reale vincolo imposto dalla struttura societaria agli amministratori.³³

Occorre tuttavia osservare come la situazione appena descritta sia ipotetica: l'ammissione ad una procedura di liquidazione non avviene mai contestualmente all'avverarsi della crisi, in quanto la riorganizzazione di impresa e la continuazione aziendale sono tentativi che vengono spesso preferiti alla liquidazione.

In situazioni del genere, è la stessa *absolute priority rule* ad essere messa in discussione, in un sistema di procedure concorsuali che consente l'acquisizione di nuovi diritti di credito o obbligazioni nei confronti di un'impresa insolvente anche se i creditori non sono stati pagati integralmente.

La presente analisi comparatistica mira a sottolineare come il *favor* del legislatore italiano e nordamericano, negli ultimi anni, si sia mosso con decisione verso il garantire la continuità aziendale, a determinate condizioni.

La spinta verso la continuità implica tuttavia che la società di capitali decida di sottoscrivere nuovi finanziamenti, con conseguente pregiudizio dei creditori antecedenti.

³² Per ulteriori considerazioni sull'*absolute priority rule*, v. *infra*, Cap. II, §5.

³³ Cfr. A.L. BEBCHUK, *Ex Ante Cost of Violating Absolute Priority In Bankruptcy*, in *J. Finance*, 2002, p. 445 ss.

Affermare dunque che i creditori siano i *residual claimants* nel momento di emersione della crisi e che nei loro confronti debbano essere tenuti prioritariamente i doveri fiduciari degli amministratori delle società di capitali, è una tesi che risulta, al giorno d'oggi, essere confutata.

La dottrina nordamericana pone inoltre l'attenzione sul carattere prettamente omogeneo e unitario degli interessi dei soci. Tale analisi prescinde infatti dalla differente propensione al rischio del singolo socio, poiché l'adozione di strategie imprenditoriali vincenti va a beneficio dell'intero patrimonio societario.

Si inizia a delineare l'oggetto del problema in analisi, ovvero sia individuare il momento in cui, gli interessi dei soci e dei creditori, che in una società *in bonis* possono coesistere, divengono conflittuali all'emergere della situazione di crisi.

I due paradigmi decisorii in precedenza analizzati, lo *shareholder value maximization* e il *creditor maximization*, non possono essere assunti come parametro di decisione all'interno di una situazione di crisi o in sua vicinanza. Si pongono, anzi, in antitesi, poiché la predilezione di un paradigma rispetto ad un altro, comporterebbe, in un caso, un'eccessiva assunzione di rischio di impresa e quindi una definitiva perdita di valore per gli *asset* societari, qualora il tentativo di risanamento non vada a buon fine; dall'altro lato, una politica imprenditoriale volta al mantenimento di un attivo patrimoniale che già di per sé non riesce a far fronte alle obbligazioni e per cui lo stato di crisi si è manifestato, o è in procinto di manifestarsi, non può che condurre all'inevitabile conclusione di una liquidazione patrimoniale.

Si è giunti dunque ad ipotizzare un nuovo ruolo per l'organo di amministrazione, l'unico, all'interno di una società di capitali, in grado di porsi *super partes* a questi interessi e mediare di volta in volta, in virtù della propria posizione, fra le pretese ora dei soci, ora dei creditori.

È un'evidente evoluzione del principio della *shareholder value maximization* che è stata teorizzata dalle più recenti dottrine nordamericane, giungendo a questa conclusione attraverso considerazioni non solo di carattere giuridico, ma anche economico e finanziario.

La ricostruzione in esame, infatti, non si avvicina nemmeno alla *stakeholder theory*, ma analizza i doveri fiduciari degli amministratori nel loro complesso. Tali doveri non si devono dirigere unicamente in una direzione, né tantomeno avere a riguardo solo i singoli soci. In qualità di organo decisorio, infatti, gli amministratori devono assumere come paradigma di efficienza, la *firm maximization value*.³⁴

Tale teoria, muove dal principio per cui il benessere sociale corrisponde alla massimizzazione di tutte le pretese finanziarie a vario titolo esistenti verso l'ente societario. In tal modo, l'azione dei *directors* non può che coincidere con l'intraprendere attività imprenditoriali che presentino una seria prospettiva di generare utilità positive. Ovviamente, ogni progetto di attività imprenditoriale avrà una determinata utilità che, nel singolo caso, andrà a beneficio di una categoria piuttosto che un'altra. Tali decisioni però devono essere assunte nell'ottica di un benessere nei confronti del miglior *firm value*, discostandosi così dal principio della *shareholder value*.

La dottrina nordamericana, da sempre attenta alle conseguenze delle azioni dei *directors* nei confronti dei soggetti terzi rispetto alla *corporation*, ha svolto numerose considerazioni circa l'impatto di tali teorie giuridico-economiche sulle *public corporation*, quelle che in diritto interno sono le società che fanno ricorso al mercato del capitale del rischio. Le considerazioni svolte oltreoceano, ben si adattano anche al mercato interno dell'Unione e quindi anche alle società di capitali italiane.

Il ragionamento si prospetta come segue: in presenza di mercati finanziari evoluti e oggetto di continui quanto repentini cambiamenti, all'interno di una società, l'organo amministrativo, che in base a questa teoria deve valutare i diversi equilibri di efficienza, non può che basare la sua valutazione sull'imprenditore razionale. In un sistema del genere, l'imprenditore razionale diversifica il portafogli investimenti, non facendo riferimento alla tipologia di investimenti offerti (indipendentemente dal fatto che questi si presentino come *stocks o bonds*), bensì al valore indicato dal

³⁴ La dottrina statunitense ha criticato coloro i quali assumevano come unico parametro di valutazione dell'operato degli amministratori l'aver rispettato o meno l'interesse dei soli soci. Sul punto, cfr. T.A. SMITH, *The Efficient Norm for Corporate Law: a Neotraditional Interpretation of Fiduciary Duty*, in *Mich. L. Rev.*, 1999, p. 214 ss.

modello di equilibrio dei mercati finanziari, rappresentato dal CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

In base a quanto esposto, perseguire la massimizzazione del valore degli azionisti non sarebbe una decisione gestoria coerente con il ruolo degli amministratori. Il loro dovere, infatti, non è nei confronti degli *shareholder*, ma è la *corporation* nel suo insieme beneficiaria di tali doveri.³⁵

Alla luce di quanto fin qui esposto, massimizzare il valore della società, corrisponde al soddisfacimento delle singole pretese finanziarie nei confronti della società stessa, detenute da investitori che non fanno affidamento sul patrimonio di una singola società.

Un ulteriore sforzo ermeneutico permette di applicare tale teoria anche alle società a struttura finanziaria complessa.³⁶ Le categorie di azioni di queste società sono connotate da estrema diversità. A ciascuna categoria fanno riferimento diversi investitori e soprattutto diversi interessi. È stato osservato come in presenza di società del genere, la capitalizzazione delle azioni ordinarie sia scarsa e, seppure la società presenti una situazione *in bonis*, a livello teorico tale situazione di scarsa capitalizzazione possa essere paragonata a quella di una società indebitata.

In particolare, l'aspetto che più avvicina tali situazioni è la presenza di ingenti passività che sono scarsamente coperte dalle attività.

Posto questo scenario, qualora il cda prendesse decisioni solo nell'ottica della massimizzazione del valore delle azioni ordinarie, attenendosi quindi al principio della *shareholder value*, senza tener conto delle ulteriori categorie di soci, comporterebbe senza dubbio dei risultati insufficienti. Risulta evidente come la teoria di elaborazione nordamericana ponga le sue radici nei rimedi di equity caratteristici dell'ordinamento statunitense. Cionondimeno tale ricostruzione ben si può applicare a tutte le tipologie di società, dalle strutture finanziarie più complesse,

³⁵ Cfr. T.A. SMITH, *The Efficient Norm for Corporate Law: a Neotraditional Interpretation of Fiduciary Duty*, in *Mich. L. Rev.*, 1999, p. 214 ss.

³⁶ In dottrina, su tutti: G. SCOTT CRESPI, *Rethinking Corporate Fiduciary Duties: The Inefficiency of the Shareholder Primacy Norm*, 55 *SMU L. Rev.* 141 (2002). Cfr. anche M. BLAIR - L. STOUT, *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, 78 *WASH. UNIV. L.Q.* 403 (2001).

fino alle ipotesi scolastiche in cui solo due categorie di soci siano individuabili (ad esempio i soli *shareholders* e *bondholders*). Si desume così il principio per il quale il dovere dei gestori deve essere finalizzato alla massimizzazione delle pretese finanziarie di una società di capitali.

Difficoltà applicative di questa regola di condotta potrebbero sollevarsi nel momento in cui la società affronti l'emergere della crisi, in cui al disallineamento degli interessi di soci e creditori potrebbe conseguire l'assunzione di decisioni non foriere di beneficio per l'attività di impresa.

Tale soluzione risulta dunque di scarsa consistenza reale e lascia spazi di discrezionalità troppo ampi e di difficile sindacabilità. Mancano infatti dei meccanismi di *enforcement* che permettano un reale controllo premente al momento dell'insorgere della crisi.

A tal proposito, un ulteriore modello nordamericano che fa riferimento alla *nexus contract theory* e si pone come alternativa al modello *principal-agent*, è il cd. *team production model*.

Il ruolo dell'organo amministrativo è quello di composizione e mediazione di conflitti tra tutti i gruppi di investitori che nutrono un interesse nei confronti dell'andamento economico e finanziario dell'impresa. Coloro i quali sostengono questa teoria, ampliano la nozione di gruppi di investitori secondo il modello delle *public companies*, riuscendo in tal senso a ricomprendere anche le comunità locali all'interno delle quali si svolge l'attività di impresa, oltre che i *directors* stessi e i dipendenti dell'impresa.

Il riferimento alle *public companies* non è casuale: poiché la persecuzione di attività di impresa richiede la vendita dei titoli mobiliari in una borsa valori, ovvero attraverso *Over the counter* (OTC) tramite *market maker* (non utilizzando dunque servizi di quotazione degli scambi), il controllo di legalità è più stretto in ordine alla tipologia di decisioni adottate dall'organo di direzione di queste società.³⁷

³⁷ Cfr. F. PARTNOY, *Corporate Finance: Adding Derivatives to the Corporate Law Mix*, 34 GA. L. REV. 599, 611 (2000).

Inevitabilmente si riconosce in questo modello un'estesa facoltà di intervento per gli amministratori, non solo in ordine all'adozione di decisioni operative, ma anche a riguardo dell'allocazione delle risorse impiegate per massimizzare gli interessi dei vari gruppi all'interno della società.

Anche i sostenitori di questa tesi tuttavia non riescono a superare il problema dell'eccessiva discrezionalità di cui i *directors* godono nell'ambito dell'assunzione di decisioni così influenti sugli interessi dei vari gruppi all'interno delle società. I comportamenti opportunistici non diminuiscono all'aumentare di controlli di legalità pubblici. Questi ultimi potranno al massimo avere una funzione deterrente con riferimento a determinate tipologie di comportamenti.

Constata l'impossibilità di assumere un modello decisionale coerente con le molteplici sfumature e dei possibili conflitti all'interno di una società di capitali e delle modalità di emersione della crisi, non rimane che considerare un modello alternativo che vada a ridurre i confini di discrezionalità dell'agire degli amministratori nel momento in cui emerge la situazione di crisi.

La necessità di una tutela specifica per i creditori della società, in virtù della loro posizione di partecipazione atipica al rischio di impresa, comporta due conseguenze ai fini di questa analisi: in primo luogo, per evitare il pregiudizio agli interessi del ceto creditorio, si devono configurare dei doveri di prevenzione della crisi, affinché il dissesto non emerga; in secondo luogo, specifici doveri di gestione della crisi si dovranno individuare in relazione all'ipotesi di conclamato dissesto.

Dunque pare fin da ora necessario compiere una piccola ma necessaria rivoluzione copernicana in seno al diritto societario della crisi: assumendo come principio cardine della disciplina la tutela delle sfere di interesse dei diversi gruppi in relazione al rischio di impresa collegato alle diverse possibili scelte di gestione patrimoniale, si può lecitamente spostare l'area di tutela dei doveri di gestione non più alla massimizzazione dell'interesse di una singola categoria, ma alla protezione di questi molteplici e diversi interessi dall'emergere della crisi.

E se la tecnica di tutela deve ricomprendere doveri di protezione, ulteriore finalità di questa analisi dovrà essere la traduzione di questa finalità in specifiche e determinate *rules* o in *standards* di condotta.

L'insufficienza dell'autotutela contrattuale e la necessità di modalità di tutela *ad hoc* nella crisi d'impresa.

L'emergere di una situazione di crisi, all'interno del ciclo vitale dell'attività di impresa, è un momento genetico e prevedibile. Come già esposto, l'assunzione di forme societarie che vanno a limitare la responsabilità dei soci con conseguente creazione di un patrimonio sociale che fungerà da garanzia per le obbligazioni assunte in nome e per conto della società, ha sicuramente favorito lo sviluppo dell'attività di impresa delle società, ma dall'altro lato ha fatto sì che spesso, chi concede capitale di credito si avvalga di tecniche di autotutela contrattuale.

La finalità è quella di evitare che comportamenti opportunistici assunti da soci e amministratori possano pregiudicare il proprio soddisfacimento del credito.

Creditori quali gli istituti di credito, definiti in precedenza "creditori forti", possono richiedere, ad esempio, il rilascio di garanzie reali o personali al momento della concessione del credito. Inoltre, tecniche di screening (previsione dell'insolvenza sulla base di informazioni rilasciate dalla società al momento della concessione del finanziamento) e l'inserimento di clausole contrattuali che possono far riferimento a particolari tassi di interesse che tengono conto della propensione societaria al rischio di impresa ovvero le cd. clausole *floor*, sono ad oggi dei comuni rimedi preventivi dell'ordinamento a tutela del contraente.

In ottica comparatistica, i rimedi di cui sopra trovano la loro corrispondenza nel diritto statunitense nella diffusa prassi di sottoscrivere tipologie contrattuali atti a configurare, in capo ai creditori, poteri di controllo e influenza sulle decisioni di gestione di una società di capitali.

Questa tecnica di *drafting contracts* nordamericana viene definita "*financial covenants*" e assume un ruolo di notevole importanza ai fini di quest'analisi.³⁸

³⁸ Sul tema, W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, in EBOR, 2006, p. 30 ss.

In diritto interno, per un contributo di fondamentale rilevanza, v. anche U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2009, p. 601 ss.; M. MOZZARELLI, *Appunti sulla tutela contrattuale dei creditori sociali nell'esperienza statunitense*, in

Nel Business Financial Report del Risk Management Association (RMA) Journal, si può rinvenire un'utile definizione dei *financial covenants*: "...(*covenants*) are minimum standards for a borrower's future conduct and performance typically accelerate the maturity of the loan in the event of a violation".

Tale premessa trova il suo fondamento nella pratica: un finanziamento concesso dietro assunzione di garanzia su *asset* rilevanti del patrimonio sociale comporta un'influenza notevole sull'andamento della gestione societaria. Si può parlare dunque di un controllo sulla gestione indiretto, poiché una garanzia reale, come ad esempio un'ipoteca su un immobile di grande importanza strategica per la compagine societaria, comporta un grado di influenza maggiore a qualunque tipologia di diritto sulla *governance* dell'impresa.³⁹

La possibilità di utilizzare i *financial covenants* per ridurre il rischio di comportamenti opportunistici attraverso la concessione di garanzie, inoltre, consente al creditore di evitare di inserirsi direttamente all'interno della gerarchia societaria.

La dottrina nordamericana distingue i *financial covenants* in *affirmative covenants* e *negative covenants*: i primi si presentano come assunzione di promesse positive che lasciano impregiudicate le scelte discrezionali del board e consistono solitamente nel rispetto di obblighi informativi verso il creditore; i secondi, invece, identificano dei limiti per la società, la quale non potrà adottare determinate decisioni che potrebbero pregiudicare il credito dell'istituto nei confronti della società.

La stessa dottrina americana si è sforzata di tipizzare le tipologie di clausole che possono essere inserite nel contratto di finanziamento e che di conseguenza alterano i rapporti nella categoria dei creditori.⁴⁰

La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni Colombo, Giappichelli, Torino, 2011.

³⁹ A tal proposito, l'influenza del creditore che inserisce nel contratto regolatore del rapporto di credito un *covenant*, potrebbe essere maggiore di un normale socio. L'attribuzione di diritto di controllo atipici ai creditori crea una distorsione in seno alla categoria dei soci, i quali spesso non possono opporsi all'influenza degli istituti di credito, qualora venga identificato un diritto di veto sulle decisioni dell'assemblea.

⁴⁰ La dottrina americana sottolinea come l'utilizzo dei *financial covenants* sia già di per sé un elemento che va ad alterare i rapporti di credito che fanno capo alla società finanziata. Di norma, queste clausole sono tipizzate nella forma redazionale e non viene data la possibilità

Il rischio implicito nell'autotutela offerta dai *financial covenants* è quello di favorire eccessivamente i cd. creditori forti, i quali sono gli unici che, in forza della loro posizione di dominanza finanziaria, possono imporre la stipulazione di tipologie contrattuali di finanziamento a loro più favorevoli.

L'autotutela offerta dai *covenants*, inoltre, non ricomprende i creditori cd. deboli. Costoro non possono fare affidamento su una posizione contrattuale "forte" nei confronti della società. E considerando l'influenza che gli istituti finanziari, beneficiari di *covenants*, esercitano sulla società e sui suoi organi di gestione, l'eventuale decisione operativa adottata in una situazione di emersione della crisi, potrebbe portare ad una riprogrammazione degli impegni contrattuali nei confronti di categorie di creditori sprovvisti di influenza sul *board*, come ad esempio tagli di personale e riduzione degli investimenti più rischiosi.

Se ne desume che i meccanismi di protezione contrattuale non sono idonei a garantire il benessere di tutti gli *stakeholders*. Ciò basta a giustificare la necessità di un intervento normativo che possa colmare questo deficit di tutela.

Storicamente, negli Stati Uniti, è stata la scarsa tutela normativa sia a livello federale che statale a far emergere l'utilizzo dei *covenants*. Alla progressiva diminuzione delle

agli amministratori di rinegoziare le formule o i termini dei *covenants*. Le clausole più utilizzate possono essere riassunte come segue:

- *Negative Pledge*: il mutuatario accetta di non concedere ipoteche o altri privilegi sui beni della società. L'istituto di credito, così, si assicura che nessun altro creditore avrà una pretesa superiore ai beni attualmente facenti parte degli asset societari.

- *Prohibition against sale and leaseback transactions*: la società non può concedere un determinato bene facente parte del suo patrimonio in leasing né può venderlo. Tale clausola identifica un preciso obbligo di non fare in capo alla società. La ratio di questo divieto si rinviene nella volontà dell'istituto finanziario di non voler perdere la garanzia patrimoniale su beni chiave di una società di capitali.

- *Restrictions on additional unsecured debt*: tali clausole possono assumere la forma di un divieto di sottoscrivere ulteriori finanziamenti, limitazioni sull'ammontare della sottoscrizione di eventuali nuovi debiti o limitazioni del *debt-equity* ratio. Lo scopo di questa clausola è quello di evitare che la società sottoscriva nuovi finanziamenti che le impediscano di soddisfare quelli già stipulati. In alcuni casi, viene inserito un diritto di veto per l'istituto finanziario circa l'assunzione di nuovi finanziamenti, qualora quest'ultimo ritenga il finanziamento idoneo alla continuazione dell'attività di impresa. Si comprende facilmente come l'inserimento di queste clausole possa equiparare la posizione degli istituti finanziari più a quella dei soci di controllo, piuttosto che a quella di normali creditori della società.

tutele normative, i *lenders* americani hanno dovuto sviluppare figure contrattuali che potessero sopperire a tale mancanza. Sul punto, numerosi studi hanno riportato la tendenza degli stati federali ad adottare politiche legislative volte ad attrarre investimenti attraverso incentivanti modalità di costituzione di società. Tali politiche rientrano nella cd. *charter competition*, una tendenza degli stati federali nordamericani a promuovere lo sviluppo di attività di impresa slegate dalla regola del capitale sociale.⁴¹

Questo modello di tutela basato sulle moderne tecniche di *drafting contracts*, incontra il suo limite nella mancanza di tutela eterogenea. Il riferimento a classi di creditori diversi, in ragione della loro possibile ingerenza sulle decisioni dell'organo di gestione, rende il modello dei *covenants* inadatto ad un'applicazione unitaria.

A tal proposito, è necessario fare menzione di un modello di conclusione dei contratti che, soprattutto negli ultimi anni, ha caratterizzato le decisioni di *corporate* nordamericane: l'*hypothetical bargain model*.⁴²

In antitesi ai *financial covenants*, che si configurano come garanzie strumentali alla concessione di finanziamenti, il *bargain model* tiene conto dei maggiori costi che eventuali garanzie future potrebbero avere sul patrimonio societario. Prima di giungere alla conclusione di un contratto di finanziamento, le richieste dei finanziatori potrebbero *ex ante* tener conto delle ipotesi di conflitto tra i loro interessi e gli interessi dei soci, verso cui propende il dovere fiduciario degli amministratori di una società di capitali. Il maggior costo di stipulazione del finanziamento, si rifletterà, in ultima analisi, proprio sui soci: maggiore è il costo del capitale di debito, minore sarà la massimizzazione della pretesa di soddisfacimento derivante dalla remunerazione della propria partecipazione sociale.

I soci, come attentamente osservato dai sostenitori di questo modello di *corporate governance*, avranno un vantaggio maggiore nel prestare maggiori garanzie patrimoniali al ceto creditorio, piuttosto che concedere dei *covenants* che permettano

⁴¹ Cfr. W.W. BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, cit., p. 30 ss.

⁴² Numerosa è la letteratura al riguardo. Per un quadro analitico, cfr. ID., *Corporate Insolvency Law. Theory and application*. Oxford University Press, Oxford-New York, 2005.

ai creditori finanziatori poteri di ingerenza e stretto monitoraggio sulle decisioni del *board* della società di capitali.

In medio stat virtus. Dimostrata l'insufficienza della tutela dei *covenants* per mancanza di omogeneità, non si può ignorare che tale modello si sia diffuso nella prassi come tentativo di colmare una lacuna dei sistemi giuridici di *insolvency law*.

Estendere i doveri fiduciari degli amministratori anche nei confronti del ceto creditorio (*duty to take into account creditors' interests*) avrebbe, come naturale effetto, una riduzione dei costi di transazione in relazione alla concessione del finanziamento, effetto proprio dell'*hypotetical bargain model*.

Nella prossimità dell'insolvenza di una società di capitali, per ciò che interessa ai fini di un'analisi comparatistica, queste recenti teorie economico-giuridiche trovano la loro esplicazione pratica: è nell'emergere dell'insolvenza che il rapporto tra il potere di gestione e la tutela dei creditori sociali subisce un *vulnus* insanabile che non trova tutela negli attuali strumenti normativi.

La prospettiva, *de iure condendo*, tiene conto di una nuova branca del diritto societario, sviluppatasi contemporaneamente in Europa continentale e nelle corti nordamericane, che unisce aspetti di *corporate governance*, di *trust theory* e di diritto della crisi di impresa: il cd. nuovo diritto societario della crisi, che pone la sua attenzione sull'evitare l'emersione della crisi per favorire la continuazione dell'attività di impresa attraverso le forme societarie canoniche.

CAPITOLO II

Quadrant Structured Products Company, Ltd. v. Vertin

1. Il diritto societario statunitense e la competenza statale.

La materia societaria nel diritto statunitense è competenza dei singoli Stati. L'elasticità delle procedure di costituzione sono un elemento che facilita la competitività dell'economia statunitense e permettono estrema duttilità nell'esercizio dell'attività d'impresa attraverso la forma societaria.¹ Il fatto che la materia societaria sia di competenza statale, comporta che le dinamiche societarie siano governate dalla legge dello Stato in cui la società di capitali si costituisce. La normativa statale si continua ad applicare anche nel momento in cui la società opera economicamente in uno Stato diverso da quello in cui ha la sede costitutiva.²

La scelta dello Stato di costituzione, dunque, diviene un momento di fondamentale importanza per la società di capitali, poiché oltre alla normativa statale disciplinante i meccanismi societari, lo Stato di costituzione determina anche l'imposizione fiscale alla quale la società sarà soggetta.³

A livello di tipologie societarie, negli Stati Uniti l'attività d'impresa può essere esercitata attraverso la forma della *Corporation* o della *Limited Liability Company* (LLC). Tali tipi societari vengono descritti a livello normativo statale sul modello della responsabilità limitata descritto precedentemente.⁴

¹ Cfr. W BRATTON, *Corporate Law's Race to Nowhere in Particular* (1994) 44 U Toronto LJ 401.

² Cfr. gli studi del prof. RK WINTER, *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation* (1977) 6 J Leg Studies 251.

³ L'imposizione fiscale è materiale federale ma non esclusiva: pertanto, la normativa fiscale dello Stato di costituzione e dello Stato in cui la società di capitali produce reddito si aggiunge alle disposizioni federali. Per ulteriori analisi, cfr. D. KAHN - J. KAHN - T. PERRIS - J. LEHMAN, *Corporate Income Taxation*, 2009, West Academic.

⁴ V. *supra*, Cap. I, §1.

La distinzione tra *Corporation* e *LLC* è andata nel corso degli ultimi decenni via via assottigliandosi, poiché gli istituti tipici, quali ad esempio le norme sui *bylaws* o sulla figura degli *officers* interni, delle *Corporation* sono stati estesi anche alle *LLC*.⁵

Occorre ora precisare come le società americane siano assoggettate alla normativa amministrativa e giurisdizionale non solo dello Stato di costituzione, ma anche dello Stato nel quale la società ha gli interessi economici più rilevanti e risulta domiciliata.

La peculiarità della competenza statale della materia societaria risiede inoltre nel fatto che le società di capitali saranno soggette al corpus normativo e giurisprudenziale dello Stato di riferimento.⁶

Sul punto, l'amministrazione tributaria e i tribunali commerciali del *Delaware*, ai fini di questa analisi comparatistica, hanno una notevole esperienza in materia di diritto societario e commerciale a causa dell'elevato numero di aziende costituite in questo Stato. Le dinamiche interne delle società di capitali sono governate dalla legge dello Stato ove avviene l'*incorporation*, a prescindere dallo Stato in cui vengono gestite e concluse le operazioni finanziarie.

A livello statale, si denota una convergenza tra i singoli Stati nordamericani all'adozione di modelli statutari denominati "Model Business Corporation Law" (MBCL) che sono redatti dall'American Bar Association. Tale tendenza ad accentrare i modelli statutari, secondo la dottrina, è nata dall'esigenza di predisporre un modello di tutela generale a livello statale che non comportasse l'intervento federale.⁷ Una eventuale regolamentazione federale, infatti, avrebbe privato gli Stati della loro competenza in materia. Per tali ragioni, si è operato attraverso l'introduzione di modelli statutari a livello di *secondary regulatory sources* al fine di presentare un concreto modello statutario che andasse incontro alle esigenze degli *shareholders* delle grandi società di capitali.⁸

⁵ Sull'applicabilità delle norme delle Corporations alle LLC, cfr. *Flieger v Lawrence*, 361 A2d 218 (Del 1976).

⁶ Cfr. il contributo D. CORAPI - B. DE DONNO . *Società - Diritto comparato e straniero* in: Enciclopedia giuridica, Month 1, ROMA: Treccani, 1993.

⁷ Cfr. sul punto KOCAOGLU, KAGAN, *A Comparative Bibliography: Regulatory Competition on Corporate Law*, Georgetown University Law Center Working Paper, 2008.

⁸ Cfr. BEBCHUK, *'The Case for Increasing Shareholder Power'*, 118 Harvard Law Review 833, 844, 2005.

E' interessante osservare come al modello delineato del MBCL, negli anni sia stato utilizzato, quale modello statutario alternativo ma altrettanto valido, il Delaware General Corporation Law ("DGCL"), che predilige dei meccanismi societari più improntati al controllo manageriale sull'andamento e sulle scelte di business e che prevede meno poteri per i soci di maggioranza.⁹

Nello Stato del Delaware, dunque, si è delineato un modello societario che, a livello organizzativo, presenta le medesime caratteristiche degli altri Stati, ma che comporta una pianificazione imprenditoriale incentrata nella figura del manager e del *director*, i quali dovranno rispettare i *fiduciary duties* nei confronti dei soci ed operare attraverso politiche imprenditoriali finalizzata alla *firm maximization value*.¹⁰

⁹ Cfr. WL CARY, 'Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware', Yale Law Journal 663, 2004.

¹⁰ V. *supra* Cap. I, §3.

2. Il caso *Quadrant* nelle Corti del Delaware.

Il caso *Quadrant Structured Products Company, Ltd. v. Vertin*¹¹, rappresenta uno spunto di riflessione di grande importanza circa la tematica dei doveri degli amministratori nei confronti dei creditori sociali in presenza di una situazione di insolvenza.

Nella sentenza, la *Chancery Court* dello stato del Delaware ha delineato a partire da quale momento i doveri fiduciari dell'organo di gestione di una società di capitali si estendono anche ai creditori della società.

Come noto, la legge e la giurisprudenza statunitense riconosce espressi doveri fiduciari in capo agli amministratori di società di capitali (*duties of directors*).

In una situazione patrimoniale *in bonis*, gli amministratori di società di capitali sono tenuti a rispettare i doveri fiduciari nei confronti della categoria dei soci. Tuttavia, nel dirimere la questione circa il caso *Quadrant*, la Corte del Delaware ha espresso da quale momento tali doveri si devono estendere anche alla categoria dei creditori sociali.

Oltre ad arricchire la giurisprudenza statunitense di importanti principi a riguardo dell'*insolvency* di una società di capitali e della tutela che deve essere assicurata a soci e creditori nel momento di emersione della crisi, il caso *Quadrant* è stato ritenuto di importanza capitale anche oltreoceano, nel diritto fallimentare europeo.

Nella sentenza relativa alla controversia, la corte del Delaware ha delineato i criteri di valutazione della “*zone of insolvency*” riducendo la portata vincolante di tale limitazione e, contestualmente, ha ribadito i *duties* che gli amministratori di società di capitali devono rispettare nei confronti della società di capitali nel suo insieme.

Nello sviluppo più recente della giurisprudenza europea e della legislazione fallimentare continentale, tenuto conto della tendenza degli ordinamenti a spostare l'area di tutela alla previsione della crisi e a favorire il più possibile la continuazione dell'attività di impresa, il cd. nuovo diritto societario della crisi ha importato,

¹¹ Per il testo completo delle sentenze che nel tempo sono state emanate dalle Corti dello Stato del Delaware, cfr. *Quadrant Structured Products Company, Ltd. v. Vertin*, 2015 WL 6157759 (Del. Ch. Oct. 20, 2015).

nell'ordinamento interno, i concetti di *zone of insolvency* e i precisi doveri degli amministratori in prossimità della crisi.¹²

Segue. Ricostruzione in fatto.

Athilon Capital Corp. è una società di capitali che gestisce strumenti finanziari derivati per conto dei propri clienti, la quale, durante la crisi finanziaria del 2008, entra in stato di insolvenza. Nel tentativo di salvaguardare la propria struttura finanziaria e l'interesse dei propri clienti, Athilon effettua una serie di operazioni di CDOs (*collateralized debt obligations*), al fine di assicurare i propri creditori e investitori circa la propria solidità finanziaria.¹³ Tale operazione faceva parte di un'operazione finanziaria più ampia e complessa, detta *securitisation* alla quale, durante la crisi finanziaria del 2008, fecero ricorso molte società di capitali statunitensi. La finalità di questa complessa operazione finanziaria è quella di trasformare i flussi di cassa generati da crediti presenti e/o futuri in titoli negoziabili sui mercati.¹⁴

Nel 2010, alla scadenza di due obbligazioni del tipo RMBS (*residential mortgage-backed securities*), e degli effetti della crisi finanziaria, per la società era stata attivata la cd. *runoff mode*, constatato il suo perdurante stato di insolvenza.¹⁵

¹² V. Cap. I, § 4.

¹³ Un'operazione di CDO prevede la sottoscrizione di CDS (*credit default swap*) nei confronti di proprie obbligazioni. In questo contesto, lo swap avrà la funzione di copertura, trasferendo il rischio di credito. Nel caso in esame, lo swap avviene su obbligazioni di tipo Senior, v. *infra*.

¹⁴ La struttura giuridica dell'operazione finanziaria può essere riassunta come segue: le attività della società che origina l'operazione devono essere cedute a una società veicolo, avente per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione di crediti, la quale li acquista con i proventi derivanti dal collocamento dei titoli. Tali crediti, ovviamente, costituiscono la garanzia del rimborso dei titoli emessi (ABS – *Asset Backed Securities*). Per una trattazione più analitica del tema, cfr. D. SHAFFER, *Corporate Fiduciary-Insolvent: The Fiduciary Relationship Your Corporate Law Professor (Should Have) Warned You About*, 8 AM. BANKR. INST. L. REV. 479 (2000).

¹⁵ Le obbligazioni di tipo RMBS appartengono all'area delle *Asset backed securities* (Abs): si tratta di titoli cartolarizzati che hanno dietro prestiti immobiliari concessi per acquisto di edifici residenziali. Le emittenti sono società-veicolo create dalle banche, e i titoli sono segmentati secondo il grado di rischiosità. Ma è anche possibile, come nel caso in esame, creare titoli sintetici (CDO) che comprendono Rmbs di diverso grado di rischio, dal *subprime* ai Mutui Alt-A alle ipoteche più affidabili.

La modalità *runoff* è assimilabile, in diritto interno, al concordato liquidatorio *ex art.* 160 l. fall.: constatata l'impossibilità di continuare regolarmente l'attività di impresa, la società deve cessare le sue attività, con particolare tutela dei creditori e degli *stakeholders*, e avviarsi verso la liquidazione giudiziale.¹⁶

Tuttavia, al momento della liquidazione giudiziale degli *asset* patrimoniali, EBF & Associates rileva tutti i titoli azionari facenti parte dell'*equity asset*. Contemporaneamente a tale operazione, EBF acquisisce anche il pacchetto di tutti i titoli Junior (*Junior Notes*) emessi in precedenza da Athilon.¹⁷

In seguito a tali operazioni, EBF acquisisce il controllo su Athilon e sul suo *board of directors*, nominando quattro nuovi amministratori del *board* della società e confermando il vecchio CEO di Athilon, che continuerà a far parte del *board* come quinto e ultimo membro.

Sempre nel 2010, la parte attrice, Quadrant, acquistava percentuali di pacchetti di titoli del tipo Senior e Mezzanine. Questo avveniva dopo che EBF aveva, di fatto, rilevato la società Athilon.

Nel 2011, la società Quadrant citò in giudizio il *board* di Athilon. L'attrice lamentava una violazione dei doveri fiduciari da parte del *board* e, in ragione di questa violazione, procedeva con una *derivative action* nei confronti dei componenti del *board*.

18

La società Quadrant indicava nel dettaglio i comportamenti lesivi del dovere fiduciario. Secondo l'attrice, al momento dell'acquisizione da parte di EBF, Athilon

¹⁶ L'assimilazione tra i due istituti non è tuttavia perfetta: il presupposto oggettivo del concordato preventivo si rinviene nello stato di crisi, che non coincide con la *zone of insolvency* del diritto statunitense, essendo un concetto più ampio che può ricomprendere anche l'insolvenza.

¹⁷ In relazione alle operazioni di *securitisation* di cui alla nota 3, la società veicolo deve emettere i titoli classificati secondo una classe di rischio: la Junior è la classe di rischio più alta. Si possono identificare tre classi di rischio: Senior, Mezzanine e Junior. Le tre classi di titoli citate si differenziano in base alla priorità di pagamento delle cedole; infatti, essendo legate tra esse da un livello di subordinazione crescente, i flussi di cassa prodotti dai crediti ceduti sono allocati in modo tale da assicurare che le perdite rilevate sul portafoglio interessino in primo luogo le Junior Notes.

¹⁸ L'azione esercitata dalla società è l'azione giudiziale tipica, nel diritto statunitense, degli *stockholders* nei confronti dell'organo di gestione della società o del management. La previsione generale di questo istituto avviene a livello federale, mentre la disciplina di dettaglio viene rimessa ai singoli Stati.

versava già in stato di insolvenza, senza alcuna prospettiva reale di ripresa attraverso l'esercizio del proprio business originario.

Cessando l'attività di impresa e procedendo con la liquidazione giudiziale, secondo Quadrant, il *board* avrebbe assicurato una liquidazione del maggior valore degli *asset* patrimoniali che facevano capo alla società, evitando che questi ultimi venissero dispersi durante il *runoff mode*.

Gli amministratori di Athilon, al contrario, hanno preferito cedere gli *asset* finanziari a EBF e alle sue società controllate, secondo le modalità già descritte.

Al momento dell'acquisizione, inoltre, il *board* di Athilon, nella sua nuova composizione, ha mutato l'oggetto sociale per favorire le politiche di investimento di EBF, senza tener conto della posizione dei creditori e degli investitori precedenti all'acquisizione. Furono così adottate strategie di investimento che comportavano elevati rischi in capo alla società Athilon.

Il maggior beneficio della riuscita di queste operazioni andava a vantaggio della controllante EBF, mentre, in caso di sviluppo negativo dell'operazione di investimento, le perdite più rilevanti sarebbero andate a svantaggio dei creditori sociali, tra cui l'attrice Quadrant.

Quadrant lamentava inoltre che le operazioni finanziarie poste in essere dal *board* e da EBF costituissero un *fraudolent transfer*, in violazione del *Delaware Uniform Fraudolent Transfer Act*.¹⁹

I membri del *board*, nel giudizio del 2011, presentarono richiesta di *dismissal ruling*, alla *Chancery Court* del Delaware, opponendo la presenza di una *no action clause* all'interno delle obbligazioni in possesso della società Quadrant.

La difesa, nel presentare le sue opposizioni, era forte di due famose decisioni a favore della propria posizione: *Feldbaum v. McCrory Corp.*, 1992 e *Lange v. Citibank*

¹⁹ L'operazione di *fraudolent transfer*, può essere assimilata agli atti di disposizione che avvengono nel cd. periodo sospetto della revocatoria fallimentare disciplinata dall'art 67 l. fall.. Il periodo sospetto, nel diritto nordamericano, risulta tuttavia essere più esteso di quello del diritto fallimentare italiano. L'atto di disposizione rientra in questa categoria se compiuto nei due anni precedenti la dichiarazione di *bankruptcy*. Per ulteriori considerazioni sul tema, cfr. S. AMBROSINI, *Gestione ordinaria e revocatoria: un nodo irrisolto nei recenti progetti di riforma*, in *Giur. Comm.*, 2001.

N.A., 2002. In entrambi i casi testé menzionati, la presenza di *no action clauses* aveva spinto la Corte del Delaware ad esprimersi a favore della parte resistente.

Fu così che nel giudizio del 2011, la Corte del Delaware affermò l'omogeneità delle fattispecie sollevate da parte della difesa e che la presenza di *no action clauses* all'interno degli stock di obbligazioni in possesso della parte attrice, permetteva alla Corte di accettare la mozione di *dismissal ruling*.

Quadrant ricorse in appello contro la decisione della Chancery Court. Di fronte alla Corte Suprema del Delaware, contestò l'omogeneità delle *no action clauses* con i precedenti *Feldbaum* e *Lange*, sostenuta dalla Chancery Court in primo grado. Tali opposizioni furono presentate per la prima volta in grado di appello.

La Corte Suprema definì le memorie presentate da Quadrant "*insufficient for appellate review*", tuttavia ne riconobbe l'importanza, emettendo contestualmente un Ordine alla Chancery Court di redigere un *report* sulle argomentazioni presentate in appello da parte della società Quadrant.²⁰

La Chancery Court, sulla base delle nuove memorie presentate in secondo grado da parte attrice, dopo un'accurata analisi delle clausole presenti negli stock di obbligazioni, presentò il suo *report*: la Corte affermò che le *no action clauses* non si applicavano ad alcune tipologie di *notes* in possesso della società attrice, mentre per il resto di esse, ribadiva l'impossibilità di proporre azione giudiziale.

Una volta ricevuto il *report*, la Corte Suprema del Delaware trasmise la questione alla Corte d'Appello dello Stato di New York, poiché le operazioni di CDOs oggetto di controversia erano governate dalla legge dello Stato di New York, attraverso una clausola compromissoria. La Corte d'Appello dello Stato di New York, condivise le conclusioni della *Chancery Court* del Delaware e trasmise la sua *opinion* alla Corte Suprema del Delaware.

Sulla base delle considerazioni emerse nel *report* della Chancery Court e nell'*opinion* della Corte d'Appello di New York, la Suprema Corte del Delaware revisionò la propria decisione sulla mozione di *dismissal ruling* presentata dalla difesa.²¹

²⁰ Cfr. *Quadrant Structured Prods. V. Vertin 2013 WL*, (ORDER).

²¹ Cfr. *Quadrant Structured Prods. V. Vertin 2013 A.3d 654 (Del. 2014)* (TABLE)

Nel febbraio del 2015, la difesa presentò una richiesta di *summary judgment*, basandosi sul fatto che la compagnia Athilon non versava più in stato di insolvenza. La difesa allegava una serie di *balance sheet tests* che dimostravano, inequivocabilmente, come attraverso le politiche imprenditoriali sviluppate in seguito all'acquisizione della società da parte di EBF, gli *asset* patrimoniali e finanziari della società fossero stati risanati, e come lo stato di insolvenza fosse superato.

Alla richiesta di *summary judgment*, la difesa allegava le proprie memorie, nelle quali affermava chiaramente che la *derivative action* presentata dalla società Quadrant mancava del presupposto processuale: lo stato di insolvenza.

Al momento della richiesta di *summary judgment*, infatti, la società Athilon non versava più in stato di insolvenza. La società Quadrant, nella *derivative claim*, contestava al *board* di Athilon una condotta lesiva dei doveri fiduciari (*breach of fiduciary duties*) all'emergere dello stato di insolvenza.

La difesa basava la sua richiesta di giudizio sommario sul precedente del caso *Gheewalla*: in tale sentenza, venne affermato che i creditori di una società che versa in uno stato di insolvenza possono attivare la tutela della *derivative suit* per violazione dei doveri fiduciari degli amministratori.²²

Essendo venuto meno il requisito dello stato di insolvenza (per altro contestato *ab origine* dalla difesa), la *derivative suit* iniziata dalla società Quadrant nei confronti degli amministratori di Athilon mancava del presupposto processuale oggettivo. Per tale motivo, la difesa richiedeva il procedimento per *summary judgment*, ai sensi della Rule 56 della Court of Chancery.²³

Contestualmente, Athilon opponeva che l'attore Quadrant avesse l'onere di dimostrare che la società non avesse alcuna prospettiva di ripresa finanziaria ed economica, oltre all'onere di dimostrare che le passività superassero le attività.

²² Cfr. *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92 101 (Del. 2007). In questa sentenza, per la cui analisi dettagliata v. *infra* §3, la Corte del Delaware affermò che i creditori di una società in stato di insolvenza avessero l'onere di dimostrare la continuità dell'insolvenza. “*The creditors of an insolvent corporation have standing to maintain derivative claims against directors on behalf of the corporation for breaches of fiduciary duties.*”.

²³ Ai sensi della Rule 56, “*a summary judgment shall be rendered forthwith if there is no genuine issue as to any material fact and... the moving party is entitled to a judgment as a matter of law*”, Ct. Ch. R. 56.

Secondo Athilon, dunque, la parte attrice doveva dimostrare l'*irretrievable insolvency*, in linea con gli orientamenti precedenti della Corte del Delaware.

Le considerazioni di diritto delle Corti del Delaware.

Il caso Quadrant, come evidenziato in precedenza, è stato oggetto di notevoli analisi in dottrina nordamericana. L'importanza del caso si desume per la puntualità con la quale la Corte ha stabilito i requisiti con cui i creditori possono attivare la tutela della *derivative suit* nel momento in cui la società verso in stato di insolvenza.

L'analisi deve necessariamente avere il suo punto di partenza nella natura dell'azione giudiziale esperibile dai creditori al momento dell'emersione dello stato di insolvenza o in pendenza dello stesso. A riguardo, si sono a lungo contrapposte due posizioni in dottrina statunitense.

Secondo parte della dottrina nordamericana, è diritto di ogni creditore richiedere la tutela processuale in relazione allo stato di *insolvency* di una società di capitali.²⁴

La tipologia di tutela offerta ai creditori doveva essere interpretata come un'azione avente natura diretta (*direct action*): era immediata e poteva essere invocata in ogni momento, non appena il sentore della crisi d'impresa veniva percepito da un soggetto appartenente alla categoria dei creditori.²⁵

Secondo i sostenitori statunitensi di questa dottrina, riconoscere un'azione diretta esercitabile da parte dei creditori sociali nei confronti degli amministratori per violazione dei propri doveri fiduciari il mezzo più idoneo per tutela la categoria dei creditori.

Questi ultimi, infatti, non avendo diritto di ingerenza sulle decisioni di gestione della società, subivano direttamente il pregiudizio derivante dai problemi di agency tipici all'interno di una società di capitali.

Attraverso la tutela giudiziale, inoltre, i creditori potevano ottenere un rimedio giudiziale che ponesse un limite al pregiudizio arrecato alla propria posizione di credito dalla continuazione dell'attività di impresa in stato di insolvenza. Nel tentativo di risollevere le sorti della società, la continuazione dell'attività di impresa

²⁴ Cfr. sul punto, BAINBRIDGE S.M., *Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes*, in *Pepp. L. Rev.*, 1992, p. 971 ss.

²⁵ Cfr. J. ARMOUR – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *What is Corporate Law*, cit., p. 243.

viene sovente disposta dagli organi amministrativi di una società, spinti anche dall'interesse dei soci di controllo e dei creditori garantiti.

Questa tipologia di comportamenti non fanno che aumentare i problemi di *agency* all'interno dell'impresa e la tutela giudiziale è l'unico rimedio esperibile dai creditori non muniti di privilegio che possono fare affidamento solo sul patrimonio sociale.²⁶ Secondo tale dottrina, la tutela degli interessi della categoria dei creditori nel momento di emersione dell'insolvenza può essere garantita solo prevedendo la possibilità per il creditore di agire in qualunque momento.²⁷

I giudici americani, in un primo momento, accettarono l'impostazione di questa parte della dottrina e, attraverso una serie di pronunce giurisprudenziali al riguardo, stabilì un corollario di principi che caratterizzarono il diritto fallimentare statunitense.²⁸

I *fiduciary duties* dovuti dagli amministratori nei confronti dei soci si estendevano anche ai creditori nel momento in cui la società entrava in stato di insolvenza. Tale principio si applicava anche in prossimità dell'*insolvency*.

Attraverso una *direct action* i creditori potevano direttamente far valere la violazione dei doveri fiduciari.²⁹

Parametro di valutazione dell'operato degli amministratori era rappresentato dalla *trust fund doctrine*, in virtù della quale il dovere fiduciario degli amministratori doveva intendersi ricomprendere anche un onere di gestione conservativa dell'impresa, a beneficio degli interessi dei creditori, in caso di crisi.³⁰

²⁶ Per considerazioni dettagliate sui problemi di *agency* e sui comportamenti opportunistici, vd. *supra* §3 e §4.

²⁷ Cfr. sul punto, LIPSON J.C., *The expressive function of Directors' Duties to creditors*, in *Sta. J.L. Bus. & Fin.*, 2007, p. 210 ss.

²⁸ Cfr. *Pa. Co. for Insurances on Lives & Granting Annuities v. S. Broad St. Theatre Co. (Del Ch. 1934)*; *Asmussen v. Quaker City Corp. (Del. Ch. 1931)*.

²⁹ Tale posizione in dottrina viene tutt'oggi rappresentata da autorevoli esponenti. Sul punto, R.A. LANE, *Direct Creditor Claims for Breach of Fiduciary Duty: Is They Is, or Is They Ain't? A Practitioner's Notes from the Field*, 2007.

³⁰ Per ulteriori considerazioni sulla *trust fund theory*, cfr. J.C. LIPSON, *Director's Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporation*, cit., p. 1190; v. anche *infra*, cap. III, §5.

Stabilito che i doveri fiduciari degli amministratori erano dovuti anche nei confronti dei creditori sociali e non più solo verso gli *stockholders*, si poteva presentare un potenziale conflitto di interessi in merito alle decisioni assunte dagli amministratori. Questi ultimi avevano l'onere di dimostrare, in sede processuale, che le proprie decisioni fossero caratterizzate da buona fede e *fair value* nella gestione dell'impresa. Di conseguenza, gli amministratori erano tenuti responsabili verso i creditori sociali se, a seguito di decisioni imprenditoriali assunte dal *board*, l'impresa continuava ad operare sul mercato in stato di insolvenza, sviluppando ulteriori perdite con pregiudizio diretto ai creditori sociali. La teoria che configurava la responsabilità diretta degli amministratori prende il nome di *deepening insolvency*.³¹

Secondo altra parte della dottrina, la posizione dei creditori non poteva essere tutelata con un'azione diretta. La tutela doveva essere garantita attraverso la presentazione di una *derivative action*.

Gli esponenti di tale dottrina riconoscevano alla categoria dei creditori sociali la possibilità di agire per la lesione di un dovere fiduciario. Tuttavia, l'eccessivo *favor* della dottrina verso una equiparazione totale tra creditori e soci doveva essere ridimensionato. I soci partecipano al rischio di impresa attraverso la propria partecipazione al capitale sociale ed in virtù di tale posizione di rischio (seppur limitato ai conferimenti), hanno poteri di controllo sull'organo amministrativo e nei loro confronti sono dovuti precisi doveri fiduciari.

La posizione dei creditori è invece garantita dal contratto con il quale viene regolato il rapporto di credito. Il versamento di capitale di debito non riconosce poteri di ingerenza sulle decisioni del *board*. Tali considerazioni spingono il diritto societario della crisi d'impresa a riconoscere che il singolo creditore può agire nei confronti del *board*, ma deve farlo nell'interesse della compagine societaria nel suo insieme.

Nel riconsiderare la propria posizione, la dottrina statunitense affermò che la tutela dei creditori non poteva più essere esperita attraverso una *direct suit*, senza dubbio un

³¹ Sulla *deepening insolvency*, v. *infra*, cap. III, §4.

valido strumento processuale per i creditori, ma troppo invasivo dei piani imprenditoriali di una società di capitali e del proprio *board*.

I creditori, per agire nei confronti degli amministratori, dovevano ricorrere allo strumento della *derivative suit*, rispettando i presupposti oggettivi e soggettivi necessari per poter presentare tale forma di tutela giudiziale.

Come esposto in precedenza, la dottrina nordamericana ha puntualmente elaborato la teoria secondo la quale i *duties* degli amministratori non devono essere rivolti soltanto verso una categoria di soggetti all'interno della società, siano essi i soci ovvero i creditori. Gli amministratori mantengono i loro doveri fiduciari nei confronti dell'intera società, ponendosi come organo di bilanciamento degli interessi e a cui vengono affidate le decisioni operative e strategiche.³²

Muovendo da tali considerazioni, la *derivative suit* è stata adottata dalle Corti Statunitensi quale forma di tutela dei creditori in presenza di uno stato di insolvenza della società di capitali.

Secondo tale orientamento, la tutela processuale può essere richiesta solamente nel momento in cui lo stato di insolvenza abbia delle conseguenze tangibili sugli *asset* patrimoniali e l'attività di impresa subisca quindi un pregiudizio definitivo circa la sua continuazione.

Il regime di default che si applicherà alle istanze di tutela, sarà quello della *business judgment rule*. Sarà di conseguenza onere del creditore dimostrare la violazione dei doveri fiduciari degli amministratori.

La Corte del Delaware, a partire dal caso *Gheewalla*, ha rigettato la tesi che identificava confini legali alla cd. *zone of insolvency*.³³ Il parametro di valutazione della violazione da parte degli amministratori dei doveri fiduciari verrà misurato in relazione allo stato di insolvenza così come emerge dai dati reali (*balance sheet test* su tutti).

³² La dottrina nordamericana si è più volte espressa sul superamento della concezione della *shareholder wealth maximization*. Il dovere fiduciario si ravvisa nella *long term wealth capacity of the firm*, intendendo il benessere collettivo dell'impresa superiore a qualunque interesse individuale. Sul punto, cfr. L. LIN, *Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, cit., p. 1485.

³³ La teoria della *zone of insolvency*, elaborata in seguito al *leading case Credit Lyonnais*, trova una sua puntuale analisi *infra*, cap. III, §2.

In seguito a tale pronuncia, venne confutata la teoria per la quale i doveri fiduciari degli amministratori, in una situazione di crisi, fossero dovuti anche nei confronti dei creditori sociali: a prescindere da ogni valutazione circa l'andamento finanziario della società, il diritto di agire nei confronti degli amministratori, per i creditori sociali, sorge solo dopo la manifestazione dello stato di insolvenza.

Le considerazioni fin qui svolte, permettono di compiere un ulteriore passo in avanti circa la definizione dei doveri degli amministratori nei confronti dei creditori sociali in un momento di crisi finanziaria della società di capitali. Anche nello stato di insolvenza, infatti, gli amministratori non hanno alcun dovere fiduciario nei confronti dei creditori sociali, poiché tale dovere deve essere rivolto verso la società nel suo insieme, affinché emerga il benessere dell'ente societario, senza alcuna prevalenza di una categoria su di un'altra.

Gli amministratori, anche nel momento di emersione della crisi, manterranno i loro doveri fiduciari nei confronti della società e dei suoi *residual claimants*, categoria che ricomprende anche i creditori sociali.³⁴

Non si ravvisa dunque, a carico degli amministratori, un obbligo di sottoporre l'attività di impresa ad una procedura concorsuale. In tal caso, infatti, gli interessi dei creditori alla liquidazione giudiziaria e al soddisfacimento del proprio credito, emergerebbe su ogni altro interesse.

La continuazione dell'attività di impresa può avvenire in linea con un piano imprenditoriale (*business plan*) del quale l'amministratore, in sede processuale, non dovrebbe rispondere, potendo opporre la *business judgment rule*.³⁵

La Corte del Delaware praticò *overruling* della *deepening insolvency*. In tal modo, gli amministratori non potevano essere considerati responsabili per aver continuato, in buona fede, l'attività di impresa, anche nel caso in cui questa prosecuzione abbia

³⁴ Così come ampiamente esposto in precedenza, v. *supra*, cap. I §1.

³⁵ La continuazione dell'attività di impresa, tuttavia, deve avvenire secondo canoni di buona fede da parte degli amministratori. In particolare, essi non possono venir meno al loro dovere di informazione e nei confronti dei soci e nei confronti dei creditori o istituti di credito, qualora la continuazione dell'attività comporti l'assunzione di nuovo capitale di debito.

prodotto perdite del patrimonio sociale più ingenti rispetto alla fase iniziale di insolvenza.

Un'ulteriore tematica, in relazione allo stato di insolvenza di una società e la continuazione dell'attività di impresa, viene rappresentata dal possibile conflitto di interessi in cui verserebbe l'amministratore che al contempo possiede anche uno stock di azioni della società. La continuazione dell'attività di impresa, in costanza di stato di insolvenza, rappresenterebbe un vantaggio diretto per l'amministratore, il quale opererebbe in virtù di un interesse personale: la massimizzazione del valore della propria partecipazione.

La Corte dello Stato del Delaware, a tal proposito, ha accolto la tesi della dottrina statunitense per cui non costituisce conflitto di interessi la decisione degli amministratori, in possesso di azioni della società che versa in stato di insolvenza, di proseguire l'attività di impresa, qualora tale decisione venga presa nella concreta prospettiva di risanamento della situazione patrimoniale e finanziaria della società. Il conflitto di interessi non sussisterebbe poiché è l'ordinamento stesso che ammette il possesso di azioni da parte degli amministratori di una società di capitali.

Constato l'orientamento per cui lo stato di insolvenza non incide sui doveri fiduciari in ogni tempo dovuti da parte degli amministratori, ne consegue che il conflitto di interessi non può essere sollevato dai soci né dai creditori della società qualora il *board* abbia deciso per la prosecuzione dell'attività di impresa. Anche in questo caso, nel diritto nordamericano, gli amministratori delle società di capitali possono legittimamente opporre la *business judgment rule*.³⁶

La Corte del Delaware, in relazione al caso *Quadrant*, ha chiarificato la posizione della giurisprudenza su due questioni di diritto fino a quel momento rimaste irrisolte: il requisito della continuità dello stato di insolvenza (*requirement to show continuing insolvency*) e la sua irreversibilità (*requirement to show irretrievable insolvency*).

³⁶ Sul punto, l'autorevole opinione del prof. Bainbridge: la *business judgment rule* protegge gli amministratori nel momento in cui assumono decisioni operative strategiche che possono avere, anche indirettamente, effetti negativi sugli *stockholders* e sui creditori sociali. Lo stato di insolvenza non aggrava in nessun modo la posizione degli amministratori, se questi continuano ad agire in buona fede nell'interesse della società. *Trenwick*, 906 A.2d 195 n.75.

Il requisito di continuità dell'*insolvency*.

Nel corso della valutazione circa la richiesta di *summary judgment* da parte della difesa, Athilon affermava che il creditore Quadrant avesse l'onere di dimostrare che lo stato di insolvenza della società perdurasse per tutta la pendenza del giudizio, dal momento del deposito della domanda giudiziale alla pronuncia di merito.

Partendo dai principi di *corporate governance* e di diritto societario, è possibile definire quali sono le funzioni e del *board of directors*. Secondo la *General Corporation Law* dello Stato del Delaware, gli amministratori di una società di capitali assumono le decisioni operative in coerenza con l'oggetto sociale e gestiscono gli affari della società. Il loro peso nelle decisioni imprenditoriali della società è maggiore rispetto ai soci, così come maggiore è la loro responsabilità dinnanzi alla legge.

Al loro potere manageriale, viene affiancata la rappresentanza della società in giudizio, così come viene rimessa alla loro decisione attivare o meno uno strumento di tutela giudiziale nell'interesse della società.³⁷

Gli amministratori di una società del Delaware sono portatori di due doveri fiduciari: il *duty of care* e il *duty of loyalty*.³⁸ Entrambi ricomprendono al loro interno un dovere generale di agire in buona fede, assimilabile al medesimo dovere che anche gli amministratori di società di capitali europee devono tenere nei confronti della compagine societaria. Secondo i giudici dello Stato del Delaware, l'agire in buona fede è un elemento implicito del più ampio *duty of loyalty*. La nomina di un amministratore non necessita, in capo a quest'ultimo, dell'*affectio societatis*. Molto spesso, la valutazione e la selezione dei directors avviene in base a risultati e a strategie imprenditoriali che meglio possono garantire il successo della società di capitali, inteso come maggior profitto per i soci.

³⁷ Attraverso regolazione statutaria può essere prevista l'obbligo di assumere le decisioni in concerto ai soci di maggioranza della società. Tuttavia, il potere di assumere iniziativa processuale non può essere derogato neanche dallo statuto, come stabilito dalla Corte del Delaware nella famosa sentenza *Maldonado. V. sul punto, Zapata Corp. v. Maldonado (Del. 1981)*.

³⁸ Per l'analisi puntuale di tali doveri, v. *infra*, Cap. III, §1.

Il dovere di agire in buona fede, dunque, permette più ampi margini di tutela non solo nei confronti dei soci, che di fatto rimettono nelle mani degli amministratori la remunerazione delle loro partecipazioni societarie, ma anche nei confronti dei creditori sociali, i quali subiranno, come *residual claimants*, un pregiudizio a causa dell'eventuale mala fede degli amministratori.

Non a caso, la Corte del Delaware ha ravvisato una violazione del *duty of loyalty* anche in presenza di comportamenti assunti nell'interesse della società: se viene assunta una politica imprenditoriale rischiosa che abbia come obiettivo principale l'arricchimento di uno o più amministratori, anche qualora tale politica produca dei risultati positivi per la società, cionondimeno l'amministratore può essere chiamato a rispondere di tali comportamenti, se non sono compatibili con il suo dovere fiduciario.³⁹

In relazione ai doveri fiduciari degli amministratori, a tutela della società, nei loro confronti è possibile esperire la *derivative action*. Tale istituto nacque a metà del diciannovesimo secolo come rimedio di *equity*, per prevenire *failures of justice*. Si voleva fornire ai soci un diritto di citare in giudizio gli amministratori della società per le loro azioni di gestione analogo al diritto che avevano i beneficiari di un *trust* di citare in giudizio il proprio *trustee*.

I giudici del Delaware, riconobbero non solo ai soci, ma anche a ogni *stockholder* il diritto di iniziare una *derivative suit* nei confronti degli amministratori: anche quest'ultimi erano beneficiari dei doveri fiduciari (cd. *ultimate beneficiaries*).⁴⁰

L'estensione della tutela della *derivative suit* alla categoria degli stockholders, permise alla Corte del Delaware di rendere meritevole di tutela giudiziale anche la posizione dei creditori sociali nella delicata fase dell'insolvenza.

³⁹ Cfr. sul tema *Gagliardi v. TriFoods Int'l, Inc.*, 683 (Del. 1996). La Corte del Delaware ritenne in mala fede la decisione del *board* di autorizzare alcune transazioni finanziarie che andavano oltre lo scopo dell'affare dichiarato. A beneficiare maggiormente della riuscita di queste transazioni non fu il *welfare* della società, ma gli interessi personali degli amministratori.

⁴⁰ Il primo caso in cui la Corte del Delaware si pronunciò in linea alla teoria testé delineata, fu il caso *Harden v. E. States Pub. Serv. Co.*, 122 A. (Del. Ch. 1923). La *derivative suit* venne dunque introdotta quale rimedio di *equity*, per dare la possibilità di agire in giudizio contro coloro che avevano decisioni imprenditoriali rivelatesi dannose per la società.

Le Corti statunitensi hanno introdotto, sulla base delle considerazioni fin qui svolte, l'*equitable ownership* per la categoria dei creditori sociali. Lungi dal riconoscere una partecipazione societaria ai soggetti che vantano un mero credito nei confronti dell'ente societario, l'*equitable ownership* permette tuttavia di attivare il peculiare meccanismo di tutela rappresentato dalla *derivative suit*.

Al manifestarsi dell'insolvenza, i creditori sociali sostituiscono i soci quali *equitable owners* della compagine societaria.

Il ragionamento posto dai giudici della Corte del Delaware distingue due momenti dell'attività di impresa: quando la società è *in bonis*, i soci hanno il diritto di attivare la tutela *derivative* contro le decisioni degli amministratori, qualora non rispettino i doveri fiduciari nei confronti della compagine societaria. I soci saranno infatti gli ultimi beneficiari del risultato delle politiche imprenditoriali poste in essere dagli amministratori e il risultato, positivo o negativo, si rifletterà sulla loro remunerazione in proporzione alla loro quota di partecipazione sociale.

In una situazione di crisi d'impresa, i creditori sociali si sostituiscono ai soci quali *residual claimants*. Da ciò ne discende che i creditori possono attivare la tutela giudiziale rappresentata dalla *derivative action* contro gli amministratori per essere venuti meno ai loro doveri fiduciari nei confronti della società; tutela che, in una situazione *in bonis*, non viene riconosciuta dall'ordinamento.

I giudici statunitensi dunque riconoscono una consequenzialità diretta tra il danno sofferto dai creditori e la diminuzione del valore della compagine societaria in seguito alla violazione dei doveri fiduciari da parte degli amministratori.⁴¹

Tale orientamento giurisprudenziale permette dunque al singolo creditore di beneficiare della tutela rappresentata dalla *derivative action*, al pari del singolo *shareholder* in una situazione patrimoniale *in bonis*.

La natura estensiva dell'interpretazione della Corte viene giustificata anche dalla teoria contrattualistica dell'impresa. Come evidenziato dal Chief Justice Strine, il dovere fiduciario degli amministratori si estende nei confronti dei creditori quando il patrimonio sociale non è più in grado di far fronte alle obbligazioni assunte in nome

⁴¹ Sul punto, cfr. *Gbeenwalla* 930 A. 2d.

e per conto della società di capitali. La fonte giuridica di tale estensione di tutela si rinviene non nella qualità di creditore, ma nel contratto, che rappresenta l'obbligazione assunta dalla società nei confronti di un terzo soggetto.

È in forza del contratto che il creditore vanta un diritto di soddisfacimento sul patrimonio sociale nella misura rappresentata dal suo credito. La tutela garantita in sede processuale nel momento di insolvenza della società non può che essere intesa come un corollario del diritto di credito nato in forza di un contratto regolato dalla legge.⁴²

La Corte del Delaware, affinché uno *shareholder* possa fruttuosamente esperire una *derivative action* avverso il *board* della propria società, richiede il requisito della qualità di socio al momento della presentazione della domanda giudiziale. Tale requisito soggettivo deve sussistere per tutta la durata del giudizio (*continuous ownership rule*).

La dottrina statunitense ricollegava alla qualità del socio, e dunque all'interesse economico sottostante tale *status* soggettivo, un requisito procedurale soggettivo. La *derivative suit* rappresenta una forma di tutela a vantaggio di tutta la compagine societaria. Il controllo diffuso all'interno della struttura societaria è un beneficio che senz'altro giova anche il singolo socio, ma il tipo di *enforcement* esercitato rimane comunque uno strumento del diritto societario a tutela della società di capitali nel suo insieme. Con la *derivative action* non si tutela direttamente la sfera soggettiva del socio. In ragione di queste considerazioni, la *continuous ownership rule* acquista maggiore significato, poiché la perdita della qualità di socio farebbe venire meno l'interesse economico alla continuazione dell'azione giudiziaria.⁴³

Affinché il requisito della *continuous ownership rule* venga soddisfatto, non è necessario il possesso di una percentuale minima di azioni. La qualità di socio è legata anche al possesso di una singola azione che rappresenti il capitale sociale di una società.

⁴² Così, il Chief Justice Strine nel caso *Trenwick*. Il diritto al soddisfacimento sul patrimonio sociale di un creditore concorre fino al suo integrale soddisfacimento del suo diritto di credito. Tale diritto non può essere compresso da una situazione oggettiva del patrimonio sociale (quale è lo stato di insolvenza), *Trenwick*, 906 A.2d 195 n.75.

⁴³ Sulla qualità di socio e sul requisito di continuità della partecipazione sociale, cfr. *Parfi Hldg., AB v. Mirror Image Internet Inc.* 954 A.2d (Del. Ch. 2008).

Nel momento in cui il socio, per qualsiasi motivo, subisce lo spossessamento delle proprie azioni, allora perde conseguentemente il diritto di continuare l'azione giudiziaria contro gli amministratori.

Nel caso *Quadrant*, la difesa sosteneva che, in analogia alla *continuous ownership rule*, anche lo stato di insolvenza dovesse essere considerato un requisito oggettivo processuale. Il venir meno dell'insolvenza durante la pendenza della lite avrebbe dunque le medesime conseguenze della perdita della qualità di socio.

Il creditore, dunque, oltre a dover allegare il proprio titolo di credito alla domanda giudiziale, ha l'onere di dimostrare la continuità dell'insolvenza.

I giudici della Chancery Court dello stato del Delaware non condivisero la posizione della difesa. La soluzione analogica, infatti, non si può applicare al caso in questione, non essendoci omogeneità tra le posizioni giuridiche.

Come esposto in precedenza, la qualità di socio si acquista *de iure* grazie al possesso anche di una sola quota di partecipazione sociale. Lo stato di insolvenza è una patologia del patrimonio sociale capace di comprimere il diritto alla remunerazione della propria partecipazione, ed è per tale motivo che viene richiesta la continuità del possesso della qualità di socio.

La *continuous ownership rule* richiede dunque una continuità sul lato soggettivo, mentre la *continuing insolvency rule* sollevata dalla difesa richiede la continuità di una patologia del patrimonio sociale, facendo evidentemente riferimento ad un presupposto oggettivo. Non si può dunque rinvenire analogia tra le due posizioni giuridiche.

Il requisito di continuità dell'insolvenza, nonostante sia stato sostenuto fino al caso in esame dalla dottrina e dalla giurisprudenza maggioritaria, crea numerosi quesiti circa la sua reale valenza pratica e applicativa.

Innanzitutto, rilevare sul piano pratico l'insolvenza di una società è differente rispetto al definire giuridicamente i confini dell'*insolvency*.⁴⁴

⁴⁴ La legge federale statunitense definisce lo stato di insolvenza "*the financial condition of an entity, such that the sum of its debts exceeds the fair market value of all of its assets, not including any transferred or concealed property and property removed with intent to hinder, delay, or defraud such entity's creditors. This is known as "balance-sheet insolvency" (§101(32)(A), Bankruptcy Code)*".

Tale definizione non differisce giuridicamente dalla definizione dello stato di insolvenza della l. fall. italiana: lo stato d'insolvenza si manifesta con inadempimenti od altri fatti

Nel corso di una procedura giudiziale, infatti, una società di capitali, in virtù delle costanti e mutevoli condizioni del mercato, potrebbe ritrovarsi in una situazione *borderline* tra l'insolvenza e l'essere *in bonis*. Ricollegare la tutela processuale della *derivative suit* alla continuità dell'insolvenza, significherebbe riconoscere una tipologia di tutela "ad intermittenza", ora caducata da un periodo favorevole agli affari, ora esigibile in caso di passività che superano le attività.

La Corte del Delaware, in linea con l'orientamento giurisprudenziale precedente, ricollega il sorgere del diritto dei creditori a citare in giudizio gli amministratori di una società di capitali attraverso una *derivative claim* nel momento in cui emerge lo stato di insolvenza.

Richiedere il requisito oggettivo della continuità dell'insolvenza, tuttavia, priverebbe i creditori del diritto di agire con la *derivative suit* e, di conseguenza, costituirebbe un vuoto normativo di tutela (cd. *failure of justice*). L'interesse economico dei creditori sociali sotteso all'agire in giudizio contro gli amministratori per una violazione dei doveri fiduciari verrebbe ingiustamente compresso.

Sul punto, la Chancery Court dello Stato del Delaware ha praticato un deciso *overruling* dell'orientamento precedente, affermando che il creditore sociale, per agire attraverso la *derivative suit*, deve dimostrare lo stato di insolvenza del patrimonio della società di capitali al momento della presentazione della domanda giudiziale. Una volta soddisfatto tale onere, non sussistono ulteriori oneri di dimostrare anche la continuità dell'insolvenza per tutta la durata del giudizio.

Il riconoscimento del diritto di procedere contro il *board* di una società anche in capo ai creditori sociali, comporta il rischio di una *derivative claim* iniziata sia dai creditori che dai soci. La Corte si è espressa anche a riguardo di questa problematica eventualità, poiché nonostante la tipologia di azione giudiziaria sarebbe la stessa, gli interessi alla base della richiesta giudiziale sarebbero diversi. Anche al momento di una pronuncia giudiziale risorgerebbero infatti i noti problemi di *agency* e i conflitti tra le diverse categorie di interessi all'interno della compagine sociale.

esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni (art. 5, l. fall.)

In caso la *derivative suit* fosse esercitata sia dai creditori che dai soci, il giudice dovrebbe giudicare gli amministratori societari o attraverso il criterio dell'agire in senso conservativo al momento del manifestarsi dei sintomi dell'insolvenza, criterio che prediligerebbe i creditori sociali, ovvero attraverso il criterio dell'agire attraverso politiche imprenditoriali più rischiose, a vantaggio dei soci.⁴⁵

L'orientamento giurisprudenziale delle Corti del Delaware mutò in seguito al caso *Trenwick*, dove i giudici individuaronò nella *business judgment rule* il limite al sindacato sulle decisioni degli amministratori sia da parte dei creditori, sia da parte dei soci.

Sotto questo punto di vista, la *business judgment rule* operava da un lato, nei confronti degli amministratori di società *in bonis*, e dall'altro nei confronti di quelle che versavano in stato di insolvenza. Creditori e soci, qualora la decisione del *board* sia stata adottata in buona fede e nell'interesse della compagine societaria, non avevano possibilità di sindacare tali scelte.

Le decisioni operative assunte dagli amministratori di società di capitali possono dunque beneficiare della tutela offerta dalla *business judgment rule*, in combinato disposto con le previsioni a riguardo della *exculpation* clause prevista dalla *Delaware General Corporation Law, Section 102(b)(7)*.⁴⁶

⁴⁵ Fino alla pronuncia sul caso *Trenwick*, che chiarì la posizione della giurisprudenza al riguardo, la litispendenza di azioni contro gli amministratori sociali presentate dai creditori e dai soci non era ammessa. Cfr. *Prod. Res.*, 863 A.2d.

⁴⁶ La legge del Delaware prevede la possibilità di inserire nello statuto delle società diverse clausole che hanno lo scopo di limitare la responsabilità degli amministratori a determinate condizioni (ad es: relazione di professionisti circa la fattibilità del piano economico, *disclosure* dei soci di controllo prima dell'assunzione formale della decisione...). In tali casi, gli amministratori potrebbero venire meno ai loro doveri fiduciari (*duty of loyalty, duty of care*) senza doverne rispondere davanti ai soci o ai creditori. Sul punto, cfr. *multis, MAZ Partners LP v. Shear*, *United States District Court, D. Massachusetts, September 1, 2016* 204 F.Supp.3d 365; *RSH Liquidating Trust v. Magnacca*, *United States Bankruptcy Court, N.D. Texas, Fort Worth Division, June 8, 2016* 553 B.R. 298.

Il requisito di irreversibilità dell'*insolvency*.

Nel caso *Quadrant*, la difesa, a supporto della richiesta di *summary judgment*, affermava che la società attrice doveva dimostrare anche il carattere irreversibile dello stato di insolvenza. Il creditore, secondo la difesa di *Athilon*, non si può limitare ad indicare lo stato di insolvenza sulla base del *balance sheet test*, ma deve anche dimostrare che la continuazione dell'attività di impresa non è più possibile a causa della definitiva patologia dello stato patrimoniale e finanziario della società.

La giurisprudenza statunitense, accolto l'orientamento per cui il diritto ad agire con una *derivative action* per i creditori è subordinato allo stato di insolvenza della società di capitali, ha precisato che lo stato di insolvenza è correlato a criteri oggettivi ed economici. Lo squilibrio patrimoniale da cui deriva l'impossibilità di far fronte alle proprie obbligazioni deve essere rilevato attraverso il *balance sheet test* ovvero il *cash flow test*.⁴⁷

La nozione di irreversibilità dello stato di insolvenza risale alla fine del XIX secolo nella Chancery Court del New Jersey.

L'analisi della Corte non prendeva in considerazione la *derivative suit*, bensì il momento di nomina di un *receiver*, che in diritto interno corrisponde alla figura del curatore fallimentare ovvero del commissario giudiziale in caso di concordato preventivo.

Oltre ai caratteri oggettivi dell'*insolvency*, affinché fosse dichiarato lo stato di insolvenza con conseguente nomina del curatore, era necessario integrare il materiale probatorio al punto da far apparire oltre ogni ragionevole dubbio che non ci fossero prospetti di ripresa per la società.⁴⁸

I poteri della Corte sono strettamente legati allo stato di insolvenza, il quale funge da condizione di procedibilità. Se non emerge in maniera chiara e concordante lo stato di insolvenza, la Corte non ha i poteri per procedere sul caso di specie.

⁴⁷ Tale orientamento, prevalente in dottrina fin dagli anni '90, venne adottato dalla giurisprudenza della Corte del Delaware a partire dalla decisione *Geyer* (621 A.2d).

⁴⁸ Sul punto, cfr. *Atl. Trust Co. v. Consol. Elec. Storage Co.* (N.J. Ch. 1892). In dottrina, v. anche R.J. STEARN JR. – C.D. KANDESTIN, *Delaware's Solvency Test: What Is It and Does It Make Sense? A Comparison of Solvency Tests under the Bankruptcy Code and Delaware Law*, 2011.

La Corte del New Jersey, tuttavia, indicava il requisito della irreversibilità quale filtro sull'accettazione della domanda giudiziale. Secondo la *Chancery Court* del New Jersey, il semplice stato di insolvenza non era un presupposto oggettivo che da solo potesse giustificare la nomina del curatore da parte della Corte.

La nomina del curatore è prerogativa dei poteri della Corte e non rappresenta dunque un obbligo. Nel valutarne la nomina, la *Chancery Court* ritenne che doveva emergere fin dal momento della presentazione della domanda giudiziale l'irreversibilità dell'insolvenza.

Lo Stato del Delaware accolse l'orientamento della Corte del New Jersey e fin dalla prima versione del *Delaware General Corporation Code* venne esplicitamente riconosciuto alla Corte un potere discrezionale in ordine alla valutazione della domanda giudiziale. Nelle liti inerenti l'insolvenza di una società, la parte attrice doveva allegare un *quid pluris* che dimostrasse l'impossibilità di ripresa dell'attività d'impresa.

Sul punto, la Corte del Delaware si espresse a più riprese circa la drasticità della nomina di un *receiver*, poiché è un potere giurisdizionale che incide sulla composizione del *board of directors*, sostituendolo.⁴⁹

Se dunque gli *asset* patrimoniali della società presentano prospettive di ripresa, la Corte non può nominare un *receiver*.

Da questa breve analisi, emerge come l'irreversibilità dell'insolvenza sia un criterio che si applichi nei procedimenti giudiziali inerenti la nomina di un curatore o di un commissario giudiziale (nel diritto statunitense, *receivership proceedings*). Tale standard non è mai stato criterio di ricevibilità della *derivative suit*, come invece sostenuto dalla difesa di Athilon.

L'istanza di Athilon, tuttavia, muoveva dal fatto che, nel caso *Gheewalla*, la Corte affermò esplicitamente l'irreversibilità dell'insolvenza quale parametro di analisi circa l'ammissibilità della *derivative suit*.

Nel caso *Quadrant* la Corte del Delaware non praticò overruling dell'orientamento giurisprudenziale, ma affermò come, il precedente non si applicava al caso di specie.

⁴⁹ Cfr. *multis*, *Freeman v. Hare & Chase* (Del. Ch. 1928); *Salnita Corp. v. Walter Hldg. Corp.* (Del. Ch. 1933).

Nella sentenza relativa al caso *Gheewalla* veniva fatto riferimento al precedente caso *Production Resources*, dove lo stato di insolvenza della società venne dichiarato in virtù di una irreversibilità dello squilibrio patrimoniale degli asset societari.⁵⁰

L'affermazione di diritto posta dalla Corte, muoveva da un contesto fattuale differente. Nel caso *Production Resources*, l'attore-creditore proponeva domanda giudiziale non solo per agire *derivately* nei confronti degli amministratori sociali, ma anche per ottenere la nomina giudiziale di un *receiver*. La pronuncia giudiziale in questione, dunque, è ben lungi dal richiedere la dimostrazione processuale dell'irreversibilità dello stato di insolvenza. La stessa Corte distingue le due fattispecie, affermando che le richieste processuale presentati dall'attore-creditore sono separate e finalizzate ad ottenere pronunce differenti.

Constata la richiesta di nomina di un *receiver*, la Corte, nel caso *Production Resources*, utilizzò l'irreversibilità dell'insolvenza (dimostrata dal creditore in sede processuale quale requisito di procedibilità per ottenere la nomina di un *receiver*) per riconoscere la tutela della *derivative suit* a vantaggio del creditore. In tal caso la Corte non affermò un nuovo principio di diritto per il quale l'irreversibilità dello stato di insolvenza è condizione di procedibilità di ogni *derivative suit* presentata dai creditori sociali, ma lo applicò al caso di specie per ragioni di economia processuale. Anche in mancanza dell'irreversibilità, la *derivative suit* da parte del creditore sociale sarebbe stata ammissibile se lo stato patrimoniale della società non avesse superato il *balance sheet test*.

Una volta dimostrata l'*irretrievable insolvency* in riferimento alla richiesta di *receivership proceeding*, la Corte ha ritenuto superfluo richiedere al creditore di eseguire il *balance sheet test* in relazione alla *derivative action*.

Le ragioni di economia processuale alla base della decisione sul caso *Production Resources* non mutano l'orientamento per cui il creditore ha il diritto alla *derivative action* nei confronti degli amministratori per violazione dei doveri fiduciari dal momento in cui l'insolvenza emerge a seguito di *balance sheet test*. E tale orientamento non è stato mutato dal più recente caso *Gheewalla*.

⁵⁰ Cfr. *Prod. Res. 863 A.2d*

La difesa di Athilon sosteneva che il requisito dell'irreversibilità dell'insolvenza dovesse essere assunto dalla Corte come condizione di procedibilità anche nelle *derivative suit*, indicando il caso *Production Resources* e il caso *Francotyp-Postalia* quali fonti giurisprudenziali a sostegno della propria tesi.

Per le ragioni esposte, la Corte del Delaware illustrò come il caso *irretrievable insolvency* del caso *Production Resources* non fosse criterio applicabile alla *derivative suit*.

Nel caso *Francotyp-Postalia* la Corte del Delaware si pronunciò a favore del *cash flow test* in alternativa al *balance sheet test*.⁵¹ La Corte ritenne che il *cash flow test* fosse l'unica verifica dello stato di insolvenza reale all'interno di un mercato finanziario dinamico ed in continuo mutamento. Utilizzare l'eccedenza delle passività sulle attività quale unico parametro di valutazione dello stato di insolvenza comporterebbe la riduzione delle opportunità di *business* collegate all'assunzione del capitale di debito nei momenti cruciali di investimento. Date queste considerazioni, nel caso *Francotyp* la Corte si discostò dal *balance sheet test* quale parametro di valutazione dell'insolvenza.

La decisione sul caso *Francotyp* deve essere ritenuta una pronuncia isolata che non ha avuto seguito nel panorama giurisprudenziale. La forte critica della Corte nei confronti del *balance sheet test* non ha comportato *overruling* dei tradizionali parametri di valutazione dell'*insolvency*, i quali si presentano nella duplice alternativa del *balance sheet test* e del *cash flow test*.⁵²

In secondo luogo, anche il caso *Francotyp* era inerente la nomina di un *receiver* e dunque l'oggetto della domanda giudiziale era geneticamente differente rispetto alla *derivative suit* del caso *Quadrant*.

La Corte, dunque, non aveva alcun dubbio nell'affermare l'utilizzabilità del *balance sheet test* quale parametro di valutazione dello stato di insolvenza, supportando la sua decisione con fattispecie previste dalla legge: il Delaware Uniform Fraudulent Transfer Act (DUFTA), prevede espressamente il *balance sheet test* quale forma di valutazione dell'insolvenza.⁵³

⁵¹ Cfr. *Francotyp-Postalia AG & Co. v. On Target Technology, Inc.* (Del. Ch. 1998).

⁵² V. *infra*, cap. III, §5, sulla verifica in concreto della situazione patrimoniale attraverso il *balance sheet test* ed il *cash flow test*.

⁵³ Cfr. DUFTA, §1302(a)

Il *balance sheet test*, inoltre, permette di determinare se una società di capitali del Delaware può agire nei confronti dei propri amministratori per aver posto in essere pratiche commerciali vietate.⁵⁴

Poste queste considerazioni, la Corte del Delaware, in merito al caso *Quadrant*, ritenne il *balance sheet test* un parametro di valutazione dello stato di insolvenza ancora idoneo ai fini dell'ammissione di una *derivative suit* da parte dei creditori sociali.

La Corte rigettò quindi la richiesta di *summary judgment* riconoscendo il diritto del creditore di presentare *derivative suit* nei confronti degli amministratori sociali per violazione dei doveri fiduciari.

Da questa importante decisione, la giurisprudenza del Delaware non ritiene onere del creditore dimostrare la continuità dell'insolvenza né l'irreversibilità della stessa.

Affinché possa essere instaurata una *derivative action* nei confronti del *board*, il creditore deve dimostrare lo stato di insolvenza *al momento* della domanda giudiziale e deve mantenere la posizione di creditore della società per tutta la durata della procedura giudiziale.

La Corte del Delaware, dunque, conferma la tendenza dell'ordinamento statunitense verso una maggiore tutela dei creditori sociali al manifestarsi della situazione di crisi dell'impresa. Estendere ai creditori sociali la possibilità di agire nei confronti degli amministratori, aumenta i soggetti nei confronti dei quali i doveri fiduciari sono dovuti ed inoltre diminuisce il rischio di comportamenti collusivi tra il *board* e i soci di controllo.

Alla luce delle considerazioni di diritto svolte dalla Corte, sono necessarie delle puntualizzazioni circa la posizione dei creditori nei confronti delle società di capitali.

⁵⁴ Il Bankruptcy Code prevede espressamente il ricorso al *balance sheet test* per verificare condotte illecite come *improper dividends* e *improperly repurchasing stocks*. Entrambe le condotte comportano responsabilità penale degli amministratori.

Creditor rights e owner control.

Alla luce della decisione della Corte sul caso *Quadrant*, la dottrina statunitense ha iniziato a indagare circa il reale rapporto che intercorre tra la posizione dei creditori e la compagine societaria.

Estendere i doveri fiduciari degli amministratori nei confronti dei creditori, seppur limitatamente allo stato di insolvenza della società, rappresenta un notevole ampliamento della sfera di tutela assicurata alla categoria dei creditori.

La dottrina precedente al caso *Quadrant* sosteneva che i creditori non avessero ingerenza sulle decisioni di gestione dell'attività di impresa. Nonostante venisse riconosciuto un interesse circa l'andamento positivo delle strategie imprenditoriali della società, i creditori non potevano essere considerati in alcun modo *owners* della società. Non venivano dunque riconosciuti loro diritti di controllo, diritti di partecipazione all'assemblea dei soci e non avevano poteri di ingerenza sulle decisioni del *board*, anche nel caso in cui questo tipo di decisioni portasse a delle perdite rilevanti.

Come rilevato in precedenza, la stabilità patrimoniale di una società permetteva un allineamento degli interessi dei creditori e dei soci.⁵⁵

I soci perseguono l'obiettivo di massimizzare il valore della propria partecipazione sociale. L'adozione di politiche imprenditoriali finalizzate a tale massimizzazione rappresentava una garanzia indiretta per la posizione dei creditori: poiché la remunerazione delle partecipazioni sociali è subordinata al soddisfacimento delle posizioni di credito, il creditore di società *in bonis* non necessita di espliciti diritti di *voice* affinché il proprio credito venga soddisfatto.

In questo quadro giuridico, si inseriscono anche le varie tecniche di *drafting contracts* che assicurano una forma minima di controllo per i creditori-istituti finanziari che assicurano alla società capitale di debito.⁵⁶

Storicamente, l'eccessivo inserimento delle forme di autotutela contrattuale è stato ostacolato dalla dottrina e dalla giurisprudenza statunitense. Nel momento in cui il

⁵⁵ Sul punto, v. cap I §2.

⁵⁶ Sui *financial covenants* v. cap. I §4.

creditore ottiene un margine di controllo notevole sulla compagine societaria, tale cioè da influenzare le decisioni degli organi amministrativi e dell'assemblea dei soci pur non partecipandovi, la sua posizione viene equiparata a quella dei soci e potrebbe essere considerato responsabile al pari di questi ultimi.⁵⁷

L'ordinamento giuridico statunitense prevede degli standard di tutela a favore dei creditori, ma al contempo ne evidenzia i limiti oltre i quali gli interessi dei creditori non possono sovrapporsi agli interessi della società nel suo insieme.

Segue. *Rule of Absolute priority.*

Tra gli standard di tutela assicurati ai creditori, la *Rule of Absolute Priority* (APR) riveste un ruolo di primaria importanza circa la sua attitudine e flessibilità nel garantire un bilanciamento tra gli interessi dei creditori e quelli dei soci.

Gli *asset* patrimoniali di una società di capitali vengono definiti come *Enterprise Value* (EV). Al suo interno, l'*Enterprise Value* ricomprende l'*equity value*, che corrisponde al valore di mercato della società inteso come valore complessivo delle azioni o delle quote che formano il patrimonio sociale.

L'*Enterprise Value* di una società può essere calcolato anche al netto delle posizioni di debito che la compagine societaria detiene a qualunque titolo nel suo *asset* patrimoniale. In gergo economico, ci si riferisce al valore complessivo delle posizioni di debito con la definizione di *debt value*.

In ragione della *Absolute Priority*, le posizioni debitorie, nell'*insolvency*, devono essere soddisfatte prima che i soci possano richiedere il soddisfacimento della propria partecipazione sociale, in riferimento all'*equity value*. Questo non significa che i soci non abbiano diritto alla remunerazione della propria partecipazione, ma la loro remunerazione sarà esigibile in via residuale, dopo l'integrale soddisfacimento dei creditori.

Negli Stati Uniti, il fine ultimo della *Bankruptcy Law* è quello di assicurare il soddisfacimento delle pretese creditorie ed evitare che la crisi d'impresa riverberi i

⁵⁷ Sul punto, cfr. *A. Gay Jenson Farms Co. v. Cargill, Inc.*, 309 N.W.2d 285 (Minn. 1981); *Martin v. Peyton*, 246 N.Y. 213, 158 N.E. 77 (1927).

suoi effetti negativi anche al di fuori della compagine societaria, arrecando pregiudizio alla categoria dei creditori che, come noto, non partecipano al rischio di impresa.

L'adozione della *Absolute Priority Rule* da parte dell'ordinamento statunitense è volta a regolare l'ordine di soddisfacimento di una liquidazione giudiziale.⁵⁸ Tale standard di tutela è stato adottato dai principali ordinamenti giuridici capitalistici. La legge fallimentare italiana, nel regolare la procedura di ripartizione della massa attiva fallimentare in seguito alla dichiarazione di fallimento e alla liquidazione giudiziale dei beni facenti capo alla società fallita, indica un ordine di soddisfacimento in cui, similmente al diritto statunitense, le pretese dei soci sono subordinate al residuo della massa attiva, qualora sia presente.⁵⁹

Segue. I limiti alle distribuzioni ai soci.

Un ulteriore istituto a tutela della posizione dei creditori è il limite previsto *ex lege* alle distribuzioni del patrimonio sociale ai soci. La distribuzione degli utili può avvenire su delibera dell'assemblea dopo l'approvazione del bilancio. La legge subordina le remunerazioni delle partecipazioni sociali al controllo finanziario effettuato tramite l'approvazione del bilancio.⁶⁰

Il diritto statunitense, oltre all'approvazione del bilancio, richiede la verifica della reale capienza del patrimonio sociale attraverso il *balance sheet test* affinché i dati contenuti nel bilancio della società siano confermati e abbiano attinenza reale.

Qualora si agisca in difformità a tali regole sulle distribuzioni, e dunque vengano effettuate ripartizioni degli utili, il *board of directors* verrà ritenuto responsabile per non aver correttamente vigilato sulle distribuzioni ed i soci che erano a conoscenza dell'illegalità della retribuzione dovranno indennizzare i soci e i creditori in buona

⁵⁸ Cfr., per tutti, D.G. BAIRD-D.S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, in 115 *Yale L.J.*, 2006, p. 1930 ss.

⁵⁹ L'art. 111 l. fall. indica l'ordine di distribuzione delle somme disponibili in seguito alla liquidazione fallimentare, sotto la supervisione del curatore.

⁶⁰ L'art. 2433 c.c. disciplina la distribuzione degli utili ai soci. Tale regola è presente anche nel diritto statunitense, MBCA §6.40

fede che non erano a conoscenza dell'intento doloso di assicurarsi un vantaggio sulle distribuzioni del capitale sociale.

In prossimità dello stato di insolvenza, le distribuzioni degli utili ai soci possono essere rese inefficaci rispetto alla massa dei creditori sociali attraverso il riconoscimento del *fraudolent transfer* ovvero, in diritto interno, con la revocatoria fallimentare ex art. 67 l. fall.

Segue. Fraudulent Transfer Law.

Nel diritto statunitense, un'ulteriore legge a tutela del creditore è rappresentata dallo *Uniform Fraudulent Transfer Act (UFTA)*, in cui viene positivamente regolata la tutela dei creditori nei confronti degli atti di disposizione del debitore nel momento in cui quest'ultimo non dispone di un patrimonio capiente per far fronte alle obbligazioni assunte ovvero si trova in stato di insolvenza. La tutela dell'*UFTA* si attiva dal momento in cui l'atto di disposizione avviene a titolo gratuito ovvero ad un prezzo eccessivamente inferiore al reale valore di mercato del bene oggetto di disposizione. La dottrina statunitense, al riguardo, assume il parametro di valutazione del *reasonably equivalent value (REV)*.

La legge in esame si applica a tutti i debitori (anche ai debitori persone fisiche) e la tutela offerta va a vantaggio di tutti i creditori attuali al momento della disposizione e, a certe condizioni, di quelli futuri.⁶¹

Il diritto statunitense prevede un vero e proprio diritto di sequela per il creditore nei confronti del bene oggetto di disposizione fraudolenta. È necessario che il creditore dimostri che il trasferimento non superi il REV-test e che il debitore si trovi in stato di insolvenza ovvero sia in prossimità di esso (*zone of insolvency*).

Il *Bankruptcy Code* presenta una normativa simile a quella dell'*UFTA*, ma senza la distinzione esplicita tra creditori presenti e futuri.⁶²

⁶¹ Sul punto, cfr. *UFTA* 4 "Transfers Fraudulent as to Present and Future Creditors."

⁶² Cfr. *Bankruptcy Code* §548. "(a)(1)The trustee may avoid any transfer (including any transfer to or for the benefit of an insider under an employment contract) of an interest of the debtor in property, or any obligation (including any obligation to or for the benefit of an insider under an

La giurisprudenza statunitense ha risolto la questione circa l'applicabilità della legge federale anche ai casi disciplinati dalla legge statale. La definizione di creditore e debitore contenuta nel Bankruptcy Code può essere utilizzata anche dalle Corti statali nel momento in cui vi sono i presupposti della *bankruptcy*. Al di fuori di questi casi, con applicazione residuale, sarà la legge statale a definire l'illegittimità del trasferimento.

Nel caso Quadrant, la Corte si è pronunciata circa l'applicazione del *Delaware Uniform Fraudulent Transfer Act (DUFTA)*. La società Quadrant contestava ad Athilon il trasferimento di azioni soggette a patto di riacquisto da parte di Athilon stessa, una volta superata la situazione finanziaria avversa.

Sul punto, la Corte ha stabilito che i presupposti del *fraudulent act* si rinvergono nello stato di insolvenza conseguente il negozio giuridico dispositivo.⁶³ Nel caso Quadrant, l'opzione di riacquisto è stata esercitata in un momento in cui, come confermato dal *balance sheet test*, la società non versava in stato di insolvenza.

La Corte, inoltre, ha rilevato come anche l'esercizio dell'opzione di riacquisto non presentasse i presupposti per la dichiarazione di *intentional fraudulent transfer*.

L'art. 1304 del DUFTA, in merito, afferma che un negozio giuridico di disposizione può essere dichiarato *fraudulent* nel momento in cui la disposizione viene effettuata con l'intento di ostacolare, ritardare o danneggiare in altro modo la posizione del creditore presente o futuro della società.

Il requisito dell'intenzionalità, secondo la giurisprudenza del Delaware, si rinviene nella consapevolezza del soggetto delle conseguenze del proprio atto di disposizione.⁶⁴

Nel caso in esame, la Corte non ha rinvenuto la violazione degli standard di tutela assicurati dal DUFTA.

employment contract) incurred by the debtor, that was made or incurred on or within 2 years before the date of the filing of the petition, if the debtor voluntarily or involuntarily”

⁶³ Sul punto, *Del. Code Ann. Tit. 6, §1305 (a)-(b)*.

⁶⁴ Il legislatore del Delaware, all'art. 1304(b) ha disciplinato una serie di comportamenti tipici per i quali vi è una presunzione di intenzionalità. In tali casi, è onere del debitore fornire prova contraria della buona fede della disposizione.

Il *Bankruptcy Code*, oltre alla previsione della possibilità di dichiarare inefficace un atto di disposizione in linea con la normativa dell'UFTA, disciplina un'autonomia esercitabile dopo la dichiarazione giudiziale di *bankruptcy*. Ogni pagamento di debito effettuato dalla società nei confronti dei propri creditori sociali, può essere recuperato nella massa attiva fallimentare entro 90 giorni dall'atto di disposizione. Questa tipologia di tutela, si discosta dal *fraudulent transfer*, poiché è volta ad assicurare la *par condicio creditorum* piuttosto che la sequela di un atto di disposizione in frode alla categoria dei creditori stessi. Infatti, sotto questo punto di vista, sarà revocabile il pagamento effettuato nei confronti di un creditore e non un atto di disposizione verso terzi.

Segue. Il rimedio dell'*Equitable Subordination*.

Un ulteriore rimedio di creazione dell'*equity*, a tutela dei creditori sociali, è rappresentato dall'*equitable subordination*.

Nel caso in cui un socio effettui un prestito nei confronti della società di appartenenza in un momento di sottocapitalizzazione di quest'ultima, la corte potrebbe rinvenire il dolo del socio nell'effettuare il prestito e subordinare il pagamento del suo credito a quello degli altri creditori.

La *ratio* dell'istituto è facilmente intuibile: il socio ha diritto alla remunerazione della propria quota di partecipazione al capitale sociale. Se avveduto, potrebbe avere il sentore della crisi di impresa prima che questa si verifichi. Diventando creditore della società, il suo diritto di credito, per le ragioni già esposte, sarà soddisfatto attingendo al patrimonio sociale prima che possa essere deliberata la liquidazione del patrimonio a favore delle partecipazioni sociali dei soci. Tale atto risulta dunque essere posto in essere con finalità elusive della *par condicio creditorum*.

La disciplina in esame non si applica alle forme di finanziamento che la dottrina statunitense ha definito *debtor-in-possession (DIP)*. Tali forme di finanziamento sono quelle erogate in costanza di insolvenza e dopo la dichiarazione di *bankruptcy*.

Tali crediti, al pari della disciplina dei crediti prededucibili della legge fallimentare italiana ex art. 111, co. 2, saranno da soddisfare con ordine di preferenza rispetto a tutti i crediti anteriori.

La soluzione accolta nell'ordinamento italiano, invece, riconduce l'istituto in esame alla subordinazione legale. In presenza dei presupposti *ex lege*, il credito del socio retrocede al rango di subordinato per effetto della legge, indipendentemente dalla sua natura chirografaria o dalla presenza di causa legittime di prelazione.

La dottrina italiana ha interpretato la retrocessione del rango del credito come una compensazione dell'asimmetria informativa che sussiste tra i soci e i creditori sociali.⁶⁵

Tuttavia, è necessario sottolineare come l'istituto in esame, nell'ordinamento italiano, non necessiti di alcuna indagine circa la condizione psicologica con cui il terzo finanziatore si pone nei confronti della società che richiede il finanziamento.

La postergazione del rango del credito opera direttamente sulla cd. quota di valore relativo o concorsuale, in relazione "all'accentuata marginalizzazione del ruolo ricoperto dai creditori subordinati nella *governance* della procedura collettiva".⁶⁶

Segue. La tecnica del superamento della personalità giuridica (*Piercing the Corporate Veil*).

L'ordinamento statunitense ammette l'adozione della tecnica di tutela del *piercing the Corporate Veil*. Attraverso tale tecnica di tutela, l'ordinamento giuridico riesce a riparare all'abuso della personalità giuridica da parte dei soci di società di capitali. In ragione dell'applicazione della PCV, i debiti di una società insolvente possono essere imputati direttamente ai soci della compagine societaria, in deroga alla regola della responsabilità limitata.

⁶⁵ Cfr. il contributo di D. VATTERMOLI, *La subordinazione equitativa (equitable subordination)*, in Riv. Soc. 2009, p. 1390.

⁶⁶ Cfr. D. VATTERMOLI, *Subordinazione legale ex art. 2467 c.c. e concordato preventivo*, in *Dir. banc. Merc. Fin.*, 2009, I, 272 ss.

Tale tecnica di tutela si può applicare quando vi è un'identità di interessi fra la compagine societaria e il socio ovvero il rispetto della regola della responsabilità limitata venga qualificata come abuso di diritto, con conseguenze fraudolenti o caratterizzate da una dolosa volontà di arrecare pregiudizio alla posizione giuridica del creditore.⁶⁷

Affinché un creditore possa richiedere tutela giudiziale attraverso la PCV, è necessario che dimostri l'identità degli interessi fra la società e il socio. In altre parole, il creditore ha il difficile onere processuale di dimostrare che il socio e la società abbiano agito di comune interesse, alla stregua di "soci" con pari diritti e doveri nei confronti del risultato dell'affare. La dottrina statunitense sostiene che in tal caso società e socio abbiano agito formando una *partnership* di fatto, per la quale non può sussistere il regime di responsabilità limitata. In alternativa, il creditore potrebbe tentare di dimostrare che la società abbia agito da agente per gli interessi del socio o dei soci e che il business dell'impresa descritto nell'oggetto sociale sia un mero business di facciata, nascondendo il fatto che l'intera attività di impresa sia a vantaggio dell'interesse di un singolo socio.⁶⁸

Come è facile intuire, la tecnica di tutela rappresentata dalla PCV risulta di difficile applicazione pratica, nonostante la dottrina ne abbia enucleato gli estremi teorici. Al giorno d'oggi, gli ordinamenti giuridici ammettono la possibilità dell'esercizio di attività di impresa attraverso le società a responsabilità limitata a socio unico. In tali casi, sarebbe difficile ipotizzare una distinzione di interessi tra la società e l'unico quotista. Ammettere l'applicazione della PCV in tali casi equivarrebbe a svuotare di significato l'istituto in questione.

In ogni caso, la PCV, a differenza del *fraudulent transfer*, non necessita di un atto di disposizione affinché possa essere richiesta la tutela.

⁶⁷ Sul punto, la posizione giuridica del creditore deve subire in pregiudizio ben più grave del semplice mancato pagamento del credito. In diritto statunitense, la Corte si pronunciò a favore della PCV nel noto caso *Sea-Land Services, Inc. v. Pepper Source*, 941 F.2d 519, 1992 A.M.C. 1520 (7th Cir. 1991). In diritto interno, v. anche la posizione di M. DE NADAI, *Il "piercing the corporate veil" ed il "controllo di fatto"*, Padova, 2015.

⁶⁸ Sul punto, non si può non menzionare la difficile ricostruzione processuale del caso *Walkovszky v. Carlton*, 18 N.Y.2d 414, 276 N.Y.S.2d 585, 223 N.E.2d 6 (1966).

Segue. La figura del *Receiver*.

Un ulteriore standard di tutela del creditore è rappresentato dalla possibilità di richiedere la nomina giudiziale di un *official receiver*. Tale richiesta può essere presentata dal creditore o da un socio nel momento in cui la società versa in stato di insolvenza conclamata. Nello Stato del Delaware, la domanda giudiziale può essere presentata alla *Chancery Court* ai sensi del DGCL §291.⁶⁹

La medesima tutela, a livello normativo, soggiace alle previsioni del MBCA, grazie al quale un socio può richiedere la nomina di un soggetto incaricato dalla Corte affinché gestisca l'attività di impresa a tutela del patrimonio sociale e dei creditori. LA previsione in esame fa riferimento a una situazione in cui gli amministratori stanno agendo in frode agli interessi della compagine societaria o vi sia un grave pregiudizio ai danni della società.

Come esposto in precedenza, il rimedio della nomina di un *receiver* da parte della Corte ha carattere eventuale. La dottrina statunitense ha più volte affermato come l'istituto debba essere utilizzato come *extrema ratio*, in virtù del più ampio principio del *laissez faire* economico che permea l'iniziativa imprenditoriale americana. La giurisprudenza del Delaware ha accolto tale orientamento, riconoscendo la tutela fornita dall'istituto in esame solamente nel caso in cui venga dimostrata l'impossibilità di ripresa economica e finanziaria della società.⁷⁰

Il requisito dell'*irretrievable insolvency*, dunque, è presupposto oggettivo per la nomina del *receiver*.

⁶⁹ Il testo normativo prevede “*Whenever a corporation shall be insolvent, the Court of Chancery, on the application of any creditor or stockholder thereof, may, at any time, appoint 1 or more persons to be receivers of and for the corporation, to take charge of its assets, estate, effects, business and affairs, and to collect the outstanding debts, claims, and property due and belonging to the corporation, with power to prosecute and defend, in the name of the corporation or otherwise, all claims or suits, to appoint an agent or agents under them, and to do all other acts which might be done by the corporation and which may be necessary or proper. The powers of the receivers shall be such and shall continue so long as the Court shall deem necessary.*”

⁷⁰ Cfr. *Prod. Res. 863 A.2d*

Segue. *Good Faith e Fair Dealing*.

Il rapporto creditorio sorge in ragione del contratto, fonte giuridica della tutela prestata dall'ordinamento al creditore. Quest'ultimo, in sede di stipulazione del contratto, può negoziare l'inserimento di clausole che rendano più agevole il soddisfacimento della propria pretesa creditoria. I creditori che appartengono alla categoria degli istituti finanziaria, come noto, di norma ricorrono all'utilizzo dei *financial covenants* per ottenere dei poteri di ingerenza sull'andamento dell'attività d'impresa.⁷¹

Tuttavia, le prospettive di eventi futuri regolate attraverso il contratto, si scontrano inevitabilmente con l'incertezza del mercato.

I creditori sociali, in relazione ad eventi futuri e incerti che potrebbero intaccare gli *asset* societari, sono tutelati dallo standard della buona fede e del corretto agire economico. Secondo la dottrina statunitense, tali standard di comportamento si applicano ad ogni contratto e devono essere rispettati dalle parti del rapporto obbligatorio.

La dottrina, col tempo, ha desunto la presenza di tali standard in ogni contratto che regola un rapporto di credito in capo a una società di capitali, affermandone la natura di *implied covenants*.

Nel caso *Quadrant*, la Corte adotta esplicitamente l'orientamento in esame, affermando che ogni contratto contiene una clausola implicita in ragione di cui entrambe le parti di un rapporto obbligatorio devono regolare le proprie azioni in modo da non compromettere o recare pregiudizio ai diritti dell'altra parte.

Nell'esprimersi a riguardo del carattere implicito della buona fede e del corretto agire economico, la Corte precisa che, in ogni caso, la tutela offerta dall'*implied covenant* non viene rimessa alla libera interpretazione delle parti né a quella del giudice.

⁷¹ Sul punto, v. *supra*, cap. I §3.

Dal modo in cui vengono negoziate le clausole al suo interno e dall'oggetto del contratto stesso, gli standard di tutela in esame possono essere interpretate in modo diverso.⁷²

Gli standard del *good faith* e del *fair dealing*, possono essere trovare applicazione pratica nella tutela offerta dal *fraudulent transfer*. Nel caso *Quadrant*, la Corte del Delaware ha esteso i limiti del *fraudulent transfer* rigettando la richiesta dell'attore circa la natura fraudolenta dell'emissione dello stock di azioni che prevedeva il successivo riacquisto da parte della società.

Come analizzato in precedenza, la Corte non ha rinvenuto l'intento di ostacolare, ritardare o danneggiare in altro modo la posizione del creditore. Il semplice fatto che una decisione imprenditoriale vada contro la generica preferenza del creditore ad una maggiore capienza del patrimonio sociale, non può costituire presupposto per rinvenire una violazione del canone di *good faith* e del *fair dealing*.

Una decisione in senso contrario avrebbe costituito senza dubbio un grave pregiudizio alla libertà dell'agire economico. Da un punto di vista teorico, infatti, ogni decisione imprenditoriale che preveda l'investimento di denaro potrebbe comportare la diminuzione della garanzia patrimoniale della società. Un'interpretazione eccessivamente estensiva a favore dei creditori non permetterebbe lo sviluppo a lungo termine delle politiche imprenditoriali maggiormente rischiose.

⁷² Nel caso *Quadrant*, la Corte si attiene all'orientamento giurisprudenziale emerso dai precedenti *Dalton v. Educational Testing Service*, 87 N.Y.2d 384, 389, 639 N.Y.S.2d 977, 663 N.E.2d 289 (1995) (quoting *Kirke La Shelle Co. v. Paul Armstrong Co.*, 263 N.Y. 79, 87, 188 N.E. 163 (1933)).

Più recentemente, sull'interpretazione generale del contratto e dell'implied covenant, 511 *West 232nd Owners Corp. v. Jennifer Realty Co.*, 98 N.Y.2d 144, 153, 746 N.Y.S.2d 131, 773 N.E.2d 496 (2002).

CAPITOLO III

Profili generali della gestione dell'*insolvency* nel diritto statunitense.

Il percorso d'indagine fin qui tracciato, ha permesso di delineare la ricostruzione delle considerazioni di diritto poste dalle Corti del Delaware sul caso *Quadrant*.

Muovendo dagli standard di tutela dei creditori, che, come visto, si rafforzano in presenza dei primi sintomi dello stato di insolvenza, la Corte ha enucleato i requisiti positivi della *derivative suit* che, in costanza di stato di insolvenza, può essere esperita dai creditori sociali.

Tale orientamento della Corte si pone nel più ampio quadro generale del dovere degli amministratori di prevenzione e gestione dello stato di insolvenza. Riconosciuti questi doveri in capo all'organo di gestione, occorre considerare anche il dovere di tener conto degli interessi dei creditori sociali, che emerge in costanza di difficoltà del patrimonio sociale a far fronte alle obbligazioni assunte.

La giurisprudenza del Delaware ha di fatto riconosciuto un preciso dovere di tener conto degli interessi dei creditori a carico degli amministratori di società di capitali, rendendo così più agevole la protezione della posizione dei creditori da possibili comportamenti opportunistici tenuti da amministratori e soci in prossimità della crisi.¹

Da quanto esposto in precedenza, emerge come la Corte del Delaware, seguendo il filone giurisprudenziale precedente (su tutti, il caso *Credit Lyonnais* e il caso *Gheewalla*), non riconosca un obbligo in capo agli amministratori di prevenire ed evitare lo sfociare di una situazione finanziaria instabile in stato di insolvenza, poiché un tale obbligo sarebbe eccessivamente gravoso per la posizione del *board* all'interno della compagine societaria. L'andamento economico è incerto per natura: in virtù di tali considerazioni, non è possibile imporre un obbligo giuridico di gestione imprenditoriale tale da esigere in ogni tempo una situazione patrimoniale priva di indebitamento. Come rilevato in precedenza, una leva finanziaria che

¹ V. *supra*, Cap. I §2.

comporta l'indebitamento della società di capitali è strumentale all'adozione di nuove politiche imprenditoriali.

La Corte del Delaware ha identificato nella crisi d'impresa il momento in cui sorgono i doveri degli amministratori *anche* nei confronti dei creditori, oltre che nei confronti dei soci. Per prevenire la crisi d'impresa, il corretto agire degli amministratori deve ricomprendere gli interessi dei creditori in un momento che precede la fase di insolvenza, in cui tali interessi non risultino ancora pregiudicati.

Il principio enucleato dalla dottrina di *common law* pone le sue fondamenta nei doveri fiduciari degli amministratori di società di capitali nei confronti dei creditori sociali. In relazione ai creditori, tuttavia, tali doveri fiduciari non possono essere enucleati come categorie immanenti e invariabili, in quanto il loro contenuto non necessariamente coincide con gli interessi della categoria dei soci.

Tuttavia, nel momento in cui la crisi d'impresa sposterà il baricentro della distribuzione del rischio economico sulla categoria dei creditori, gli amministratori dovranno tener conto degli interessi di questa categoria, poiché la regola della responsabilità limitata farà sì che il rischio d'impresa si riverberi principalmente sui creditori.²

Come già analizzato, al verificarsi dello stato di insolvenza, i soci perdono la qualifica di *residual claimants* e saranno i creditori ad essere considerati annessi a tale categoria. La continuazione dell'attività d'impresa in stato di crisi costituirebbe così un pericolo per la soddisfazione dei creditori sul patrimonio sociale.

La decisione della Corte del Delaware, dunque, si colloca nel filone giurisprudenziale che identifica la presenza di precisi doveri fiduciari degli amministratori anche nei confronti dei creditori, al manifestarsi dei primi sintomi della crisi d'impresa. L'analisi di dottrina e giurisprudenza si è sforzata di identificare il momento in cui sorgono tali doveri.

² Cfr. R. GRANTHAM, *The Judicial Extension of Directors' Duties to Creditors*, in *Journal of Business Law*, 1991, pp. 14 e 16, secondo cui l'interesse sociale, che funge da parametro di valutazione dell'operato degli amministratori, subisce una modifica del suo contenuto in relazione alla crisi d'impresa.

Ripercorrere in breve il percorso giurisprudenziale svolto dalle Corti è la finalità di questo capitolo, con particolare riguardo alle teorie enucleate dalla dottrina per dare carattere reale alla tutela dei creditori.

Le considerazioni fin qui svolte, permettono di ricostruire l'orientamento dottrinale prevalente nella giurisprudenza del Delaware.

Sul punto, le azioni contro gli amministratori di società di capitali per violazione dei doveri fiduciari vengono spesso presentate in pendenza di un giudizio di *bankruptcy*.

La tutela fornita dalla *derivative suit* per i creditori sociali, tuttavia, nell'ordinamento statunitense viene rimessa alle Corti dei singoli stati, i quali dirimeranno la controversia secondo la propria legge statale ed in relazione all'orientamento giurisprudenziale prevalente sui doveri fiduciari tenuti dagli amministratori nei confronti della società di capitali. I casi di *bankruptcy*, invece, sono disciplinati dalla legge federale e sottoposti alla giurisdizione delle Corti federali.

L'orientamento delle corti federali, sul punto, tende ad attrarre a sé le liti contro gli amministratori di società di capitali nei casi in cui tali azioni siano state esperite in seguito alla dichiarazione di *bankruptcy*. La dottrina federale statunitense, a partire dal caso *Stern v. Marshall*, sostiene la tesi per cui le azioni giudiziali contro gli amministratori e i sindaci di società di capitali appartengano alla giurisdizione delle *bankruptcy courts*.

La ragione dell'elevato grado di attrattività delle *litigations* è semplice: le domande giudiziali che richiedono tutela avverso comportamenti lesivi dei doveri fiduciari degli amministratori vengono iniziate dai creditori nel momento in cui lo stato di insolvenza comporta la dichiarazione di *bankruptcy*. Da tale dichiarazione giudiziale si desume il fallimento delle strategie di business della società autorizzate e messe in atto dall'organo direttivo.

Più in generale, il *Bankruptcy Code* riconosce al *trustee* eventualmente nominato ai sensi del Chapter 11 o del Chapter 7 il diritto di esercitare l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, senza dover fare riferimento ai complessi orientamenti circa l'ammissibilità della *derivative suit* esperita da parte di un creditore.³

³ V. *supra*, Cap. II, §2.

La Corte federale stessa investita dei poteri giurisdizionali in merito alla dichiarazione di *bankruptcy* può accogliere la domanda giudiziale presentata in seguito a tale dichiarazione.⁴

In forza di tali principi, nella pratica giudiziale si rinvencono molti più casi di *litigation* contro gli amministratori per violazione dei doveri fiduciari iniziati a seguito di dichiarazione di *bankruptcy* rispetto alle azioni giudiziarie intentate dai creditori dinnanzi alle Corti statali. Cionondimeno, è grazie alle osservazioni della giurisprudenza statale che la tutela dei creditori *in the vicinity of the insolvency* è stata introdotta quale elemento sostanziale a difesa della posizione soggettiva di credito nei confronti delle società di capitali.

Sul punto, ai fini di questa analisi, pare opportuno ricostruire la formazione progressiva dei doveri fiduciari degli amministratori nella giurisprudenza della Corte del Delaware e determinare i principi giuridici utilizzati dalla Corte nel corso del tempo fino ad arrivare alla tutela specifica delle posizioni dei creditori all'interno del diritto societario della crisi.

⁴ Tale orientamento è stato accolto in giurisprudenza a partire dal caso *In re Cooper Commons LLC*, 512 F.3d 533, 535-36 (9th Cir. 2008).

1. La giurisprudenza statunitense delle Corti del Delaware: *director's duties to creditors in the vicinity of the insolvency.*

La svolta giurisprudenziale in merito alla tutela offerta dalla *derivative suit* a vantaggio dei creditori sociali per la violazione dei doveri fiduciari nei loro confronti, è caratterizzata da una costante evoluzione degli standard di tutela a favore dei creditori che negli ultimi anni ha avuto luogo nelle Corti del Delaware.

La necessità di offrire una tutela sostanziale alla categoria dei creditori sociali è emersa in seguito all'impossibilità, per questi ultimi, di azionare un meccanismo giurisprudenziale contro le politiche imprenditoriali avallate dalla società che comportavano l'insolvenza del patrimonio sociale e di conseguenza un pregiudizio diretto al soddisfacimento del proprio diritto di credito.

Lo sviluppo giurisprudenziale ebbe luogo a partire dal *leading case Credit Lyonnais*, in cui la Chancery Court del Delaware riconobbe i doveri fiduciari a favore dei creditori sociali nel momento in cui la società di capitali entrava nella cd. *zone of insolvency*.

Come verrà discusso in seguito, i concetti della *zone of insolvency* e dei doveri fiduciari nei confronti dei creditori subiranno un costante ridimensionamento in seguito alla necessità di un bilanciamento tra gli interessi dei creditori al soddisfacimento del proprio credito e quelli dei soci alla continuazione dell'attività di impresa.

Nel quadro giurisprudenziale del Delaware, inoltre, fino al 2006, era stata accolta con crescente entusiasmo la teoria della *deepening insolvency*, fino a subire una sostanziale disapplicazione a partire dal caso *Trenwick*.⁵

La Corte del Delaware, dunque, si è confermata banco di prova pratico delle teorie dottrinali emergenti nel diritto societario e fallimentare statunitense, circa la tutela effettiva che i creditori sociali meritano all'interno di una situazione di crisi.

L'analisi del percorso giurisprudenziale deve necessariamente partire dai doveri fiduciari degli amministratori (*duties of directors*) nei confronti della compagine societaria nel suo insieme, prima di definire le differenze rispetto agli stessi doveri

⁵ Sulla *deepening insolvency* e il suo ridimensionamento, v. *infra*. §4

che scatteranno al verificarsi dei primi sintomi di una situazione di crisi (*vicinity of insolvency*).

Segue. Dei doveri fiduciari degli amministratori in generale.

I doveri fiduciari degli amministratori trovano il loro fondamento teorico nella *trust law* statunitense: tale legge imponeva dei doveri fiduciari nei confronti di chi aveva la gestione dei beni posti sotto trust a vantaggio del beneficiario di tale istituto giuridico.⁶

Allo stesso modo, gli amministratori di società di capitali devono assumere decisioni imprenditoriali nel rispetto dei doveri fiduciari che hanno nei confronti dei soci.

Come stabilito dalla legge statale del Delaware, gli amministratori e i sindaci di società di capitali *in bonis* devono rispettare tali doveri fiduciari nei confronti dei soli soci.⁷ Tali doveri possono essere estesi anche ad altre categorie di *stakeholders* interni alla società attraverso una regolamentazione statutaria.

A livello normativo, si rinvengono tre tipologie di doveri fiduciari che gli amministratori devono osservare nei confronti della compagine societaria: *duties of loyalty, care and good faith*. Viene tuttavia prevista la possibilità per l'organo amministrativo di giustificare le proprie decisioni operative potenzialmente contrarie a tali doveri fiduciari attraverso la *business judgment rule*.

Come verrà esposto nel seguito della trattazione, la *business judgment rule* potrà essere operata a favore dell'amministratore di società di capitali qualora quest'ultimo dimostri di aver agito in buona fede e in assenza di potenziali conflitti di interessi.

L'analisi dei doveri fiduciari dei *directors* nell'esperienza statunitense, partirà dalla figura fiduciaria più importante: il *duty of care*. In virtù di tale dovere fiduciario,

⁶ Sul punto, cfr. *Guth v. Loft, Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).

⁷ Cfr. *Section F, Part II* del *Delaware General Corporation Law*.

L'amministratore di società di capitale nel gestire gli affari della compagine societaria deve agire con la diligenza che adotterebbe una persona avveduta e prudente.⁸

Tale dovere sorge in due possibili scenari: il primo di questi, concerne l'adozione di decisioni imprenditoriali che comportino l'assunzione di obbligazioni a qualunque titolo da parte della società. La prudenza richiesta dall'ordinamento statunitense in relazione a questa ipotesi è giustificata dal pregiudizio potenziale che l'assunzione di nuovi debiti potrebbe comportare. Come analizzato in precedenza, il diritto alla remunerazione della partecipazione dei soci fa riferimento alla struttura del capitale di *equity* ed è subordinato al pagamento delle prestazioni debitorie della società di capitale. Variare il *ratio debt-equity* impedisce, nel breve periodo, la remunerazione delle partecipazioni sociali, nonostante sia da queste politiche imprenditoriali che dipenda il maggior valore degli *asset* societari e, di conseguenza, il maggior valore della partecipazione sociale.

Il secondo scenario in cui il *duty of care* ha trovato applicazione pratica, concerne il dovere degli amministratori di supervisionare (dovere di monitoraggio) l'operato dei dipendenti della compagine societaria, ove presenti.⁹

La responsabilità degli amministratori per la violazione di tale dovere fiduciario si rinviene nel momento in cui il *board of directors* non abbia adottato un sistema o standard di controlli idonei alla prevenzione dei possibili conflitti interni alla società ovvero, in presenza di tali sistemi di controllo, sia venuto meno alla prevenzione dei conflitti non avendo prestato sufficiente attenzione ai dati in suo possesso.¹⁰

Il dovere di *loyalty* impedisce invece al singolo amministratore di adottare decisioni operative che possano comportare un vantaggio personale ovvero diminuire le

⁸ La Corte del Delaware identificò tale dovere nel caso *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125, 130 (Del. 1963).

⁹ Sul punto, cfr. *Caremark Int'l Inc. Derivative Litig.*, 698 A.2d 959, 970 (Del. Ch. 1996).

¹⁰ Per l'introduzione del *duty of care* nel quadro corporativo di una società di capitali, si veda *Balotti & Finkelstein's Del. L. of Corp. & Bus. Org.* Ch. 4, §§ 4.14 to 4.21 (2008).

opportunità della società di capitali.¹¹ La violazione di tale dovere può essere desunta anche dalla semplice detenzione, da parte dell'amministratore, di strumenti finanziari in potenziale conflitto con l'interesse della società.¹²

Tradizionalmente, la giurisprudenza della Corte del Delaware fa riferimento al *duty of Good Faith* quale terzo dovere fiduciario generalmente riconosciuto in capo agli amministratori sociali. Recentemente, la Corte ha chiarificato che il dovere in esame non può essere specificato in autonome tipologie di comportamento che possono essere positivamente classificate, come nel caso del *duty of care* e del *duty of loyalty*. La Corte ha dunque accolto l'interpretazione della dottrina maggioritaria che riteneva il dovere di agire in buona fede una chiave di lettura dei due precedenti doveri fiduciari. L'adozione di tale parametro di valutazione del dovere in questione comporta che gli amministratori di società di capitali debbano assumere le decisioni imprenditoriali nel rispetto di un dovere di agire in buona fede che deve caratterizzare ogni adozione del *board*, non solo dunque nei casi pratici ove sorgono i *duties of care and loyalty*.

La buona fede nella gestione societaria viene dunque interpretata dalla Corte del Delaware come un parametro di valutazione delle azioni del *board* che si riferisce al benessere della compagine societaria nel suo insieme, e non alla singola delibera collegiale.

Segue. Della *Business Judgment Rule*.

Una volta enucleati i doveri fiduciari degli amministratori, non resta che analizzare gli aspetti che potrebbero porre un limite alla discrezionalità di soggetti terzi alla

¹¹ Sul punto, emblematica è la pronuncia della Corte del Delaware nel caso *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 91921, 46 A.L.R.4th 821 (Del. 1985) (overruled by *Gantler v. Stephens*, 965 A.2d 695 (Del. 2009).

¹² La Corte si pronunciò in tal senso nel caso *Healthco Int'l, Inc.*, 208 B.R. 288, 302 (*Bankr. D. Mass.* 1997).

direzione delle società di capitali sulle decisioni imprenditoriali assunte: la cd. *business judgment rule*.

La Corte del Delaware ha introdotto attraverso un lungo percorso giurisprudenziale l'istituto in esame.¹³

Affinché gli amministratori possano essere ritenuti realmente indipendenti rispetto agli altri organi sociali ed esercitare al meglio le proprie funzioni, la giurisprudenza del Delaware ha ritenuto necessario introdurre una serie di limiti alla sindacabilità giudiziale delle decisioni imprenditoriali assunte dal *board*.

La premessa è quella di una presunzione giuridica sullo stato di indipendenza degli amministratori di società di capitali. Le decisioni assunte dal *board* non possono essere sindacate in sede processuale se l'amministratore ha agito in buona fede ed abbia rispettato le forme di diligenza richieste dalla legge.

Secondo la giurisprudenza del Delaware, si deve ormai ritenere consolidato il principio per cui, in assenza di comportamenti collusivi che dimostrino la volontà di porre in essere pratiche commerciali per un vantaggio personale ovvero che comportino un pregiudizio voluto alla compagine societaria, un amministratore di società di capitali non può essere ritenuto responsabile nei confronti della società per le perdite subite in seguito a una o più decisioni imprenditoriali direttamente adottate o comunque autorizzate, nel momento in cui l'adozione o l'autorizzazione siano avvenute in buona fede.

Tale istituto può essere opposto in sede giudiziale da parte degli amministratori agli attori che lamentano la violazione di uno dei doveri fiduciari in precedenza analizzati. La giurisprudenza del Delaware prevede che in questo caso l'onere della prova di dimostrare di avere agito secondo i canoni della buona fede e della

¹³ Cfr. sul punto, le decisioni della Corte più importanti: *Brazen v. Bell Atl. Corp.*, 695 A.2d 43, 49 (Del. 1997); *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984), overruled by *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

correttezza nella gestione dell'attività di impresa, ricada sugli amministratori in giudizio.¹⁴

Attraverso lo sviluppo della casistica giurisprudenziale, le Corti del Delaware hanno intensificato il controllo sull'utilizzo dell'istituto in esame, arrivando a chiarire che la natura dell'interesse dell'amministratore sotteso alla conclusione di un determinato affare deve comportare un reale beneficio personale, un pregiudizio grave alla società e vi deve essere l'intenzionalità di approfittarsi della possibilità di guadagno. Non basta dunque contestare un generico interesse potenziale (come ad esempio il possesso di strumenti finanziari che assicurino una maggiore remunerazione in seguito all'affare).¹⁵

Sul punto, non si può non sottolineare lo sviluppo di uno standard di valutazione differente tra le Corti del Delaware e quelle federali circa la sufficienza delle prove presentate nella domanda giudiziale strumentale al giudizio contro gli amministratori.

Sulla scorta dei fatti attorei indicati a sostegno della propria pretesa, le Corti devono decidere a riguardo della *dismissal ruling* ed eventuale rigettare la richiesta giudiziale.¹⁶

Le Corti del Delaware ritengono che l'onere della prova si possa ritenere soddisfatto solo quando l'attore dimostri con fatti inequivocabili che la decisione imprenditoriale contestata non sia il risultato di un *business judgment*.¹⁷

Le Corti federali, al contrario, ritengono che l'onere della prova a carico dell'attore consista in una indicazione dei fatti a sostegno della propria tesi che non devono avere necessariamente il carattere dell'assolutezza circa le doglianze sollevate nella domanda giudiziale. A livello federale è stato esplicitato che se oltre ai fatti allegati alla domanda giudiziale fosse necessaria l'acquisizione di ulteriori fatti a sostegno

¹⁴ Sul punto, vi è stata una parte della giurisprudenza del Delaware che ha discutibilmente sostenuto la possibilità di assolvere l'onere in questione attraverso prove indirette o presunzioni. Cfr. *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, 559 A.2d 1261, 1279 (Del. 1989).

¹⁵ Sul punto, la giurisprudenza del Delaware si è espressa nei casi *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156, 1169 (Del. 1995); *Pogostin v. Rice*, 480 A.2d 619, 624 (Del. 1984), overruled by *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

¹⁶ Così come analizzato nel Cap. 2, dove la Chancery Court del Delaware si è pronunciata circa la richiesta di *dismissal ruling* da parte di Athilon. V. *supra*, Cap. 2, §1

¹⁷ Così come affermato nel caso *Tower Air, Inc.*, 416 F.3d 229, 234 (3d Cir. 2005).

della pretesa attorea per chiarire o risolvere delle contestazioni sollevate già in fase di richiesta di *dismissal ruling*, le parti hanno la possibilità di integrare il materiale probatorio nelle ulteriori fasi del procedimento civile, così come disciplinato dalla legge federale.¹⁸

La giurisprudenza federale statunitense ha preso atto dell'orientamento consolidatosi nelle Corti del Delaware, specificando che, in ogni caso, gli standard del Delaware sull'ammissibilità della domanda giudiziale non hanno applicazione nei casi federali.

Ciò non significa che per un attore è più facile instaurare una controversia contro le decisioni degli amministratori a livello federale: recentemente la Corte Suprema degli Stati Uniti ha riscritto gli standard di valutazione in merito al rigetto della domanda giudiziale, richiedendo che i fatti contestati dall'attore contro gli amministratori devono essere "plausibili" già ad una prima lettura della domanda giudiziale, senza dover necessariamente arrivare in sede di dibattito giudiziale per integrare i fatti probatori.¹⁹

Dal canto suo, la Corte Suprema del Delaware ha invece rigettato l'ipotesi di applicare anche nel proprio diritto giurisprudenziale i nuovi standard enucleati dalla Corte Suprema per i casi pendenti nelle proprie corti statali.²⁰

È innegabile che esista una dicotomia sul punto tra le Corti del Delaware e l'orientamento delle Corti Federali: l'attore che presenta una domanda giudiziale avverso una decisione del *board* per lesione dei doveri fiduciari, nello Stato del Delaware, deve allegare dei fatti che dimostrino già nella fase di presentazione della domanda l'impossibilità di ricollegare tale decisione ad una corretta gestione del business da parte degli amministratori.

Al contempo, questa analisi rileva che, ad oggi, la *business judgment rule* continua ad avere una sua importante applicazione nel diritto statunitense nei casi in cui venga

¹⁸ Sul punto, si tratta del *civil discovery mechanism* previsto dalle *Federal Rules*.

¹⁹ Per le decisioni della Corte Suprema, cfr. *Ashcroft v. Iqbal*, 556 U.S. 662 (2009) e *Bell Atlantic Corp. v. Twombly*, 550 U.S. 544 (2007).

²⁰ Sul punto, cfr. le recenti sentenze sui casi *Cambium Ltd. v. Trilantic Capital Partners III L.P.*, 36 A.3d 348 (Del. 2012) e *Central Mortg. Co. v. Morgan Stanley Mortg. Capital Holdings LLC*, 27 A.3d 531 (Del. 2011).

richiesta tutela giudiziale per lesione dei doveri fiduciari da parte degli amministratori nei casi riguardanti l'insolvenza della società.

Dunque, da quanto fin qui espresso, si può affermare che un amministratore di società di capitali *in bonis* deve rispettare i doveri fiduciari nei confronti dell'intera società di capitali. Tali doveri fiduciari si estendono a socie e obbligazionisti della società di capitali, ma non ai terzi creditori. Le Corti hanno più volte rigettato il tentativo di una parte minoritaria della dottrina di introdurre standard di tutela dei creditori anche in una situazione finanziaria e patrimoniale regolare.²¹ Tale dottrina riteneva che i doveri nei confronti dei creditori fossero impliciti alla stipulazione del contratto che regola il rapporto di credito. Tuttavia, come analizzato nel precedente capitolo, il dovere di eseguire il contratto in buona fede si applica ad entrambe le parti e non può essere oggetto di interpretazione estensiva tale da configurare un dovere fiduciario nei confronti del creditore sulla scorta del semplice rapporto contrattuale.

Le Corti del Delaware, rimanendo ferme nel loro orientamento giurisprudenziale, hanno anche enfatizzato tale concetto giuridico affermando che, per un amministratore, l'aver intenzionalmente favorito attraverso una o più decisioni imprenditoriali l'interesse dei creditori a svantaggio dei soci o degli obbligazionisti, costituirebbe lesione del proprio dovere fiduciario e dunque responsabilità nei confronti dell'intera compagine societaria.²²

Tale orientamento delle Corti del Delaware, inevitabilmente, costituiva un freno ai rapporti fiduciari che normalmente dovrebbero insistere tra una società e i suoi creditori (soprattutto nel caso di creditori-istituti di credito).

Per tali motivazioni, ad oggi, in via statutaria è possibile inserire delle clausole che consentano agli amministratori di società di capitali di tenere in considerazione gli interessi della categoria degli *stakeholders* in generale (tra cui figurano, oltre ai creditori, anche i lavoratori subordinati della società).

²¹ V. sul punto, *U.S. Bank Nat'l Ass'n v. U.S. Timberlands Klamath Falls, L.L.C.*, 864 A.2d 930, 947 (Del. Ch. 2004).

²² Così, sul punto, *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, Supreme Court of Delaware.

Segue. Dei doveri fiduciari degli amministratori di società di capitali in prossimità dello stato di insolvenza.

Dopo aver delineato i caratteri generali dei doveri fiduciari degli amministratori di società di capitali *in bonis*, è necessario introdurre le considerazioni svolte dalla giurisprudenza al fine di includere i creditori quali soggetti verso i quali si estendono i doveri fiduciari degli amministratori.

Quando una società incorre nello stato di insolvenza, gli amministratori mantengono comunque i loro doveri fiduciari nei confronti della compagine societaria nel suo insieme. Tuttavia, diversamente da una situazione patrimoniale *in bonis*, l'interesse della compagine societaria potrebbe non coincidere con l'interesse dei soci. Partendo da questa constatazione, la giurisprudenza del Delaware ha riconosciuto che, dal primo momento in cui i sintomi reali dello stato di insolvenza si manifestano, i creditori sociali entrano a far parte di coloro ai quali gli amministratori devono rivolgere i propri doveri fiduciari.

Il percorso dottrinale e giurisprudenziale svolto nello Stato del Delaware muove i suoi presupposti teorici dalla teoria del rischio di impresa, in virtù della quale, nel momento in cui una società di capitali mostra i primi sintomi della crisi di impresa, aumentano le probabilità che al suo interno si adottino dei comportamenti opportunistici e che si assumano strategie imprenditoriali *high-risk/high-success*, al fine di ripristinare la solvibilità dello stato patrimoniale. Nel fare ciò, gli amministratori della società in crisi metterebbero a rischio il soddisfacimento della pretesa dei creditori sociali qualora tenessero conto solo dell'interesse della categoria dei soci alla massimizzazione della propria partecipazione sociale.

La Corte del Delaware, sul punto, ammette che l'assunzione di strategie imprenditoriali comporta sempre una percentuale di rischio per la compagine sociale. Gli amministratori rispettano il proprio dovere fiduciario nel momento in cui agiscono nell'interesse della società con fedeltà e prudenza imprenditoriale,

scegliendo la miglior strategia plausibile al fine di massimizzare il valore della società.²³

Origine e sviluppo giurisprudenziale della *Zone of insolvency*.

Al fine di individuare il momento in cui i doveri fiduciari degli amministratori devono includere anche i creditori sociali, la giurisprudenza della Corte del Delaware ha inizialmente elaborato il concetto della *zone of insolvency*.

Tale concetto giuridico fa riferimento ad una caratteristica oggettiva del patrimonio sociale, dalla quale deriva una condizione di difficoltà economica nel rispettare le obbligazioni sociali assunte e un precoce deterioramento delle risorse finanziarie della società. All'interno di questa situazione finanziaria, lo stato di crisi non è ancora conclamato e non sono presenti i requisiti oggettivi dell'insolvenza intesa come eccessività delle passività sulle attività. Sul punto, la dottrina ha evidenziato come, nella *zone of insolvency*, le attività si presentino ancora in eccesso rispetto alle passività, ma gli introiti generati dall'attività di impresa presentano dei margini costantemente ridotti. Ulteriore parametro di valutazione della *zone of insolvency*, è il ricorso eccessivo all'assunzione di capitale di debito per far fronte alle obbligazioni già assunte. Generando ulteriori debiti, la società assottiglia i margini di crescita societaria fino ad appiattirli del tutto nel momento in cui tutte le attività sono devolute al pagamento dei propri debiti. Da tale situazione patrimoniale, infatti, la Corte ravvisa l'impossibilità oggettiva di programmare ulteriori investimenti necessari alla prosecuzione dell'attività di impresa.

A tal fine, nel *leading case Credit Lyonnais*, la *zone of insolvency* viene definita come il momento dal quale l'organo direttivo di una società di capitali non può più essere considerato un agente negli interessi dei soli soci, ma deve svolgere la funzione di bilanciamento fra i vari interessi sociali e garantire il benessere della compagine societaria nel suo insieme. I giudici sostennero la tesi per la quale, gli amministratori di società di capitali insolvente dovevano cessare di prendere le decisioni operative

²³ La Corte adottò tale criterio nel caso *Gheemalla*.

per favorire gli interessi dei soci, nella convinzione di agire nell'interesse della società di capitali.

L'interesse della società di capitali, infatti, non coincide con l'interesse dei soci alla massimizzazione del valore della loro partecipazione sociale.²⁴

Nel successivo caso *Production Resources*, la Corte del Delaware ebbe modo di puntualizzare come gli standard identificati in *Credit Lyonnais* garantissero tutela effettiva per i creditori in via indiretta. Nel caso *Credit Lyonnais*, infatti, la Corte identificava nello prossimità dello stato di crisi un limite a tutela degli amministratori, poiché una situazione finanziaria instabile imponeva loro un dovere di protezione degli interessi della compagine societaria nel suo insieme, interesse che si scontrava con quello dei soci, i quali invece preferivano l'adozione di strategie imprenditoriali estremamente rischiose al fine di uscire dalla zona di potenziale crisi. La tutela riconosciuta ai creditori, deriva proprio dal dovere degli amministratori di tener conto della loro posizione *in the vicinity of insolvency*. Tale tutela non può essere identificata come una nuova tipologia di tutela diretta, poiché l'interesse primario degli amministratori deve rivolgersi nei confronti di tutta la compagine societaria. Il diritto al soddisfacimento della propria pretesa creditizia non viene in alcun modo elevato al di sopra del benessere della società di capitali nel suo insieme. Cionondimeno, la decisione della Corte nel caso *Credit Lyonnais* riconosceva il dovere esplicito degli amministratori, al manifestarsi dei primi sintomi della crisi d'impresa, di includere i creditori sociali e le loro pretese nelle future decisioni di *business*, poiché è nella crisi di impresa che i creditori sostituiscono i soci come *residual claimants*.²⁵

La Corte del Delaware, dunque, nel caso *Production Resources* è intervenuta sulla questione circa il perimetro applicativo della *zone of insolvency*, specificando che gli amministratori di società di capitali *possono* tenere in considerazione anche gli

²⁴ Sul punto, la celebre *footnote 55* del Chancellor Allen: “[a]t 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.”

²⁵ Per le considerazioni della Corte al riguardo, cfr. *Prod. Res. Grp., L.L.C. v. NCT Grp., Inc.*, 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004).

interessi dei creditori nel valutare le politiche imprenditoriali migliori per il benessere sociale. Questo non coincide con una preferenza *de iure* per gli interessi dei creditori a discapito di quelli dei soci, poiché l'azione dell'amministratore deve essere sempre rivolta a favore della società nel suo insieme, senza privilegiare, attraverso il proprio operare, una particolare categoria di interesse interna alla società.

L'ideologia che deve guidare le azioni degli amministratori è quella del benessere sociale ed è solo in virtù di ciò che gli interessi dei creditori possono essere presi in considerazione in prossimità di una situazione di insolvenza.

Tale decisione della Corte, se da un lato riconosceva valenza giuridica alla *zone of insolvency* del caso *Credit Lyonnais*, dall'altro ridimensionava la pressione applicativa con cui i creditori potevano richiedere tutela giudiziale contro le decisioni imprenditoriali del *board* che avevano condotto allo stato di crisi.

I giudici del Delaware, infatti, nella sentenza relativa al caso *Production Resources*, esprimevano i propri dubbi circa la possibilità di azionare la tutela giudiziale della *derivative suit* in una fase antecedente al verificarsi dell'insolvenza, nonostante la riconosciuta valenza di espliciti doveri fiduciari nei loro confronti.

All'interno di questo controverso panorama giurisprudenziale, si colloca la pronuncia della Corte Suprema del Delaware relativamente al noto caso *Gheewalla*.²⁶ La Corte si espresse nuovamente sul confine della *zone of insolvency*, affermando inequivocabilmente che gli amministratori di una società *in bonis*, quand'anche quest'ultima si ritrovi ad affrontare una situazione patrimoniale di temporanea difficoltà riconducibile alla *zone of insolvency*, devono in ogni caso gestire la società di capitali nel rispetto dei loro doveri fiduciari nei confronti della società e dei soci, affinché possa essere conseguito il miglior soddisfacimento degli interessi della compagine societaria nel suo insieme.²⁷

Nel caso *Gheewalla*, la Corte pone un freno all'eccessivo utilizzo della *zone of insolvency* quale strumento di tutela esclusiva degli interessi dei creditori, ribadendo che fin

²⁶ Cfr. *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92 (Del. 2007).

²⁷ La Corte Suprema del Delaware non lascia dubbi al riguardo: *directors must continue to discharge their fiduciary duties to the corporation and its shareholders...for the benefits of the corporation and its shareholders.*

dall'introduzione dell'istituto nel caso *Credit Lyonnais*, la *zone of insolvency* rappresentava uno standard di tutela per gli amministratori contro le azioni di responsabilità presentate dai soci nel momento in cui, in prossimità dell'insolvenza, le strategie imprenditoriali non siano più finalizzate alla *shareholder wealth maximization* ma al benessere della compagine sociale nel suo insieme. Far rientrare gli interessi dei creditori nelle considerazioni del *board* circa le strategie di business di risanamento dell'attività d'impresa, non equivale ad anteporre tali interessi al *corporation welfare*.

La decisione della Corte del Delaware sul caso *Gheewalla* non ha svuotato la *zone of insolvency* di ogni significato, anche se indubbiamente ne ha ridotto l'ambito applicativo.

Come giustamente sottolineato dalla dottrina statunitense, nonostante i confini della *zone of insolvency* siano stati ridisegnati dalla Corte con esclusione di diritti fiduciari nei confronti dei creditori, tale decisione non modifica l'orientamento giurisprudenziale consolidatosi a partire dal caso *Credit Lyonnais* circa la sussistenza dei doveri fiduciari verso i creditori sociali nel momento di conclamato stato di insolvenza.

La stessa *Supreme Court of Delaware* riconosce, nel caso *Gheewalla*, che il miglior interesse per la compagine societaria nel suo insieme può non coincidere con l'interesse della categoria dei soci. Non solo. In caso di insolvenza da parte della società, i creditori sociali prendono il posto dei soci come *residual beneficiaries* di ogni incremento di valore degli asset societari.²⁸

In forza di tale lettura della Corte, il dovere fiduciario degli amministratori nella gestione dello stato di insolvenza assume i connotati di un dovere di massimizzare il benessere sociale e di adottare le migliori decisioni imprenditoriali per uscire dallo stato di crisi d'impresa, anche nel caso in cui tale obiettivo possa essere meglio realizzato attraverso la richiesta di attivazione di una procedura concorsuale, ovvero attraverso la richiesta di nomina di un *receiver*. Nell'adempimento di tali doveri

²⁸ Il concetto di *residual beneficiaries* differisce da quello di *residual claimants* spesso utilizzato in questa analisi. Per *residual beneficiaries*, sulla scorta di quanto indicato dalla Corte del Delaware, si intende la maggior probabilità di soddisfare il proprio credito in seguito ad ogni variazione *in melius* del patrimonio sociale di società insolvente. Si giunge a tale conclusione anche in relazione alla *rule of absolute priority* del *Chapter 11* del *Bankruptcy Code*.

fiduciari, gli amministratori agiscono così sia nell'interesse dei creditori che dei soci.²⁹

L'eventuale violazione dei doveri fiduciari nei confronti dei creditori sociali potrà essere oggetto di richiesta di tutela giudiziale nella forma della *derivative suit*. La dottrina che sosteneva la possibilità di agire con una *direct claim* deve ormai considerarsi superata, come analizzato in precedenza.³⁰

Un ulteriore elemento di analisi riguarda la posizione delle diverse classi di creditori all'interno della stessa categoria. Come noto, un creditore può essere munito di privilegio speciale in virtù di particolari stipulazioni contrattuali ovvero in relazione al negozio giuridico concluso.

Quando la giurisprudenza del Delaware si riferisce agli "interessi dei creditori", ricomprende la categoria in senso unitario, ma tale semplificazione, nella realtà dei fatti, non si applica alla realtà del ceto creditorio di una società di capitali.

Nell'esercizio dell'attività d'impresa, infatti, le società stipulano accordi di finanziamento con terzi che richiedono ben più della generica garanzia rappresentata dal semplice patrimonio sociale (si pensi ad un contratto di finanziamento che implica l'utilizzo di strumenti finanziari derivati).

Tali creditori garantiti, in una eventuale sede di ripartizione della massa attiva in seguito a liquidazione giudiziale del patrimonio sociale, avranno un diritto di prelazione rispetto ai creditori chirografari, ovvero sia coloro il cui credito non è munito di privilegio o garanzia speciale.

Come esposto in precedenza, tali creditori spesso sono grandi istituti di credito che, contestualmente alla stipulazione del contratto di finanziamento, inseriscono clausole volte ad ottenere particolari forme di controllo sulle azioni della società di capitali, attraverso la pratica dei cd. *financial covenants*.³¹

Spesso, gli interessi di questa classe di creditori coincidono maggiormente con gli interessi dei soci di controllo della compagine azionaria: il soddisfacimento della

²⁹ Sul punto, cfr. *Tropicana Entm't, LLC*, 520 B.R. 455, 471 (Bankr. D. Del. 2014).

³⁰ V. *supra*, Cap. II §4

³¹ V. *supra*, Cap. I §4.

pretesa creditoria, solitamente, non rappresenta il fine principale, poiché la prosecuzione dell'attività di impresa *in bonis* consente a tali creditori benefici maggiori riconnessi alla possibilità di controllare le decisioni imprenditoriali della società, pur non assumendo il rischio d'impresa. La dichiarazione dello stato di insolvenza e l'eventuale processo giudiziale dinnanzi alla *bankruptcy court* non costituisce un particolare vantaggio per i creditori garantiti, i quali propenderanno maggiormente per le soluzioni concordatarie che prevedano la prosecuzione dell'attività d'impresa piuttosto che la liquidazione degli asset societari.³²

In virtù di tali considerazioni, i doveri fiduciari degli amministratori potrebbero risultare essere rispettati nei confronti di una determinata classe di creditori, ma al contempo non considerare gli interessi di un'altra classe, ove presente.

La Corte del Delaware, sul punto, ha esplicitamente riconosciuto che non sono dovuti standard fiduciari nei confronti di una particolare classe di creditori e che il *board of directors*, anche nello stato di insolvenza, deve agire nell'interesse della compagine societaria.³³

Le pretese del creditore che richiede tutela giudiziale devono tener conto di queste considerazioni, poiché la difesa potrebbe agilmente invocare la *dismissal ruling* qualora emerga che i doveri fiduciari siano stati effettivamente rispettati nei confronti di una determinata classe di creditori.³⁴

In ogni caso, la dottrina statunitense ha riconosciuto come tale distinzione non abbia un eccessivo rilievo pratico nelle decisioni dell'organo amministrativo: gli amministratori devono agire nell'interesse della compagine societaria e non

³² Sul punto, si noti come l'importanza dei creditori-istituti di credito ha avuto un impatto notevole anche nella recente riforma del 2015 del diritto fallimentare italiano, ove i temi della cd. "nuova finanza" e della convenzione di moratoria prevedono la possibilità di raggiungere un accordo con una determinata percentuale di istituti di credito e far sì che tale accordo abbia efficacia anche nei confronti degli altri creditori, anche nel caso in cui questi ultimi non abbiano manifestato il proprio consenso.

³³ Cfr. *Tropicana Entm't, LLC*, 520 B.R. 455, 471 (*Bankr. D. Del.* 2014).

³⁴ Sul punto, è numerosa e recente la giurisprudenza a riguardo: *Vichi v. Koninklijke Philips Elecs. N.V.*, C.A. No. 2578-VCP, 2009 WL 4345724, at *20-21 (*Del. Ch. Dec.* 1, 2009); *Official Comm. of Unsecured Creditors of Tosa, Inc. v. Technical Olympics, S.A. (In re Tosa, Inc.)*, 437 B.R. 447 (*Bankr. S.D. Fla.* 2010); *U.S. Bank Nat'l Assoc. v. Stanley*, 297 S.W.3d 815 (*Tex. App.* 2009).

nell'interesse particolare di un creditore o di una classe di creditori. La tutela dell'interesse dei creditori, dato ormai per assodato il loro ruolo di *residual beneficiaries*, sarà conseguenza diretta delle attività generate dalle politiche imprenditoriali di risanamento.

Dall'orientamento della Corte nel caso *Gheenwalla* si desume come i creditori sociali non possano attivare la tutela giudiziale rappresentata dalla *derivative suit* fino a quando la società non affronti uno stato di insolvenza conclamata. In ogni caso, nello stato del Delaware, i creditori non potranno mai agire direttamente nei confronti del *board*.

I giudici del Delaware, affermano nettamente che non sono dovuti doveri fiduciari nei confronti dei creditori nella *zone of insolvency*; tali doveri rappresenteranno un parametro di condotta a cui conformarsi solamente nel momento in cui lo stato di insolvenza si manifesta attraverso un dissesto economico e finanziario concreto.

Una volta tracciata una linea di demarcazione così netta, sarà di fondamentale importanza, per il consiglio di amministrazione di una società, identificare il momento dal quale il dissesto economico abbia generato una situazione di insolvenza.

Il ruolo di bilanciamento degli amministratori nella società di capitali.

Gli amministratori di una società di capitali insolvente devono assumere le decisioni di business e gestire la società nel rispetto dei loro doveri fiduciari nei confronti dell'intera compagine societaria. La prudenza con la quale gli amministratori devono agire comporta il dovere di assumere delle decisioni finalizzate al *corporation's best interest*, anche se inevitabilmente, nel considerare le finalità del proprio operato, emergerà che la decisione imprenditoriale abbia maggiormente favorito ora gli interessi dei soci, ora gli interessi dei creditori. Questo crea spesso delle tensioni fra i gruppi di interesse divergenti interni alla società.

Per tali motivazioni, la Suprema Corte del Delaware, nelle statuizioni di diritto operate nel caso *Gheewalla*, conclude affermando che le azioni degli amministratori volte alla massimizzazione del valore della società insolvente devono comportare benefici per tutti coloro che hanno un interesse giuridico all'andamento positivo della società.³⁵

Il generico riferimento al beneficio che deve essere garantito agli *stakeholders* non contiene alcun riferimento a parametri di valutazione delle azioni del *board*. In particolare, come rilevato in dottrina, il *punctum dolens* della questione si rileva nella necessaria scelta tra *long term value* e *short term value*.

Se gli amministratori dirigeranno i propri sforzi per assicurare il pagamento dei debiti, questo comporterebbe una drastica riduzione delle prospettive di massimizzazione dei valori sociali a lungo termine. Dunque, attraverso una simile politica imprenditoriale, gli amministratori assicurerebbero il pagamento immediato dei debiti, favorendo quindi gli interessi di alcune classi di creditori, attraverso l'utilizzo di capitale liquido disponibile all'interno di una situazione di insolvenza per la società. Tale capitale, avrebbe potuto essere utilizzato come fonte di investimenti a lungo termine, al fine di ottenere un ritorno in termini di guadagni e crescita futura.

³⁵ Cfr. *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92, 103 (Del. 2007).

Più in generale, in uno stato di insolvenza, l'utilizzo delle (già limitate) risorse economiche disponibili per il pagamento di debiti già contratti, impedisce di fatto lo sviluppo di strategie imprenditoriali volte al risanamento dell'attività d'impresa. Non sarebbe equo, per un ordinamento giuridico, ammettere che in costanza di stato di insolvenza, gli interessi dei creditori alla liquidazione del patrimonio sociale per il soddisfacimento delle proprie pretese debba sempre prevalere sull'opposto interesse dei soci alla continuazione dell'attività di impresa.

Allo stesso modo, analizzando i possibili scenari di politiche imprenditoriali che favoriscano l'interesse dei soci, lo stato di insolvenza palesa il fallimento di scelte imprenditoriali precedenti. A prescindere da qualsiasi valutazione di opportunità sulle cause del dissesto, la situazione di insolvenza impone inevitabilmente l'adozione di strategie imprenditoriali maggiormente rischiose, con possibile pregiudizio ai danni dei creditori, che, come ormai noto, in uno stato di insolvenza sostituiscono i soci come *residual claimants*, partecipando di fatto al rischio d'impresa pur non facendo parte della compagine sociale.³⁶

Quando si presentano tali situazioni di conflitto di interessi fra le categorie di soci e creditori, gli amministratori dovrebbero scegliere delle strategie imprenditoriali che vadano a vantaggio dell'intera compagine sociale, piuttosto che di un singolo gruppo di interesse interno alla società.³⁷

Tale affermazione della Corte del Delaware non aggiunge parametri positivi di valutazione dell'operato degli amministratori, poiché sarebbe impossibile, oltre che controproducente, identificare delle condotte giuridicamente esigibili da parte degli amministratori. L'operato degli amministratori, in una situazione di insolvenza, deve essere valutato caso per caso sulla scorta della situazione patrimoniale della società e di altri elementi fattuali.

Nel momento in cui gli amministratori assumono decisioni imprenditoriali basandosi su adeguati prospetti informativi e rispettano i propri doveri fiduciari

³⁶ Tali considerazioni svolte dalla giurisprudenza e dalla dottrina maggioritaria del Delaware, comportano una maggiore importanza della *business judgment rule*, seppur con delle variazioni giustificate dallo stato di insolvenza. Sul punto, v. *infra*.

³⁷ Così come emerso nel caso *Geyer, 621 A.2d at 789*.

nella scelte delle strategie di business, tali decisioni non potranno essere fonte di responsabilità nei confronti di un determinato gruppo di *stakeholders*, anche nel caso in cui la decisione operativa crei un pregiudizio concreto. L'orientamento della Corte del Delaware pone ancora una volta il benessere sociale al di sopra di ogni singolo interesse. L'amministratore che approva un piano imprenditoriale volto al riassetto del patrimonio sociale nel lungo termine, ovvero al pagamento dei debiti attraverso l'utilizzo delle liquidità disponibili per ottenere un beneficio nel breve termine, non può essere chiamato a rispondere delle sue azioni se lo ha fatto nell'interesse della società nel suo insieme.³⁸

In virtù di tali considerazioni, il sindacato della Corte sulle decisioni assunte dagli amministratori sulle strategie imprenditoriali volte alla gestione dello stato di insolvenza della società di capitali, saranno valutate non diversamente dalle decisioni di business di una società *in bonis*. La contestazione delle decisioni degli amministratori è ammissibile solo nel caso in cui venga dimostrato che abbiano agito con negligenza, per il proprio tornaconto personale, con l'intento di favorire un determinato soggetto o un particolare gruppo di interessi interni alla società.

Sulla scorta di tali considerazioni, le Corti del Delaware hanno confermato il proprio orientamento al riguardo, favorendo il benessere collettivo della compagine sociale piuttosto che i singoli interessi degli *stakeholders*. Non è stata, ad esempio, considerata una lesione dei doveri fiduciari verso i soci, la decisione degli amministratori di accettare il pagamento da parte di un creditore sociale di tutti i crediti sociali non muniti di privilegio, pegno o in altro modo garantiti.³⁹

Similmente, la Corte non ha ravvisato una violazione dei doveri fiduciari da parte degli amministratori nel momento in cui, questi ultimi, hanno venduto la totalità degli asset aziendali ad un prezzo inferiore all'entità dei debiti della società. Una decisione così rischiosa era sostenuta dal fatto che la crisi di liquidità della società

³⁸ Cfr. *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheevalla*, 930 A.2d 92, 103 (Del. 2007); *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

³⁹ Sul punto, cfr. *Odyssey Partners, L.P. v. Fleming Cos.*, 735 A.2d 386, 420 (Del. Ch. 1999). La Chancery Court ha accolto con favore tale la decisione degli amministratori poiché l'alternativa alla cessione dei crediti sarebbe stata una procedura giudiziale di *bankruptcy* che avrebbe avuto delle conseguenze negative su tutta la compagine sociale, inclusi i soci.

avrebbe portato a breve alla dichiarazione di *bankruptcy*, mentre attraverso l'ottenimento di disponibilità liquide immediate, si evitava, di fatto, la dichiarazione di *bankruptcy*.⁴⁰

Al di fuori della giurisprudenza del Delaware, merita menzione il noto caso *Bear Stern's* sul quale si è pronunciata la Corte dello stato di New York. In questo caso, i giudici di New York applicarono gli standard definiti dalle Corti del Delaware nel caso *Gheewalla*, e non considerarono violazione dei doveri fiduciari nei confronti dei soci la decisione degli amministratori di vendere ad un prezzo inferiore uno stock di azioni alla JP Morgan, poiché l'alternativa, rappresentata dalla continuazione dell'attività in stato di insolvenza, avrebbe comportato l'assunzione di un rischio troppo elevato per la situazione finanziaria della società al tempo della vendita. Di conseguenza, si esponevano i creditori sociali ad un rischio eccessivo, visto che la situazione patrimoniale e finanziaria della società presentava i presupposti per la dichiarazione di *banruptcy*.⁴¹

La stessa giurisprudenza del Delaware ha rilevato in alcuni casi la violazione dei doveri fiduciari partendo dalle medesime considerazioni. Nel caso *Omnicare*, la Corte Suprema del Delaware non ha rinvenuto una condotta idonea al conseguimento dell'interesse sociale da parte degli amministratori della società. Questi avevano concluso un accordo di fusione con l'inserimento di una clausola del tipo *no fiduciary out*.⁴²

⁴⁰ Sul punto, nel dettaglio, cfr. *Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy LLC*, No. Civ.A. 454-N, 2005 WL 2709639, at *1, *6 (Del. Ch. Oct. 14, 2005).

⁴¹ Il caso in questione ha avuto un'elevata risonanza mediatica internazionale. Per ulteriori considerazioni sul punto, cfr. *Bear Stearns Litig.*, 870 N.Y.S.2d 709, 731, 736-37 (N.Y. Sup. Ct. 2008).

⁴² Attraverso l'inserimento di tale tipologia di clausola, il *board* si poneva una autolimitazione di valutare ulteriori offerte competitive nell'ambito dell'operazione di fusione. Nel caso di specie, i soci, in seguito all'operazione, scoprirono che era pervenuta al consiglio di amministrazione un'offerta migliore da parte della società *Omnicare*. L'importanza del caso in esame si rinviene poiché in seguito alla fusione, la società è entrata in stato di insolvenza che ne ha comportato la dichiarazione di *bankruptcy*. Per le ulteriori considerazioni sul punto, cfr. *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* A.2d 914 (Del. 2003).

La Corte non contestò l'operazione di fusione in sé, ma l'inserimento della clausola in questione che impedì, di fatto, l'esercizio dei doveri fiduciari nei confronti dei soci di minoranza.

Anche nello stato di insolvenza, non si ravvisa, dunque, un dovere di favorire gli interessi dei creditori o dei soci di controllo, a discapito dei soci di minoranza.

Gli amministratori possono adottare le decisioni imprenditoriali che ritengono essere le più appropriate per il benessere della compagine sociale, purché agiscano in buona fede ed abbiano assunto tutte le informazioni necessarie prima di adottare la delibera.

Nel caso *Quadrant*, la Corte del Delaware ha ulteriormente affermato il principio per il quale non basta, per l'attore, indicare genericamente che una strategia di business intrapresa dal *board* che comporti maggiori assunzioni di rischi, affinché possa essere sostenuta la violazione dei doveri fiduciari nello stato di insolvenza. Tali comportamenti possono essere contestati dai creditori sociali solo nel momento in cui gli amministratori abbiano agito al di fuori dell'ambito di applicazione della *business judgment rule*.

Gli amministratori di una società che si sta affacciando allo stato di crisi, ovvero versi già in stato di insolvenza, non possono operare delle strategie imprenditoriali che comportino un'eccessiva assunzione di rischi.

La *Supreme Court* del Delaware, nel caso *Gheewalla*, ha indicato come l'interesse della compagine societaria debba essere il principio ispiratore delle azioni degli amministratori. In virtù di ciò, politiche imprenditoriali più rischiose, per quanto teoricamente ammissibili, devono essere assunte quando emerge che l'assunzione di maggiore rischi comporti dei benefici reali alla società e non sia dettata da una volontà del *board* di favorire la categoria dei soci a danno dei creditori sociali. Tale analisi della Corte, inoltre, riguarda l'azione promossa dai creditori contro la violazione dei doveri fiduciari che emergono nei loro confronti nello stato di insolvenza.

Il rigetto della domanda giudiziale da parte di una Corte, non significa necessariamente che la condotta degli amministratori non possa essere sanzionata attraverso ulteriori istituti. Ad esempio, qualora la società stia attraversando un

periodo di crisi economica e finanziaria che non sia ancora sfociato in uno stato di insolvenza, l'assunzione di politiche imprenditoriali approvate dal *board* che comportino un elevato rischio di esito positivo, potrebbero consistere in pratiche fraudolente perpetrate dagli amministratori e dunque possono essere sanzionate ai sensi del *Fraudulent Act*.⁴³

Segue. Della Business Judgment Rule nello stato di insolvenza.

Nella decisione sul caso *Gheewalla*, la Corte del Delaware ha delimitato l'attivazione di doveri fiduciari nei confronti dei creditori sociali allo stato di insolvenza della società di capitali. La natura dei doveri fiduciari, inoltre, non muta per il semplice passaggio ad una situazione di insolvenza, poiché l'azione degli amministratori deve essere volta al conseguimento del miglior beneficio possibile per la compagine societaria.

I giudici del Delaware affermano che, nel momento in cui la società incorra in uno stato di crisi, il parametro di valutazione dell'operato degli amministratori rimane quello della prudenza e dell'agire informato, affinché il pregiudizio arrecato alla società (già rappresentato dallo stato di crisi) non venga ulteriormente aggravato da decisioni di business temerarie. Nel momento in cui tali parametri vengono rispettati, le decisioni degli amministratori sono protette dalla *business judgment rule*, anche in costanza di stato di insolvenza.⁴⁴

La ratio di tale orientamento si rinviene nel grado di protezione offerto dalla *business judgment rule* anche nel caso di società in bonis. Tale protezione non muta al semplice cambiamento degli attori che presentano richiesta di tutela giudiziale avverso le decisioni di business del board. Non rileva, in tal senso, la distinzione fra soci e creditori sociali. L'operato degli amministratori deve in ogni caso rispettare il parametro della buona fede, affinché venga sempre perseguita la massimizzazione

⁴³ Sul punto, *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92, 99 (Del. 2007).

⁴⁴ Così, E.N. VEASEY, *Presentation at the American College of Bankruptcy Conference: Counseling the Board of Directors of the Company in Distress* 15 (Mar. 15, 2008).

degli interessi della società di capitali nel suo insieme, prima dei singoli interessi dei gruppi interni.

Dal punto di vista della legittimazione processuale, i creditori, una volta manifestatosi lo stato di insolvenza del patrimonio sociale, possono presentare la domanda di tutela giudiziale e fornire le prove a sostegno della propria doglianza con le stesse modalità e attraverso gli stessi istituti utilizzabili dai soci che vogliono contestare le decisioni degli amministratori.⁴⁵

Parte della dottrina, con riguardo al rapporto tra la business judgment rule e l'*insolvency* della società di capitali, ha ravvisato un principio di incompatibilità tra l'utilizzo della regola in esame e il possesso di rilevanti pacchetti azionari della società da parte di uno o più amministratori.

Nel caso *Hechinger* i giudici del Delaware hanno rigettato la richiesta degli amministratori di procedere attraverso un giudizio sommario allegando la protezione offerta dalla *business judgment rule*. Il rigetto della Corte si fondava sul fatto che gli amministratori favorirono politiche imprenditoriali molto rischiose a vantaggio di un incremento sostanziale del valore azionario della società, con conseguente pregiudizio dei creditori sociali. All'interno del consiglio di amministrazione, alcuni dei suoi membri erano in possesso di rilevanti percentuali dell'azionariato, che sfioravano il 65% del totale delle azioni emesse.⁴⁶

Anche nel caso *Quadrant*, come noto, la Corte si è espressa circa le politiche imprenditoriali varate dal *board* in rapporto ad un presunto rischio maggiore per i creditori sociali in seguito a tali politiche. Nel caso in questione, la Corte ribadì la violazione dei doveri fiduciari da parte del *board* nel caso in cui le decisioni assunte comportino un rischio elevato per i creditori sociali a diretto beneficio dei soci di controllo o dei loro stessi interessi, tuttavia non ne ravvisò i presupposti nelle

⁴⁵ Sul punto, l'espresso principio dell'equiparazione processuale tra soci e creditori sociali nello stato di insolvenza, venne sancita dalla decisione sul caso *Heard v. Perkins*, 441 B.R. 701, 710 (*Bankr. N.D. Ala.* 2010). Benché non fosse un precedente dello stato del Delaware, la Corte, anche nei successivi casi presentatisi dinnanzi alla sua autorità, ha applicato i medesimi principi del caso *Perkins*.

⁴⁶ V. anche, *Hechinger*, 327 B.R. 537 (*D. Del* 2005).

allegazioni presentate dalla società Quadrant a sostegno della propria ricostruzione della vicenda processuale.

La Corte affermò che, in ogni caso, l'attore che richiede tutela avverso le decisioni del *board*, per aggirare la tutela offerta dalla *business judgment rule*, deve fornire la prova concreta delle proprie argomentazioni, non potendo sostenere genericamente che una determinata politica imprenditoriale comporti l'assunzione eccessiva di rischio.⁴⁷ Ogni politica imprenditoriale, così come ogni decisione o strategia di business, comporta un'assunzione di rischio maggiore rispetto al momento in cui tale decisione o strategia viene assunta. Il generico riferimento a questa conseguenza non può, giustamente, fornire il diritto ai creditori o ai soci di contestare le decisioni assunte da parte degli amministratori.

Un'ulteriore considerazione riguarda la possibilità di contestare le decisioni assunte dagli amministratori da parte degli amministratori stessi. In tal caso, gli amministratori cd. di minoranza, ovverosia coloro i quali hanno votato contro la delibera oggetto di contestazione e di cui il voto contrario risulta dalla trascrizione dei verbali della riunione del *board* ove si è assunta la decisione, possono contestare l'operato del loro stesso organo di appartenenza, qualora da tali decisione sia scaturito lo stato di insolvenza?

Sul punto, nella Corte del Delaware non si è ancora formata una giurisprudenza consolidata al riguardo, anche se è opinione crescente in dottrina l'importanza della tematica appena menzionata.⁴⁸

⁴⁷ Sul punto, come ricostruito in precedenza nel Cap. II §2, v. anche *Quadrant Structured Prods. Co., Ltd. v. Vertin*, 102 A.3d 155, 166-71 (Del. Ch. 2014).

⁴⁸ Su tutti, *USDigital, Inc.*, 443 B.R. 22, 46 (Bankr. D. Del. 2011). Nonostante sia stata affermata l'applicabilità della *business judgment rule* anche avverso le contestazione degli stessi membri del *board*, i giudici del Delaware hanno di fatto riconosciuto rilevanza positiva alle tesi presentate davanti alla Corte, salvo poi riconoscere l'applicabilità della regola di protezione del *board*.

La teoria della *Deepening Insolvency*.

La teoria della *deepening insolvency* nasce in dottrina come corollario della violazione dei doveri fiduciari degli amministratori. La sua applicazione è stata via via ridimensionata con il passare degli anni, fino alla sostanziale disapplicazione a partire dal caso *Trenwick*.

Tale premessa non deve tuttavia sminuire l'importanza della figura in esame, poiché tutt'oggi può essere utilizzata come parametro di valutazione della condotta degli amministratori in prossimità dello stato di insolvenza o nella pendenza di quest'ultimo.

La *deepening insolvency* viene definita come un pregiudizio arrecato ai creditori sociali conseguente alla dolosa continuazione dell'attività di impresa in stato di crisi del patrimonio sociale e dall'assunzione di ulteriore capitale di debito.⁴⁹

Attraverso la figura in esame, non si contestano, diversamente dalle *derivative claims* per la diretta violazione dei doveri fiduciari, le decisioni del board che hanno portato allo stato di insolvenza; il pregiudizio arrecato ai creditori deriva dal minor valore degli *asset* patrimoniali societari derivante dalla mancata cessazione dell'attività di impresa al momento della prima manifestazione dello stato di insolvenza.

In virtù di ciò, il danno sofferto dai creditori può essere quantificato come il differenziale tra il valore del patrimonio sociale al momento dell'emersione della crisi e il minor valore assunto successivamente alla liquidazione giudiziale dei beni societari.⁵⁰

Fino al 2006, la *deepening insolvency* fu oggetto di crescente applicazione da parte delle Corti del Delaware, fino al noto caso *Trenwick*, dove venne categoricamente rigettata la tesi per la quale la *deepening insolvency* potesse essere intesa come autonoma figura di responsabilità per gli amministratori di società di capitali.

⁴⁹ Tale definizione fu pronunciata nel caso *Global Serv. Grp. LLC*, 316 B.R. 451, 460-61 (Bankr. S.D.N.Y. 2004); V. anche *Fleming Packaging Corp.*, No. 03-82408, 2005 WL 2205703, at *9 (Bankr. C.D. Ill. Aug. 26, 2005).

⁵⁰ Criterio standard adottato dalle Corti sul tema. Cfr. *CitX Corp., Inc.*, 448 F.3d 672, 677 (3d Cir. 2006).

La Corte rilevò come l'eccessiva applicazione estensiva dell'istituto in esame finisce per costituire una garanzia di fatto, nello stato di insolvenza, per l'assunzione di ogni politica imprenditoriale che comportasse l'acquisizione di nuovo capitale di debito ovvero di obbligazioni finanziarie. Al contrario, la posizione degli amministratori deve essere di garanzia degli interessi sociali, e non può in ogni caso fornire il pretesto per identificare a loro carico una posizione di garante del successo della strategie di business per la società.

Addossare la responsabilità dell'insuccesso di una strategia di business direttamente e unicamente in capo agli amministratori che l'hanno adottata, non può costituire principio di diritto, tenuto conto dell'estrema difficoltà di successo delle politiche imprenditoriali in pendenza di uno stato di crisi d'impresa.

"Concludere diversamente" affermò la Corte, "trasformerebbe il diritto commerciale del Delaware". Tale conclusione della Chancery Court venne confermata dalla Corte Suprema dello stato del Delaware, disapplicando ogni teoria sopravvenuta circa l'autonoma figura di responsabilità rappresentata dalla *deepening insolvency*.⁵¹

Come noto, l'orientamento prevalente dei legislatori nazionali è quello di favorire la continuazione dell'attività di impresa attraverso la previsione di istituti che, nel rispetto degli interessi di tutte le categorie di creditori, possano creare condizioni favorevoli alla ripresa dell'attività d'impresa.

La particolari cautele adottate nell'individuare tali istituti e nel dettarne le condizioni di praticabilità, rendono l'istituto della *deepening insolvency* contrario alle finalità del diritto fallimentare odierno.

Ciò non significa che la *deepening insolvency* debba essere considerata un istituto del passato caduto in disuso.

Innanzitutto, essa può ancora essere utilizzata come standard di tutela per instaurare una *derivative claim* contro gli amministratori, qualora l'attore sia in grado di dimostrare che la decisione di proseguire l'attività d'impresa sia stata assunta in mala fede rispetto agli interessi sociali e volta a favorire gli interessi personali degli amministratori o dei soci di controllo.

⁵¹ Cfr. sul punto *Trenwick Am. Litig. Trust v. Billett*, 931 A.2d 438 (Del. 2007).

La giurisprudenza attuale del Delaware, a partire dal caso *Trenwick*, ha rigettato la *deepening insolvency* quale autonoma ipotesi di responsabilità per gli amministratori, ma al contempo ne ha ammesso la valenza all'interno delle controversie per la violazione dei doveri fiduciari.

Così, la Corte, nel caso *Brown Schools* ha accettato la domanda giudiziale dei creditori che lamentavano una violazione dei *fiduciary duties* da parte degli amministratori, allegando a sostegno della propria tesi un'ipotesi di condotta basata sull'istituto della *deepening insolvency*.⁵²

⁵² Cfr. *The Brown Schools*, 386 B.R. 37, 47 (Bankr. D. Del. 2008).

La verifica dello stato di insolvenza nel Delaware: i *solvency tests*.

Il momento in cui si manifesta lo stato di insolvenza, come esposto in precedenza, comporta delle conseguenze in relazione ai doveri degli amministratori di società di capitali. E' già stata sottolineata l'importanza della verifica dell'insolvenza in concreto, in modo da identificare il preciso momento dal quale gli interessi dei creditori sociali rientrano nella sfera d'interesse della compagine societaria, verso la quale sono dovuti i doveri fiduciari da parte degli amministratori.

I *solvency tests* non vengono disciplinati in modo uniforme dalla legge del Delaware. Essi trovano la loro origine nella *common law* dello Stato del Delaware e la nozione stessa dei test si deve ricavare in via giurisprudenziale, in antitesi a quanto viene invece stabilito nel *Bankruptcy Code*, dove i test in esame sono disciplinati in via analitica.

Il punto di partenza dell'analisi deve essere l'identificazione di quali parametri vengono presi come riferimento dalla giurisprudenza del Delaware per verificare lo stato di insolvenza di una società di capitali.

I giudici del Delaware hanno da tempo adottato il ricorso a due tipologie di verifica: il *balance sheet test* e il *cash flow test*. Tali modalità non vengono tuttavia definite dal legislatore statale, ma sono frutto di una costruzione giurisprudenziale.⁵³

In alcuni casi, la Corte utilizza il *balance sheet test* nella sua accezione "tradizionale", intendendolo come un eccesso di debiti rispetto al valore del patrimonio sociale.

In altre decisioni, la Corte ha inteso il test in una sua accezione maggiormente ridotta, affermando che una società di capitali versasse in stato di insolvenza nel momento in cui il valore dei suoi asset patrimoniali, ridotto a causa delle obbligazioni contratte, non presentasse concrete prospettive di continuazione dell'attività di impresa.⁵⁴

⁵³ Cfr. sul punto, *U.S. Bank Nat'l Ass'n v. U.S. Timberlands Klamath Falls, L.L.C.*, 864 A.2d 930, 947 (Del. Ch. 2004).

⁵⁴ Così la Corte, nel famoso caso già menzionato *Prod. Res. Grp., L.L.C. v. NCT Grp., Inc.*, 863 A.2d 772, 782 (Del. Ch. 2004).

Le Corti del Delaware non si sono mai pronunciate circa situazioni giuridiche oggettive in cui preferire l'applicazione del *cash flow test* piuttosto che del *balance sheet test*.

Come emerso nell'analisi fin qui condotta, l'assenza di un criterio giuridico di applicazione degli istituti ha creato non poche confusioni nella dottrina e nella giurisprudenza stessa.

Alla luce di quanto esposto finora e di quanto verrà analizzato in questo paragrafo, emerge come dottrina e giurisprudenza del Delaware siano orientate verso un'applicazione del *balance sheet test* e del *cash flow test* nella sua accezione prospettica.

La giurisprudenza, come ormai noto, ricollega allo stato di insolvenza il diritto di agire attraverso la *derivative claim* contro gli amministratori sociali, in quanto è stato riconosciuto il loro divenire *residual claimants* al posto dei soci. Da un punto di vista economico, tale momento dal quale vengono ricollegate queste importanti conseguenze giuridiche è quando l'*equity value* della compagine societaria raggiunge il valore di 0\$: da tale momento, i soci prediligeranno delle strategie di business maggiormente rischiose per recuperare il capitale e il valore perduto, in contrasto con l'interesse e il benessere sociale.⁵⁵

Così, attraverso il *balance sheet test*, i creditori possono tutelare la propria posizione giuridica in un contesto economico e patrimoniale in cui gli amministratori potrebbero preferire l'assunzione di strategie eccessivamente rischiose senza verificarne le reali prospettive di riuscita (cd. strategie *roll-the-dice*).

Come noto, nel caso *Gheenwalla*, la Corte ha specificato che dal momento dell'insolvenza non nasce un nuovo dovere fiduciario da parte degli amministratori nei confronti dei creditori sociali, ma il dovere fiduciario di gestione della società di capitali deve essere interpretato estensivamente al fine di ricomprendere gli interessi dei creditori. In tal senso, a vantaggio dei creditori sociali viene riconosciuto il diritto processuale di agire nei confronti degli amministratori sociali attraverso la *derivative suit*.

⁵⁵ Così come già analizzato nel caso *Credit Lyonnais Bank Nederland, N.V. v. Pathe Commc'ns Corp.*, 1991 WL 277613, at *34 n.55 (Del. Ch. Dec. 30, 1991)

L'importanza della precisa identificazione del momento in cui il patrimonio sociale presenta uno squilibrio tale da comportare lo stato di insolvenza, si riflette anche al di fuori dei doveri fiduciari degli amministratori.

Nella legge del Delaware, infatti, lo stato di insolvenza è il presupposto per l'applicazione di una serie di istituti, quale ad esempio la nomina di un *receiver* (figura assimilabile al curatore fallimentare ovvero al commissario giudiziale).⁵⁶

Il *balance sheet test*, nella legge del Delaware, viene utilizzato anche per verificare lo stato economico e finanziario della società per verificare i presupposti applicativi del pagamento obbligatori dei dividendi⁵⁷ ovvero l'annullamento dell'emissione di azioni proprie.⁵⁸

Come delineato in precedenza, la legge del Delaware non prevede una definizione puntuale circa le modalità di verifica dello stato di insolvenza. La giurisprudenza del Delaware ha avuto il compito di colmare questa mancanza di definizione generale.

A riguardo, il legislatore del Delaware ha fornito delle definizioni codificate dell'*insolvency*,⁵⁹ ma la corte del Delaware si è più volte espressa sulla valenza settoriale di tali definizioni, rimettendo dunque alla propria competenza la definizione generale di *insolvency* che, ad oggi, non è stata ancora fornita.

Segue. Il *Balance Sheet Test*.

I contorni del BST sono stati giurisprudenzialmente identificati dalla Corte del Delaware in relazione alla capienza del patrimonio sociale. Emerge anche oltreoceano, dunque, il nesso oggettivo tra lo stato di insolvenza e il patrimonio

⁵⁶ Ai sensi della sezione 8 Del. C. §291.

⁵⁷ Cfr. 8 Del. C. §170

⁵⁸ Cfr. 8 Del. C. §160

⁵⁹ Esempi di tali definizioni sono contenute nel *Fraudulent Transfer Statute, Del. Code Ann. tit. 6, § 1302(a)* (2005) (“*A debtor is insolvent if the sum of the debtor's debts is greater than all of the debtor's assets, at a fair valuation.*”); § 1302(b) (2005) (“*A debtor who is generally not paying debts as they become due is presumed to be insolvent.*”).

Nel *Delaware commercial Code*, invece, § 1-201(23) (“*‘Insolvent’ means: (A) Having generally ceased to pay debts in the ordinary course of business other than as a result of bona fide dispute; (B) Being unable to pay debts as they become due; or (C) Being insolvent within meaning of federal bankruptcy law.*”).

sociale, identificandolo come una caratteristica oggettiva del patrimonio, sciolta da ogni legame con l'ente società di capitali.

Una lettura "tradizionale" della Corte definisce lo stato di insolvenza attraverso il BST come "un eccesso delle posizioni debitorie sul valore di mercato degli asset societari".⁶⁰

In altri casi, la Corte del Delaware ha inserito requisiti ulteriori al semplice squilibrio finanziario, ritenendo che nello stato di insolvenza non vi dovesse essere alcuna prospettiva ragionevole di risanamento della situazione finanziaria e patrimoniale della società di capitali.⁶¹ Utilizzando tale parametro, il numero di società che versano in stato di insolvenza è considerevolmente minore rispetto al criterio adottato in precedenza dalla Corte.

La natura giurisprudenziale della modalità di valutazione dell'insolvenza risulta creare un pericoloso spazio di discrezionalità per la Corte: in assenza di parametri legali certi, la discrezione della Corte nel verificare l'*insolvency* del patrimonio sociale potrebbe portare a delle situazioni giuridiche discriminanti. Utilizzando il BST standard, la situazione di insolvenza si realizza ogni qualvolta il patrimonio sociale è negativo. Benché la non identificazione di un indebitamento minimo affinché possa essere dichiarato lo stato di insolvenza sia senza dubbio una grave mancanza per la legge del Delaware, è pur vero che l'eccessivo restringimento della dichiarazione dello stato di insolvenza alla sola constatazione di un'assenza di prospettive di risanamento, sia eccessiva in senso opposto.

Nell'adottare il *no reasonable prospect standard*, la giurisprudenza del Delaware fa evidentemente riferimento alla tradizione fallimentare europea, ove l'impossibilità della continuazione dell'attività d'impresa comporta la liquidazione del patrimonio sociale per favorire il pagamento dei creditori sociali e porre fine al ciclo vitale della società. A divergere, da questo punto di vista, è il momento in cui viene effettuato il controllo economico: mancando un parametro legale di riferimento, nello Stato del

⁶⁰ Cfr. sulla definizione, *Geyer v. Ingersoll Publ'ns Co.*, 621 A.2d 784, 789 (Del. Ch. 1992); *Trenwick Am. Litig. Trust v. Ernst & Young, L.L.P.*, 906 A.2d 168, 195 n.74 (Del. Ch. 2006)

⁶¹ Come già analizzato in precedenza, *Gbeewalla*, 930 A.2d at 98 (citando *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gbeewalla*, 2006 WL 2588971, at*10 (Del. Ch. Sept. 1, 2006)

Delaware, il presunto stato di insolvenza si protrae fino alla dichiarazione giudiziale, nella stessa pronuncia in cui la Corte si esprime circa la violazione dei doveri fiduciari, essendo l'azione giudiziale iniziata dai creditori sociali attraverso una *derivative claim*. Nel diritto fallimentare italiano, invece, lo stato di insolvenza è presupposto per la dichiarazione di fallimento, procedimento giudiziale all'interno del quale eventualmente il curatore potrebbe esercitare l'azione di responsabilità direttamente contro gli amministratori per aver causato il dissesto.⁶²

A sostegno di questa incertezza nel diritto del Delaware, si rilevi come, nel caso *Gheewalla*, la Corte Suprema, nel confermare l'opinione della *Chancery Court*, non fa menzione dei differenti standard di valutazione dell'*insolvency*, lasciando l'interpretazione caso per caso alle corti inferiori, evitando di porre il proprio principio di diritto sul tema.⁶³

D'altronde, il tema dell'irreversibilità dello stato di insolvenza è presupposto per la richiesta di nomina giudiziale di un *receiver*.⁶⁴

In tal caso, la previsione normativa del presupposto oggettivo del patrimonio è quella dell'insolvenza, senza alcuna indicazione circa gli standard da adottare al fine di rilevare l'*insolvency*. L'interpretazione della Corte, tuttavia, nei *receivership cases* è orientata verso un'elevata restrizione nella nomina di un *receiver*, ritenendo tale atto estremamente lesivo dell'indipendenza dell'azione economica, ritenuto uno dei principi cardine del liberismo economico americano. Piuttosto che effettuare lo spossessamento del controllo della società ai suoi legittimi detentori, la giurisprudenza statunitense preferisce che il caso vada verso la dichiarazione di *bankruptcy* affinché possano essere attivati gli strumenti giudiziali del *Chapter 7* e *Chapter 11*.⁶⁵

⁶² Sul punto, v. più approfonditamente *infra*, Cap. IV, §3.

⁶³ Cfr. la decisione sul caso *Gheewalla*, 2006 WL 2588971, at *10 (Del. Ch. Sept. 1, 2006) (“*Insolvency may be demonstrated by either showing (1) ‘a deficiency of assets below liabilities with no reasonable prospect that the business can be successfully continued in the face thereof,’ or (2) ‘an inability to meet maturing obligations as they fall due in the ordinary course of business.’*”)

⁶⁴ V. anche *Section 8 Del. C. §291*.

⁶⁵ La nomina di un *receiver* deve essere, secondo la Corte, “*a necessary and useful act*”, come emerge dal caso *Vulcan-Cincinnati, Inc. v. Burnside Corp.*, 1962 WL 69570, at *3 (Del. Ch. July 13, 1962) (*assuming the company was insolvent but declining to exercise discretion to appoint receiver*).

Nei casi di nomina di un *receiver*, dunque, la giurisprudenza del Delaware considera lo stato di insolvenza come un fatto giuridico: in seguito all'insolvenza si crea la competenza della Chancery Court a pronunciarsi sul caso. Nella concreta nomina del *receiver*, tuttavia, si presenta la medesima ampia discrezionalità nel rilevare l'irreversibilità dell'insolvenza. L'orientamento della Corte, come emerge dal caso *Salnita*, è quello di non procedere con la nomina giudiziale di un *receiver* qualora gli amministratori societari riescano a fornire elementi minimi circa la ripresa dell'equilibrio economico della società. E la valutazione degli elementi forniti dagli amministratori è estremamente a favore di questi ultimi, poiché sono coloro i quali hanno guidato l'attività imprenditoriale della società fino al momento dell'insolvenza.⁶⁶

Emerge dunque il *favor* della giurisprudenza ad adottare il criterio del *balance sheet test* nell'individuare lo stato di insolvenza del patrimonio sociale, tuttavia l'assenza di una disciplina puntuale al riguardo rende i criteri di valutazione estremamente discrezionali, causando una varietà di pronunce sul punto che non identificano un orientamento maggioritario concorde.

Segue. Il *Cash Flow Test*.

Anche il *Cash Flow Test*, al pari della precedente modalità di valutazione dello stato di insolvenza, ha natura giurisprudenziale. Rimangono tutt'oggi irrisolte le questioni circa l'attinenza temporale dell'analisi del patrimonio sociale svolta attraverso il CFT. La giurisprudenza, sul punto, non ha chiarito se si applica alla situazione patrimoniale attuale della società di capitali, ovvero sia anch'esso da intendere *pro futuro*, e dunque assumere i connotati di una valutazione prognostica sulla solvibilità

⁶⁶ Cfr. *Salnita Corp. v. Walter Holding Corp.*, 168 A. 74, 75 (Del. Ch. 1933), secondo la quale “A court should never wrest control of a business from the hands of those who have demonstrated their ability to manage it well, unless it be satisfied that no course, short of the violent one, is open as a corrective to great and imminent harm.”

dell'attività d'impresa futura. La giurisprudenza attuale, propende, nei casi ove il CFT è stato utilizzato quale parametro di valutazione, per la seconda ipotesi.⁶⁷

La *Chancery Court* del Delaware, utilizza il CFT per dichiarare l'insolvenza di una società di capitali quando si verificano degli inadempimenti nel pagamento dei debiti sociali contratti per il normale svolgimento dell'attività d'impresa.⁶⁸

Tale standard di valutazione è stato applicato, in ottica prognostica, dalla Corte per verificare la capienza del patrimonio sociale in relazione al momento in cui le obbligazioni emesse sarebbero scadute e dunque esigibili da parte degli obbligazionisti che le avevano sottoscritte.

Non mancano i casi in cui la Corte ha utilizzato tale parametro con riferimento alla situazione patrimoniale presente. In tali casi, la *Chancery Court* richiedeva che l'insolvenza dovesse essere conseguenza diretta di una impossibilità generalizzata di far fronte alle obbligazioni assunte man mano che queste divenivano esigibili dai creditori.⁶⁹

Come emerge da questa analisi, la posizione delle Corti del Delaware circa gli standard di valutazione dell'*insolvency* creano una situazione di incertezza a livello di pratica giudiziale che difficilmente potrebbe essere superata senza fare ricorso a degli standard generalmente riconosciuti per valutare lo stato di insolvenza, come avviene invece nel *Bankruptcy Code*. L'applicazione selettiva della Corte, ora del *balance sheet test*, ora del *cash flow test*, genera dei potenziali conflitti in merito alla posizione giuridica soggettiva dei creditori o dei soci che hanno l'interesse alla dichiarazione giudiziale di insolvenza.

Alla luce di quanto fin qui considerato, il criterio dell'irreversibilità dell'insolvenza applicato dalla Corte nei *receivership cases* dimostra come possa essere considerato un

⁶⁷ Cfr. *Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy L.L.C.*, 2005 WL 2709639, at *3 (Del. Ch. Oct. 14, 2005) (“[T]he ‘cash flow test’ . . . examines whether a company can ‘reasonably meet its anticipated fixed . . . obligations as they become due.’”).

⁶⁸ Cfr. *U.S. Bank*, 864 A.2d at 947 (quoting *Geyer v. Ingersoll Publ'ns Co.*, 621 A.2d 784, 787 (Del. Ch. 1992).

⁶⁹ Cfr. la già analizzata pronuncia della Corte sul caso (v. *supra* Cap. II §3) *Prod. Res. Grp., L.L.C. v. NCT Grp., Inc.*, 863 A.2d 772, 782 (Del. Ch. 2004) (citing *Siple v. S & K Plumbing & Heating, Inc.*, 1982 WL 8789, at *2 (Del. Ch. Apr. 13, 1982)

principio consolidato l'evitare il più possibile lo spossessamento della gestione societaria a coloro i quali l'hanno mantenuta fino al momento dell'insolvenza. I casi menzionati dimostrano inequivocabilmente la tendenza della giurisprudenza ad utilizzare il principio del *no reasonable prospect* a vantaggio degli amministratori sociali. Da un punto di vista normativo, il criterio che più si adatta ad una applicazione non discriminante e legata alla discrezionalità della Corte, è il *balance sheet test*. I creditori sociali possono agire attraverso la *derivative claim* contro gli organi sociali per esser venuti meno ai loro doveri fiduciari. nel momento in cui il valori di *equity* degli asset patrimoniali societari scendono al di sotto dello zero.⁷⁰

Da questo momento in poi, infatti, si verifica il disallineamento degli interessi fra i creditori e i soci, e aumentano le probabilità che vengano posti in essere comportamenti opportunistici (*perverse incentives*) causati dai problemi di agency tipici delle società di capitali.⁷¹

Nello scegliere una strategia imprenditoriale che comprenda rischi più elevati al fine di recuperare le perdite subite, si riversa il rischio d'impresa sui creditori, i quali saranno i principali soggetti danneggiati dalle ulteriori perdite che riducono il patrimonio sociale. Così, lo standard di tutela rappresentato dal BST rappresenta il momento in cui i creditori ottengono il diritto di agire in sede processuale contro gli amministratori per far valere i doveri fiduciari nei loro confronti.

Il requisito del *no reasonable prospect* utilizzato dalla Corte nei casi citati, invece, non connota la tutela giudiziale dei creditori della stessa valenza che assume il BST nella sua versione originaria. Identificare il momento di tutela solo nell'irreversibilità della crisi d'impresa, implica che i creditori sociali siano partecipanti al rischio d'impresa da ben prima che lo stato di insolvenza comporti la definitiva impossibilità di ripresa per l'attività d'impresa. Accettare tale criterio di valutazione dell'*insolvency* implicherebbe svuotare di significato la *derivative suit* ammessa per i creditori a partire

⁷⁰ Cfr. la decisione sul caso *Gheewalla*, 930 A.2d at 102 (citando *Prod. Res. Grp., L.L.C. v. NCT Grp., Inc.*, 863 A.2d 772, 794 n.67 (Del. Ch. 2004). (“Because the creditors need to look to the firm for recovery, they are the correct constituency to be granted derivative standing when the firm is insolvent, as they are the constituency with a claim on the corporation's assets, assets which could be increased by a recovery against the directors.”)

⁷¹ Su queste, ed altre considerazioni, v. *supra*, Cap. I, §2.

dal caso *Credit Lyonnais*, poiché l'interesse ad agire sorge in un momento antecedente all'irrimediabilità della crisi, e non nella constatazione della stessa.

Allo stesso modo, il *forward looking cash flow test* si dimostra eccessivamente anticipatorio di una tutela giurisdizionale dei creditori. Affermare lo stato di insolvenza del patrimonio sociale in virtù di previsioni di scadenze di obbligazioni assunte in relazione ad una valutazione anteriore al verificarsi dell'insolvenza stessa. In altre parole, la difficoltà finanziaria futura è relativamente certa, poiché si basa sulla previsione di obbligazioni che diventeranno esigibili, ma prima che lo squilibrio patrimoniale si verifichi. I creditori otterrebbero il diritto di azione giudiziale anticipatamente rispetto all'insolvenza reale, facendo emergere il loro interesse inglobando quello dei soci, i quali tuttavia devono essere ancora considerati *residual claimants* della società di capitali, essendo quest'ultima, di fatto, ancora *in bonis*.

La soluzione ai problemi sollevati dalla rilevanza dei *solvency test* nel diritto giurisprudenziale del Delaware, sicuramente non presenta una soluzione immediata. Tuttavia, all'interno delle Corti stesse si rileva una necessità di uniformità che eliminerebbe il rischio di pronunce che aumentino i dubbi circa la coerenza dell'orientamento giurisprudenziale in merito. Il Diritto commerciale del Delaware, come noto, ha la pretesa di fornire una *self regulation* completa circa il ruolo degli amministratori di società.⁷² I dubbi a riguardo del concreto ambito di applicazione dei *solvency tests* rappresenta un'anomalia nel panorama giuridico del Delaware, su cui un intervento preciso, *de jure condendo*, al pari di quanto avvenuto nel *Bankruptcy Code*, è certamente auspicabile.

⁷² Si pensi solo al dettaglio con cui il legislatore del Delaware disciplina i *duties of directors* e la folta giurisprudenza applicativa di tali principi, con conseguente rilettura dei *duties* in ottica sempre attuale ai mutamenti della dottrina e del mercato in generale.

Come enucleato in questo capitolo, dunque, la giurisprudenza statunitense, negli ultimi anni, ha profondamente mutato il proprio orientamento sui doveri fiduciari che gli amministratori devono rispettare nei confronti della compagine societaria, in cui rientrano, dopo il verificarsi dello stato di insolvenza, anche i creditori sociali.

Tali cambiamenti sono stati, in alcuni casi, radicali, come il rigetto della teoria della *deepening insolvency* nel caso *Trenwick*, o la dissoluzione dei doveri in esame nella *zone of insolvency* operata dalla Corte nel caso *Gheewalla*.

Altri cambiamenti nell'orientamento generale della Corte, indicano invece come la legge del Delaware debba essere interpretata a favore degli amministratori e che esistano dei limiti all'ingerenza dei creditori nelle decisioni imprenditoriali assunte dal *board*, come emerso, su tutti, nel caso *Quadrant*. Le decisioni che comportano una maggiore assunzione del rischio, soprattutto in una situazione di insolvenza, non possono costituire violazione dei doveri fiduciari nei confronti dei creditori per il solo fatto di una diminuzione della capienza del patrimonio sociale, per altro già compromessa di per sé, a causa del dissesto derivante dallo stato di insolvenza.

Il quadro statunitense fin qui tracciato, permette di raffrontare tali istituti giurisprudenziali con gli strumenti forniti dal legislatore italiano nella gestione della crisi d'impresa e ai conseguenti doveri identificabili a carico degli amministratori sociali nel diritto italiano.

CAPITOLO IV

I doveri dell'organo amministrativo nel diritto societario italiano della crisi.

In questa sede, è necessario illustrare i doveri degli amministratori nel diritto societario italiano della crisi, al fine di comparare i profili esaminati nell'ordinamento giurisprudenziale statunitense.

Il diritto italiano, al pari degli altri ordinamenti di *civil law*, ha importato numerose figure giurisprudenziali originarie nella *common law* statunitense.¹

Tali principi e istituti, hanno subito una codificazione, come da tradizione della *civil law*, nelle varie forme di legislazione del diritto fallimentare che si sono susseguite nel corso degli anni.

L'analisi in corso trae spunto dalla dichiarata tendenza dei legislatori nazionali di favorire la continuazione dell'attività d'impresa di una società che versa in stato di crisi, purché vengano tutelati gli interessi di tutte le categorie di soggetti coinvolti nell'attività imprenditoriale; su tutti, i creditori sociali.²

In tal senso, la dottrina e la giurisprudenza italiana si sono mosse con decisione, in linea con gli altri ordinamenti comunitari, verso la costituzione di un nuovo diritto societario della crisi, affinché gli elementi e gli istituti del diritto fallimentare possano trovare precisa sistemazione nel diritto societario, realizzando a livello legislativo, quella funzione di bilanciamento tra gli interessi dei soci e dei creditori che, ad oggi, nelle società di capitali, viene svolta dall'organo amministrativo.³

Trovare un punto di equilibrio tra quelli che sono istituti giurisprudenziali formati nelle corti del Delaware, e le esigenze di inserire aspetti di tali istituti in un sistema codificato, coerente con norme e fonti legislative superiori, è stata una sfida che il legislatore nazionale ha accettato, non senza sollevare incongruenze tra le procedure

¹ La concezione dei doveri fiduciari degli amministratori quale parametro di valutazione della condotta dell'organo amministrativo di una società di capitali trova la sua origine proprio nella figura statunitense dei *fiduciary duties* esaminata nel capitolo III.

² Cfr. C. IBBA, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (diritto societario quo vadis?)*, in *Rivista delle Società*, 2016, pag. 1026

³ Cfr., sul punto, V. ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, Giuffrè, 1979, p. 134.

concorsuali oggetto di questa analisi, incongruenze la cui manifestazione si acuisce in relazione alla figura degli amministratori di società di capitali.

I *duties of directors* statunitensi enucleati ed esplicitati nel capitolo precedente, si basano sul rapporto fiduciario insito all'interno di ogni società di capitali.⁴

I doveri degli amministratori delle società di capitali, nel diritto interno, hanno una componente fiduciaria, insita nella nomina di questi ultimi da parte dell'assemblea dei soci.⁵

Oltre ad una componente fiduciaria, nel corpus normativo del Codice Civile e della legge fallimentare, si rinvencono dei precisi doveri normativi degli amministratori, che devono essere da questi rispettati in ogni tempo.

Il manifestarsi dei primi sintomi di una crisi d'impresa, pone i problemi derivanti dalla partecipazione al rischio d'impresa da parte dei creditori; partecipazione, come ampiamente affermato nei capitoli precedenti, atipica, in quanto il creditore sociale non ha poteri di ingerenza sulle decisioni strategiche di business della società di capitali.⁶

La tematica centrale è la medesima che ha rappresentato il filo conduttore di questa analisi: la graduale erosione del capitale sociale, per quanto non possa ancora essere considerata una manifestazione dello stato di insolvenza o, più in generale, di crisi dell'impresa, spinge il consiglio di amministrazione ad adottare politiche di *governance* che soddisfino maggiormente gli interessi dei soci.⁷

Lo sviluppo di politiche imprenditoriali maggiormente rischiose, comporta il trasferimento del rischio d'impresa sui creditori sociali, poiché, in virtù del regime

⁴ V. *supra*, Cap. III, §1.

⁵ Così, l'art 2368 c.c., per il quale, "*La nomina degli amministratori spetta all'assemblea, fatta eccezione per i primi amministratori, che sono nominati nell'atto costitutivo...*".

⁶ Sulle considerazioni svolte circa la sostituzione dei creditori sociali ai soci quali *residual claimants*, cfr. Cap. I, §2 e Cap. II, §3.

⁷ Come esposto nel capitolo I, l'emergere di uno squilibrio patrimoniale comporta una propensione all'adozione di politiche imprenditoriali finalizzata ad una gestione maggiormente rischiosa dell'impresa al fine di recuperare le perdite subite.

della responsabilità limitata, l'unica garanzia per il soddisfacimento dei propri crediti è rappresentata dal patrimonio sociale.⁸

L'effetto negativo delle azioni degli amministratori di adottare siffatte decisioni si ripercuoterebbe sui creditori sociali, in virtù delle considerazioni fin qui svolte, e nei confronti della società di capitali intesa nel suo complesso, poiché la continuità aziendale potrebbe essere compromessa per tutelare gli interessi dei soci.

Tali considerazioni iniziali permettono di sviluppare un percorso di analisi speculare a quello svolto circa l'ordinamento statunitense.

Sussistono dei precisi doveri degli amministratori di prevenzione dell'insolvenza e di gestione della crisi, una volta che quest'ultima si manifesti in un concreto squilibrio economico che possa fungere da presupposto per l'accesso ad una procedura concorsuale.

Come si avrà modo di esporre nel prosieguo della trattazione, il diritto societario della crisi, nei suoi recenti sviluppi, predilige la forma della continuità aziendale, affinché la società possa operare sul mercato con concrete prospettive di ripresa. A tal fine, parte di questa analisi sarà incentrata sui doveri di gestione in seguito alla presentazione di una domanda di concordato preventivo con continuità aziendale ovvero di accordo di ristrutturazione dei debiti.

La conclusione del percorso di indagine circa la nuova branca del diritto societario, presenterà alcune delle considerazioni *de jure condendo* attualmente sottoposte all'esame della Commissione Rordorf, sulla questione della riforma del diritto fallimentare.

⁸ La responsabilità limitata crea la separazione patrimoniale tra il patrimonio sociale e quello personale dei soci. Come evidenziato in precedenza, i creditori non hanno modo di aggirare la responsabilità limitata, ciò in virtù del giusto principio di iniziativa economica. V. anche *supra* Cap. I, §1.

1. Previsione dell'insolvenza e gestione professionale.

Come ampiamente esposto nei capitoli precedenti, la crisi dell'attività d'impresa è ad oggi considerato un evento genetico dell'attività imprenditoriale. Dato l'accesso sempre più frequente al mercato del capitale del rischio, si ritiene che l'attività d'impresa risenta per prima dell'oscillamento dei mercati finanziari, che influenzano direttamente gli investimenti delle società. Un piano imprenditoriale attuato dal *board* di una società, per quanto redatto analiticamente sulla base di analisi dettagliate sulle prestazioni future della società e del mercato all'interno del quale l'impresa opera, potrebbe improvvisamente risentire delle variazioni dei mercati finanziari.

In un contesto economico mondiale di grande incertezza, le società di capitali fanno ricorso all'indebitamento al fine di investire grandi quantità di capitale in un progetto imprenditoriale valutato dai soci e dagli amministratori sociali. Soprattutto nelle fasi iniziali dell'investimento, la società di capitali può ritrovarsi ad agire in una situazione patrimoniale in cui le passività superano le attività. Lo sviluppo positivo di una politica imprenditoriale ad alto rischio, tuttavia, genera attività maggiori che comportano il ripristino della situazione patrimoniale positiva e un beneficio diretto per il capitale sociale. Al contrario, qualora le società di capitali dovessero in ogni tempo operare in una situazione patrimoniale positiva, opererebbero attraverso politiche imprenditoriali a basso rischio ma con bassa retribuzione capitale.⁹

Emerge dunque la necessità di identificare un dovere di prevenzione dell'insolvenza, che non può coincidere con un obbligo di non indebitarsi o di non agire in una situazione di squilibrio patrimoniale.

Affinché, dunque, possa enuclearsi un dovere di prevenzione dell'insolvenza, è necessario dotarsi di strumenti efficienti volti alla previsione di una situazione patrimoniale insolvente.

Facendo riferimento ai postulati dell'economia aziendale, la gestione dell'impresa in modo professionale è di per sé attività pianificata e programmata. La pianificazione dell'attività, al fine di raggiungere gli obiettivi economici prefissati, necessita di una

⁹ Cfr. P. CARRILLO, *Corporate Governance: Shareholders' Interests' and Other Stakeholders' Interests*, in *Corporate Ownership&Control*, 2007, p. 96 ss.

componente di previsione futura circa gli andamenti di mercato, che l'economista trae dalle analisi aziendali dei propri bilanci e dei valori azionari.

A differenza delle discipline economiche, che pongono l'incertezza dei mercati alla base delle più recenti teorie di gestione d'impresa¹⁰, il giurista non può considerare gli elementi incerti come presupposto legislativo.¹¹

Nelle società di capitali, il dovere di prevenzione dell'insolvenza e la connessa previsione delle situazioni economiche avverse rientrano nella nozione di "gestione dell'impresa", funzione peculiare, come noto, degli amministratori di società.

Sul punto, è interessante sottolineare come la dottrina abbia dettagliatamente distinto la funzione di amministrazione della società dalla funzione di gestione dell'impresa¹². Quest'ultima viene intesa come un'attività finalizzata alle scelte di politiche imprenditoriali. La funzione di amministrazione, invece, è attività tecnica con cui gli amministratori devono tutelare gli interessi della compagine societaria attraverso la predisposizione di strutture organizzative interne volte alla migliore realizzazione del maggior vantaggio patrimoniale.

Ormai pacificamente si fa rientrare l'attività di gestione tra le funzioni dell'amministrazione, intesa come "*l'esercizio dell'attività economica che costituisce l'oggetto sociale, per il conseguimento dello scopo di lucro che è lo scopo finale*".¹³

Non vi è dubbio, dunque, che fra i doveri specifici degli amministratori di società di capitali rientra quello di gestire in modo professionale l'attività sociale.

Ai fini di questa analisi, occorre ricollegare la gestione professionale al dovere di prevenzione di una situazione di insolvenza, attraverso la pianificazione delle future decisioni di business e ad una efficiente predisposizione di strutture organizzative

¹⁰ Per gli studi economici circa l'incertezza dei mercati, cfr. R. H. COASE, *The nature of the firm*, 1931, ed inoltre R. M. CYERT – J. M. MARCH, *A Behavioral Theory of the Firm*, 1963.

¹¹ L'incertezza, elemento proprio dei mercati finanziari, non può essere considerata un elemento normativo: così la riflessione di G. D'ATTORRE, *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par condicio creditorum e principio di uguaglianza tra soci*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 852 ss.

¹² Così C. ANGELICI, *Società per azioni*, Giuffrè, Torino, 2012, p. 998. L'autore riprende l'opinione di G. MINERVINI, *Gli amministratori*, cit., p. 182 s.

¹³ Cfr. G. MINERVINI, *Gli amministratori*, Milano, 1956 p. 217 s

che possano in ogni momento fornire un quadro complessivo chiaro ed esaustivo a coloro che devono gestire l'andamento della società di capitali.

Per tali ragioni, parte della dottrina identifica nella funzione amministrativa un potere-dovere, che deve essere esercitato nell'interesse della compagine societaria nel rispetto della tipologia di attività indicata nell'atto costitutivo: "*amministrare non è soltanto esercitare un potere, ma anche adempiere ad un dovere*".¹⁴

Tali considerazioni rendono più facile la lettura dell'art. 2380-bis c.c., nel quale il legislatore esplicitamente attribuisce la competenza esclusiva della gestione dell'impresa agli amministratori. La riforma del 2004 del diritto societario, infatti, opera una profonda innovazione del momento gestionale, enucleando un principio di *governance* secondo cui la gestione di una società di capitali spetta *esclusivamente* agli amministratori sociali. E tale principio, per quel che si esporrà in seguito, deve ritenersi inderogabile.

Nel costante dibattito circa il reale confine funzionale tra assemblea e organo amministrativo, l'art. 2380-bis c.c. delinea una profonda demarcazione di competenze tra i due organi sociali: in buona sostanza, all'assemblea compete una funzione di indirizzo generale sulle politiche imprenditoriali ed una funzione di controllo che si esaurisce nella nomina degli amministratori e nell'approvazione annuale del bilancio. A tali funzioni generali, sono correlati inoltre il potere di revoca o di non riconferma della carica. Occorre tuttavia sottolineare come l'assemblea dei soci non possa interferire con le decisioni di gestione assunte da parte dell'organo amministrativo, se non nella forma estrema della revoca della fiducia, considerata ad oggi in dottrina la forma di interferenza più grave e che mina alle fondamenta il rapporto fiduciario tra assemblea dei soci e consiglio di amministrazione.¹⁵

Viene ora da chiedersi quale sia la fonte del potere di gestione esclusivo che il codice civile riconosce all'organo amministrativo. La dottrina, infatti, non si limita ad

¹⁴ Cfr. V. ALLEGRI, *Contributo allo studio*, cit., p. 131.

¹⁵ Cfr. sul punto G. BUONOCORE, *La riforma delle società*, in *Gco*, 2003, 4, suppl., 8.

individuare genericamente nel dettato normativo rappresentato dal Codice, la fonte del potere di gestione.¹⁶

I poteri gestori del consiglio di amministrazione di una società di capitali riconosciuti dall'art. 2380-bis c.c., trovano la loro fonte nell'oggetto sociale, che deve essere inteso anche quale limite dell'azione degli amministratori.

È proprio grazie all'oggetto sociale, dunque, che si può delineare positivamente il contenuto esigibile da parte dell'organo di amministrazione di una società di capitali.^{17 18}

La norma in esame, dunque, non lascia spazio ad alcun dubbio sulla natura del dovere gestorio: esso ha fonte legislativa, e non statutaria, come sostenuto da parte della dottrina prima della riforma del diritto societario con cui l'art. 2380-bis c.c. è stato introdotto. La norma in esame, infatti, enuclea un limite concreto alla gestione, la quale deve avvenire in piena conformità con l'oggetto sociale.

Emerge dunque come l'oggetto sociale possa essere inteso non solo come lo scopo-mezzo con il quale gli amministratori devono positivamente far fronte ai propri doveri di gestione della società di capitali, ma anche come lo scopo-fine dell'attività d'impresa della società, che consiste nel realizzare lo scopo lucrativo.

A tal fine, occorre sottolineare come l'oggetto sociale debba necessariamente essere indicato dallo statuto in termini determinati, affinché l'attività economica non possa svolgersi secondo profili di genericità.¹⁹

Con riferimento all'oggetto sociale, si tratta di definire, nello statuto societario, in termini astratti un'attività da svolgersi in futuro.²⁰

¹⁶ Così, G.D. MOSCO, *Art. 2380-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, cit., vol. II, p. 213.

¹⁷ Le considerazioni sin qui svolte sull'art. 2380-bis si applicano anche al consiglio di gestione nel sistema dualistico (art. 2409-novies c.c.) e per il consiglio di amministrazione nel sistema monistico (art. 2409-septiesdecies).

¹⁸ L'articolo in esame ha posto fine al dibattito circa la definizione del contenuto dell'attività di gestione. La dottrina maggioritaria, rappresentata egregiamente da G.D. MOSCO, *Art. 2380-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, cit., vol. II, p. 590, proponeva infatti un'interpretazione più ampia della locuzione "operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale".

¹⁹ Cfr. le pronunce del Trib. Ascoli Piceno, 17 marzo 1987, in *Società*, 1987, p. 849; Trib. Milano, 9 marzo 1999, in *Giur. It.*, 1999 c. 1665.

²⁰ Cfr. sul punto, per un'analisi dettagliata, C. CACCAVALE, *Determinatezza dell'oggetto sociale ed eterogeneità delle attività economiche*, in *Contratto e Impresa*, n. 4-5, 2008.

La lettura sistematica del potere-dovere di gestione della società per azioni può essere sintetizzata in una competenza residuale e generale, rispetto alle competenze dell'assemblea dei soci, stabilite dalla legge; assumerà invece un carattere generale ed esclusivo con riferimento alle competenze attribuite all'assemblea dei soci attraverso lo statuto, che, in ogni caso, è bene ricordare che non possono andare oltre il mero carattere autorizzatorio di determinate decisioni.²¹

A conferma della rigida separazione delle competenze previste per le società di capitali, si riporta la lettura dell'art. 2364 c.c. per cui l'organo amministrativo, per talune decisioni, può richiedere all'assemblea un parere non vincolante, senza mai spogliarsi tuttavia del proprio potere decisionale. Qualunque statuizione o clausola statutaria contraria a tale principio, deve considerarsi nulla.²²

Questo avviene in contrapposizione a quanto previsto *ex lege* per le società a responsabilità limitata, dove i soci possono differenziare l'organizzazione interna della società per meglio adattare la struttura societaria alle proprie esigenze imprenditoriali. Tuttavia, per quanto si possa ravvisare una maggiore preminenza e ingerenza dei soci di s.r.l. nella gestione della compagine societaria, non si può *sic et simpliciter* affermare che gli amministratori di s.r.l. abbiano meno vincoli nei confronti della società rispetto a quelli di s.p.a..

La gestione da parte degli amministratori, infatti, non può essere considerata alla stregua di una mera esecuzione delle direttive provenienti dai soci della s.r.l., benché non trovi un'esplicita affermazione normativa, come nel caso delle s.p.a., dove l'art. 2380-bis c.c. pone la fonte legislativa del potere-dovere di gestione.

Tale dovere si ravvisa in capo agli amministratori di s.r.l. attraverso la lettura dell'art. 2476, co. 7 c.c., ove vengono esplicitati i loro doveri e le loro responsabilità verso la compagine societaria.

In virtù della responsabilità solidale degli amministratori con i soci per il compimento di atti dannosi e pregiudizievoli della compagine sociale, occorre

²¹ Il nostro ordinamento prevede infatti, attraverso rigorose previsioni di legge, la delimitazione delle possibilità di intervento dei soci nella competenza esclusiva degli amministratori di gestire la società.

²² Cfr. la decisione del Trib. Torino, 10 agosto 1988, in *Giur. It.*, 1988.

giungere alla necessaria conclusione della sussistenza di un preciso dovere di gestione anche in capo agli amministratori di s.r.l.²³

Si incorrerebbe in un grave errore nell'affermare che gli amministratori di s.r.l. siano meri esecutori della volontà dei soci. A tal fine, il dettato normativo dell'art. 2476, co. 7 afferma inequivocabilmente che la responsabilità dei soci è eventuale rispetto a quella degli amministratori, e che si deve intendere necessaria nel momento in cui siano venuti meno ai loro doveri previsti dalla legge o dall'atto costitutivo.

Emerge dunque, come sottolineato da autorevole dottrina, che la responsabilità degli amministratori non si fa dipendere dalla presenza o meno dei soci nella gestione dell'attività d'impresa.²⁴ Tale forma di responsabilità prescinde infatti da qualsiasi intervento dei soci nella formazione della politica imprenditoriale alla base di una determinata delibera del CDA.

Sempre con riferimento alle società a responsabilità limitata, è interessante osservare come gli amministratori siano tenuti ad effettuare una funzione di controllo sulle decisioni di gestione assunte dai soci, qualora ritengano che tali decisioni siano contrarie alla legge o allo statuto societario.

In ragione di tale lettura, nella società a responsabilità limitata parte della dottrina ritiene, giustamente, che si verifichi un'inversione dell'ordinario rapporto tra soci e amministratori, poiché questi ultimi assumono una funzione di controllo circa l'operato dei soci, in relazione alle operazioni gestorie di competenza dei soci.²⁵

Gli amministratori di s.r.l., infatti, hanno *ex lege* un potere di gestione generale, ma non esclusivo, a differenza di quanto viene riconosciuto per gli amministratori di società per azioni, dove, come visto, il potere di gestione individuato dal codice non lascia spazio a dubbi interpretativi.

²³ Sul punto, cfr. la posizione di G.D. MOSCO, *Funzione amministrativa e sistemi d'amministrazione*, in: Trattato delle società a responsabilità limitata, Padova, CEDAM, p. 18 ss., in cui viene esplicitata la necessità di una distinzione esplicita tra la funzione amministrativa attribuita agli amministratori e la sfera sociale.

²⁴ Cfr. G.D. MOSCO, *Funzione amministrativa*, in *L'amministrazione*, p. 26.

²⁵ Cfr. D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, 2012, p. 11.

Da ciò ne consegue che gli amministratori, in relazione alle decisioni assunte dai soci, devono svolgere una funzione di controllo sulla legittimità degli atti o delle operazioni oggetto delle disposizioni.

Tali considerazioni permettono di giungere alla conclusione che anche nelle società a responsabilità limitata si identificano precisi doveri in capo agli amministratori di assumere decisioni operative finalizzate al perseguimento dell'oggetto sociale, al fine di meglio tutelare l'interesse della compagine societaria nel suo insieme. Tale impostazione risulta coerente con quanto in precedenza affermato circa l'art. 2380-bis c.c.

Una volta posta la stretta correlazione tra il potere-dovere di gestione della società di capitali e il conseguimento dell'oggetto sociale, occorre indagare se a carico dell'amministratore sussista un dovere di prevenire l'insorgere dell'insolvenza e di cogliere la manifestazione della crisi d'impresa.

Al pari del diritto statunitense, il riconoscimento da parte dell'ordinamento giuridico italiano di un potere di gestione in capo agli amministratori, comporta il riconoscimento di un elemento fiduciario all'interno della compagine sociale. Tale elemento fiduciario, tuttavia, non si deve considerare quale *fiduciary duty* di costruzione giurisprudenziale, poiché trova la sua fonte normativa nel Codice Civile. L'oggetto sociale, così come indicato in precedenza, deve essere considerato quale fonte e limite del potere di gestione da parte degli amministratori. Il rispetto dell'oggetto sociale presuppone che gli amministratori adottino ogni decisione che possa non solo favorire lo sviluppo della società di capitali di pari passo all'esercizio dell'attività sociale, ma tali decisioni devono poter garantire la continuità dell'attività d'impresa in linea con l'oggetto sociale indicato statutariamente.

Ed in virtù di quanto affermato nei capitoli precedenti, la situazione patrimoniale *in bonis* è quella che meglio garantisce stabilità e sicurezza all'andamento economico della compagine sociale, garantendo, di conseguenza, anche il rispetto del limite rappresentato dall'oggetto sociale.

Ragionando sulla natura stessa dell'oggetto sociale in una società di capitali, esso può essere conseguito solamente attraverso lo sviluppo di attività imprenditoriale. Da

questa affermazione si evince come un dovere di prevenzione dell'insorgere della crisi sia imputabile agli amministratori di società di capitali.

Ed il riconoscimento di tale dovere avviene proprio in virtù del carattere imprenditoriale dell'attività svolta dalla società di capitali.

Sul punto, la dottrina maggioritaria è concorde nell'affermare che il potere-dovere di gestione della società ricomprende "*il dovere costante di assicurare le condizioni per la salvaguardia e l'efficienza dell'attività imprenditoriale della società*".²⁶

Ragionando sul risvolto pratico delle considerazioni svolte, si può riconoscere un dovere di monitoraggio della situazione patrimoniale e finanziaria della società costante, che possa far rilevare i sintomi della crisi in una fase antecedente alla cessazione della stabilità patrimoniale a fronte di uno squilibrio finanziario che imponga in seguito l'accesso ad una procedura concorsuale. D'altronde, una forma simile di dovere era stata già osservata in relazione al *duty of care* nella tradizione giuridica statunitense, ove il costante monitoraggio delle forme organizzative interne della società risulta essere considerato, negli Stati Uniti, parametro di valutazione dell'efficienza dell'operato del *board of directors*.²⁷

Occorre dunque che una società di capitali si possa dotare di una efficace organizzazione interna che faciliti la prevenzione della crisi e consenta una costante informazione sulla situazione patrimoniale della compagine societaria.

Nel diritto italiano, in passato si era dubitato della valenza vincolante per gli amministratori di tali considerazioni, poiché non vi era un preciso obbligo di assicurare il monitoraggio interno attraverso una struttura organizzativa.

La riforma del diritto societario del 2004, al fine di porre rimedio a questa lacuna, ha inserito nel Codice Civile un preciso dovere di diligenza professionale che include in sé il dovere di agire in modo informato (art. 2381, co. 6) e il dovere degli organi delegati di curare l'assetto organizzativo, in modo che sia "adeguato alla natura ed alle dimensioni dell'impresa" (art. 2381, co. 5).²⁸

²⁶ Cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni. Princìpi e problemi*, cit. p. 390.

²⁷ V. *supra*, Cap. III, §1.

²⁸ Così, inequivocabilmente l'art. 2381 co. 5: "*Gli organi delegati curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa e riferiscono al consiglio*

Quest'ultimo dovere, in particolare, ha carattere generale, e deve essere osservato indipendentemente dalla ripartizione di competenze tra consiglio di amministrazione e amministratori delegati.

Non è un caso che il legislatore faccia esplicito riferimento alla dimensione dell'impresa, intendendo, in tal senso, dettare una normativa che si applichi il più possibile alle società di capitali e che possa favorire in tal senso il conseguimento dell'oggetto sociale.

L'adeguatezza dell'organizzazione interna, dunque, non viene standardizzata dal legislatore, nel suo intento di fornire una normativa di riferimento il più ampia possibile, senza incorrere nel particolarismo legato alle differenti estensioni delle società di capitali.

La differente estensione dimensionale di una società di capitali, dunque, non incide sull'applicazione della normativa in esame, poiché l'organizzazione interna deve rispettare il criterio di adeguatezza posto dal legislatore a prescindere da ogni considerazione sull'estensione della società di capitali.

Nel momento in cui gli assetti organizzativi non consentano di rilevare tempestivamente eventuali perdite di bilancio, lo standard di adeguatezza risulterà essere violato dalla mancata predisposizione di un'organizzazione efficace e, di conseguenza, l'organo amministrativo verrebbe meno al suo dovere di prevenzione, con conseguente pregiudizio arrecato all'oggetto sociale prima ancora che alla compagine sociale nel suo insieme.

La norma in esame, nonostante introduca un preciso dovere di osservare l'equilibrio finanziario, solleva al contempo numerose questioni circa la valutazione, nei casi concreti, del rispetto di tali doveri.²⁹

Nel corso della trattazione, si è fatto più volte menzione del ricorso al capitale di debito da parte delle società di capitali: una scelta, questa, che nell'ultimo decennio

di amministrazione e al collegio sindacale, con la periodicità fissata dallo statuto e in ogni caso almeno ogni sei mesi, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate. Gli amministratori sono tenuti ad agire in modo informato; ciascun amministratore può chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società.

²⁹ L. STANGHELLINI, *Creditori "forti" e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Il fallimento*, 2006, p. 378 s.

ha fatto sì che molte società di capitali intraprendessero delle operazioni imprenditoriali a lungo termine, con conseguenze dirette sulla solvibilità del patrimonio sociale nel breve periodo.

Tali strategie imprenditoriali rappresentano una precisa volontà dell'organo di gestione, di concerto con l'assemblea dei soci, affinché gli investimenti del capitale sociale possano beneficiare della leva finanziaria connessa ad ogni investimento.

Senza pretese di analisi economiche degli aspetti in esame, la leva finanziaria consente ai soci di aumentare la percentuale di remunerazione della propria partecipazione sociale senza aggiungere ulteriore capitale di investimento. In conseguenza di ciò, a fronte di un elevato rendimento in seguito alla conclusione favorevole dell'investimento finanziario, è correlato un elevato rischio di riuscita dell'operazione.³⁰

L'acquisizione di nuovo capitale di debito comporta un momentaneo squilibrio finanziario per tutta la durata dell'investimento. Una società di capitali che presenta un portfolio diversificato di investimenti finanziari, ipotesi frequente nel panorama dei mercati capitalistici, sicuramente risulta essere maggiormente esposta alle oscillazioni dei mercati finanziari. In una siffatta situazione, il rischio di insolvenza è notevolmente ampliato, rispetto ad una situazione patrimoniale in cui gli investimenti societari sono ridotti al minimo e presentano profili di rischio estremamente bassi.

Gli investimenti finanziari, dunque, espongono le società di capitali al rischio di incorrere in una situazione di squilibrio finanziario, dalla quale potrebbe in seguito manifestarsi una situazione di crisi d'impresa.

Alla luce di queste considerazioni, emerge come le operazioni imprenditoriali intraprese dagli amministratori, devono tener conto della situazione patrimoniale attuale della società, affinché possa essere valutato il profilo di rischio di un investimento sotto ogni punto di vista. A tal fine, l'ordinamento giuridico richiede che vengano predisposte strutture organizzative interne che permettano di

³⁰ Sul punto, la leva viene analizzata in senso giuridico da L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Mulino, 2010, p. 21.

considerare ogni aspetto collegato al rischio d'impresa delle nuove operazioni finanziarie.

Al contrario, operare all'interno di una situazione finanziaria equilibrata consente alla società di capitali e ai suoi amministratori di agire correttamente nell'esercizio delle loro funzioni, affinché possa essere evitato il più possibile il ricorso all'indebitamento dopo che si sono manifestati i primi sintomi della crisi d'impresa.

Giova a tal punto precisare come non possa essere indicato normativamente l'esatto rapporto che deve incorrere tra capitale di debito e capitale di rischio.³¹ Essendo l'attività d'impresa, per definizione, legata all'incertezza, le avverse situazioni economiche legate all'andamento dei mercati finanziari non permettono di imporre delle norme volte a identificare un comportamento esigibile da parte degli amministratori. Il legislatore, non a caso, ha inserito dei doveri di comportamento in funzione preventiva, ma non ha imposto un obbligo giuridico di non operare economicamente in una situazione patrimoniale avversa, poiché sarebbe lesivo del principio del libero agire economico sancito dalla Costituzione.³²

Sulla scorta di quanto emerso finora, occorre osservare come il legislatore nazionale abbia preferito introdurre degli interventi normativi che privilegiano il modello dello standard, piuttosto che della regolamentazione normativa. Il legislatore ha infatti introdotto il criterio della pianificazione e della previsione della crisi, quale standard di valutazione di condotta esigibile da parte degli amministratori di società di capitali.

Lo standard di previsione emerge dalla lettura delle norme introdotte a garantire una struttura organizzativa volta a dare effettiva valenza alla principio del *going concern* introdotto con la quarta direttiva CEE all'art. 31 (1) (a).

Dalle disposizioni comunitarie emerge una chiara volontà di introdurre un principio prudenziale volto ad assicurare la continuità aziendale. In tal senso, la redazione del bilancio d'esercizio deve avvenire in conformità con i principi indicati dalla Direttiva CEE. In particolare, si richiede a coloro i quali sono preposti alla redazione del

³¹ Sul punto, si parla di un parametro strettamente economico. Parametri giuridici, come si dirà nel prosieguo della trattazione, vengono invece posti dalla normativa del Codice Civile.

³² Ai sensi dell'art. 41 Cost., infatti, "L'iniziativa economica privata è libera".

bilancio, di tener conto di tutti i rischi prevedibili e di indicare eventuali perdite che si potrebbero generare in relazione a rapporti contrattuali pendenti nel corso dell'esercizio o derivanti da un esercizio anteriore.³³

Ad ulteriore corollario di quanto affermato a livello comunitario, vi è la presenza di ulteriori indicazioni normative nel Codice Civile: l'art. 2428 c.c., richiede infatti che coloro i quali hanno l'obbligo di redigere il bilancio di esercizio, debbano necessariamente indicare i principali rischi ed incertezze a cui la società è esposta, oltre che allegare una relazione sull'evoluzione prevedibile della gestione.

A ciò si aggiunga l'obbligo imposto dalla legge per gli amministratori delegati di riferire periodicamente al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale circa *"il generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione, nonché sulle operazioni di maggiore rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate"*.³⁴

Il quadro normativo, nonostante non sia di immediata ricostruzione, risulta dunque essere coerente con quanto fin qui esposto: il potere di gestione che viene riconosciuto agli amministratori deve essere integrato con il dovere di previsione dell'insolvenza, al fine di rispettare la fonte normativa stessa di tale potere: l'oggetto sociale.

La ricostruzione in esame, seppur utilizzando vie diverse da quelle giurisprudenziali adoperate nell'analisi del diritto giurisprudenziale statunitense, giunge alle medesime conclusioni: esiste un momento antecedente all'emersione della crisi che deve essere valutato in caso di una successiva crisi d'impresa.

³³ Sul punto, il testo della Quarta Direttiva CEE, art. 31:

1. Gli stati membri garantiscono che la valutazione delle voci dei conti annuali si faccia conformemente ai seguenti principi generali:

- A) si presume che la società continui le proprie attività;
- B) i modi di valutazione non possono essere modificati da un esercizio all'altro;
- C) occorre in ogni caso osservare il principio della prudenza e in particolare :
- D) si deve tener conto degli oneri o dei proventi relativi all'esercizio al quale i conti si riferiscono, senza considerare la data del pagamento o dell'incasso delle suddette spese o dei suddetti proventi;
- E) gli elementi delle voci dell'attivo e del passivo devono essere valutati separatamente;
- F) lo stato patrimoniale di apertura di un esercizio deve corrispondere allo stato patrimoniale di chiusura dell'esercizio precedente.

³⁴ Così, l'art. 2381, co. 5, c.c.

Alle medesime conclusioni si giunge utilizzando quale parametro di lettura gli strumenti di *soft law* presenti nel nostro ordinamento, poiché a tali principi fa espressamente riferimento il codice di Autodisciplina delle società quotate (Codice Preda).³⁵

Più in generale, occorre sottolineare come il nostro ordinamento riconosca ormai dei doveri di prevenzione ricollegati alla necessità di effettuare una valutazione prognostica circa i reali rischi di attuazione di una determinata politica imprenditoriale. Le valutazioni preventive risultano essere determinanti nella scelte delle politiche imprenditoriali operata dagli amministratori di società di capitali quando ad essere esposte maggiormente al rischio di impresa siano le retribuzioni delle posizioni di debito della società di capitali. In tal caso, si richiede che gli amministratori abbiano cura di assicurarsi che le liquidità generate dall'operazione siano sufficienti a far fronte alle obbligazioni assunte.³⁶

La crescente importanza della tutela dei creditori sociali in funzione preventiva, emerge con chiarezza in relazione alle operazioni di *merger leveraged buy out*.³⁷

La riuscita dell'operazione di fusione, in tal caso, viene subordinata alla redazione di un *business plan* comprensivo di piano economico e piano finanziario, da cui emergano in maniera inequivocabile le fonti delle risorse finanziarie e gli obiettivi perseguiti attraverso la realizzazione dell'operazione di fusione. La maggior tutela richiesta in questa fase antecedente l'operazione risponde alla ratio di voler concedere a tutti gli *stakeholders* la possibilità di opporsi, o, più in generale, di esercitare con maggiore cognizione di causa il proprio diritto di *voice*.

Operazioni di questa portata, infatti, incidono sull'andamento societario, restringendo il patrimonio sociale, garanzia delle obbligazioni societarie assunte in

³⁵ Cfr. Codice di Autodisciplina per le società quotate, art. 1.C.1., lett. C.

³⁶ Cfr. G. BOZZA, *Il trattamento dei crediti privilegiati nel concordato preventivo*, in *Il fallimento*, 2012, p. 379, il quale fa rilevare come, quando «*si attua un concorso tra creditori e l'approvazione da parte della maggioranza vincola anche la minoranza dissenziente, i creditori concorrono sulla base del principio di parità, salve le cause di prelazione, sicché, qualunque tipo di concordato proponga, il sacrificio che esso implica per i creditori non può che essere ripartito seguendo l'ordine delle prelazioni*».

³⁷ Come noto, vengono definite tali le operazioni di fusione a seguito dell'acquisizione dell'indebitamento. Ad oggi sono ammesse nel nostro ordinamento in seguito alla riforma del diritto societario, introdotte con novella dell'art. 2501-bis c.c.

precedenza. Dunque, al momento della presentazione di siffatte operazioni, gli amministratori devono garantire i creditori sociali che la propria pretesa giuridica verrà soddisfatta con le liquidità generate dalla società target in un arco temporale di media durata.³⁸

Dall'esempio del *leveraged buy out* emerge come sia evidente la tendenza del nostro ordinamento ad assicurare il più possibile che non vengano posti in essere comportamenti od operazioni a danno dei creditori sociali. In ragione di ciò, i dettagliati piani economici e finanziari che devono essere allegati alla proposta di fusione e gli stretti controlli che richiede il legislatore in pendenza di una situazione di squilibrio finanziario, risultano essere coerenti con l'impostazione generale che il diritto societario richiede in siffatte situazioni.

Nel momento in cui la situazione di crisi diviene conclamata, la valutazione finanziaria della società di capitali, assume capitale importanza nella disciplina fallimentare qualora gli amministratori della società vogliano effettuare un tentativo di ripristinare la situazione *in bonis*.

La legge fallimentare, infatti, permette l'accesso a nuovi finanziamenti anche in una situazione di squilibrio finanziario, purché siano rispettati gli obblighi di presentare un piano di fattibilità economica e giuridica del risanamento dell'attività d'impresa. Tale piano deve essere attestato da un professionista esterno all'impresa in possesso dei requisiti indicati dall'art. 67, co. 3, lett. D, l. fall.) che ne garantisca l'attendibilità e la plausibilità. La relazione in questione è condizione di procedibilità per l'accesso agli istituti predisposti dal legislatore atti a concedere un ultimo tentativo alla società di capitali in crisi. I meccanismi premiali degli accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 182-bis l. fall.) e del concordato preventivo (art. 160 l. fall.), sono volti a riassetare la struttura finanziaria della società di capitali, purché questo avvenga con il consenso di una maggioranza qualificata di creditori sociali e che a questi ultimi venga garantita la soddisfazione, anche in percentuale, dei propri crediti.

³⁸ Sul punto, P. MONTALENTI, *Art. 2501-bis*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, vol. III, Zanichelli, Bologna, 2004, p. 2321.

La valutazione del professionista in possesso dei requisiti di legge, è il presupposto per accedere ai finanziamenti in corso di procedura concorsuale. Tali finanziamenti, possono essere classificati come "funzionali" alla procedura, poiché l'accesso a tali finanziamenti è parte integrante del piano di risanamento per garantire la continuità aziendale (art. 182-quater, co. 2, l. fall) ovvero "in occasione" della procedura, come avviene nel caso del concordato in bianco (art. 161, co. 6, l. fall.).

Benché considerazioni più approfondite circa l'accesso alle procedure concorsuali per la società che versa in stato di crisi si renderanno necessarie nel corso della trattazione, la menzione di tali istituti risulta di fondamentale importanza nel contesto introduttivo dei doveri di previsione e pianificazione che la legge impone agli amministratori di società di capitali.³⁹

Il quadro dei poteri di gestione *ex* art. 2381, co. 3 fin qui tracciato, risulta essere coerente con le discipline e gli istituti testé menzionati, rilevando dunque come la necessità di tutela dei creditori, per quanto non abbia natura giurisprudenziale, a differenza che nelle corti del Delaware, trovi il suo nucleo nella codificazione, tipica degli ordinamenti appartenenti alla tradizione della *civil law*.

La valutazione *pro futuro* delle situazioni finanziarie generate dall'approvazione di un determinato piano di business, rispecchia la funzione di tutela dei creditori sociali, i quali subirebbero un pregiudizio rilevante in seguito all'aumentare della leva finanziaria e dunque dell'aumento del *ratio equity/ debt*.

I doveri degli amministratori devono essere osservati nella tutela della compagine societaria nel suo insieme, rendendosi figura di bilanciamento degli interessi contrapposti dei gruppi interni alla società. Perseguire finalità di risanamento in una situazione di crisi genera benefici per la società nel suo insieme, ottemperando il dovere di gestione di cui all'art. 2381 c.c.

Il sistema fin qui delineato, risulta essere coerente con le disposizioni del Codice Civile sulla tempestività della rilevazione della crisi dell'impresa attraverso la predisposizione di adeguati sistemi di controllo interno, esplicitati dalla funzione di

³⁹ Cfr. sul punto, G.D. MOSCO, *Concordato preventivo e piani negoziali per il risanamento dell'impresa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 373 ss.

risk management, corollario del principio dell'agire in modo informato valido per tutti gli amministratori.⁴⁰

La dottrina, sul punto, individua nell'organizzazione aziendale il parametro di valutazione del rispetto da parte degli amministratori di tale obbligo.⁴¹ Il dovere di agire in modo informato presuppone la necessità di predisporre un'organizzazione interna che sia volta ad ottenere in ogni momento le informazioni necessarie alla gestione. Ogni amministratore ha il dovere di rispettare tale previsioni normative, e nel suo agire emerge il carattere personale dell'azione: il dovere in esame, infatti, non è un dovere del consiglio di amministrazione inteso come organo collegiale, ma è dovere dei singoli amministratori che lo compongono. Dunque, nel caso in cui dall'organizzazione aziendale emerga una carenza o lacunosità di informazioni, sarà dovere di ogni singolo amministratore sollecitare maggiori parametri informativi.

Tale ricostruzione rappresenta, in ottica comparatistica, esplicazione del *duty of care* in precedenza analizzato con riferimento alla giurisprudenza statunitense. Il cd. *duty of monitor* risulta essere un principio assodato nella giurisprudenza del Delaware, quale parametro di valutazione dell'operato dei *directors* nella fase antecedente all'*insolvency*.⁴²

È dunque possibile giungere alla conclusione che l'attenzione verso la situazione finanziaria sia un dovere degli amministratori in qualunque momento della vita d'impresa. La predisposizione di nuovi piani di *business*, al pari di quella di efficaci apparati organizzativi volti a generare un costante flusso di informazioni, rientrano nel dovere di agire in modo informato da parte degli amministratori di società di capitali e del loro più ampio potere-dovere di gestione.

La tipologia di informazioni, in tal caso, è eterogenea, non avendo, il legislatore, imposto normativamente i mezzi con cui assumere tali informazioni. Il Codice Civile, infatti, impone un vincolo qualitativo sulle informazioni assunte, poiché la

⁴⁰ Cfr. P. MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2011, p. 827.

⁴¹ Cfr. P. ANGELICI, *Diligentia quam in suis e Business Judgment Rule*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006., p. 691.

⁴² V. *supra*, Cap. III, §4.

finalità di queste deve essere volta a garantire che i primi segnali della crisi d'impresa vengano tempestivamente rilevati dall'organo amministrativo.

In relazione alle fonti informative, è necessario distinguere la posizione di ciascun amministratore. Tali conclusioni possono essere estese anche alla disciplina delle s.r.l., nel momento in cui si rende applicabile in via analogica il regime di responsabilità predisposto per le s.p.a.⁴³

L'ordinamento italiano, dunque, al pari di quello statunitense, riconosce una forma di dovere per gli amministratori di evitare la crisi attraverso la prevenzione della stessa. Le modalità con le quali tali doveri devono essere rispettati trova la propria fonte nella legge e dalla lettura sistematica della normativa testé analizzata, a differenza di quanto avviene nelle corti statunitensi, ove la ricostruzione dei doveri di prevenzione rientrano nei più generali *duties of directors* di origine giurisprudenziale.

⁴³ Sul punto, cfr. F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Utet, Torino, 2013, p. 105 ss.

2. Il dovere di evitare la crisi.

Come emerso nel paragrafo precedente, gli strumenti normativi predisposti dal legislatore italiano permettono di identificare in capo agli amministratori di società di capitali, un preciso dovere di prevenire la crisi dell'impresa.

Alla luce di tale dovere, gli amministratori devono valutare le conseguenze delle proprie decisioni di business in un'ottica di previsione dei risultati economici e finanziari, sulla scorta di dati aziendali e informazioni strategiche ottenute attraverso un adeguato impianto organizzativo interno.

Tale premessa non deve in alcun modo diminuire il concetto di libero agire imprenditoriale, di cui gli amministratori sono i portavoce in relazione alle società di capitali.

Non si identifica dunque, in capo agli amministratori, una violazione dei propri doveri nei confronti della compagine societaria, qualora un determinato investimento o piano industriale non sia andato a buon fine. Né tantomeno si può identificare una responsabilità oggettiva dell'organo amministrativo per il sol fatto che si è manifestata una situazione di crisi d'impresa.

La violazione dei doveri sussiste nel momento in cui una decisione di business avallata dal consiglio di amministrazione superi il *quantum* di rischio che la dottrina definisce "naturale rischio imprenditoriale", e che dunque abbia come conseguenza quella di provocare l'emergere dello stato di crisi o di insolvenza.⁴⁴

Il rischio ricollegato ad ogni azione imprenditoriale, infatti, è implicito nell'agire in un contesto di mercato. Come già affermato in precedenza, le società di capitali, agendo nei mercati concorrenziali, devono affrontare il rischio proprio di ogni singolo mercato, connesso all'incertezza e alla conoscenza imperfetta delle variabili di mercato.⁴⁵

Attribuire una violazione dei propri doveri nei confronti della compagine sociale per il solo fatto di aver assunto una decisione di business non rivelatasi vincente per il patrimonio sociale, significherebbe identificare un'ibrida forma di responsabilità

⁴⁴ Cfr. sul punto C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., p. 185.

⁴⁵ Cfr. A. ALCHIAN, *Uncertainty, Evolution, and Economic Theory*, cit., p. 243.

oggettiva nei confronti degli amministratori, ricollegata, tra l'altro, ad un evento futuro e incerto quale è il risultato di una politica imprenditoriale.

Tali considerazioni tuttavia non permettono ancora di individuare quando ad un determinato comportamento da parte dell'organo amministrativo corrisponda una violazione dei doveri da parte degli amministratori nei confronti della società di capitali. Alla luce di quanto emerso, la condotta degli amministratori di società di capitali sarà lesiva dei doveri nei confronti della compagine sociale quando la finalità di una politica imprenditoriale non è il diretto beneficio della società, ma la decisione di assumere un determinato progetto di business è dettata da finalità esterne al conseguimento dell'oggetto sociale.

Come emerso in precedenza, la stabilità della situazione finanziaria, per una società di capitali, è di primaria importanza nell'ottica di investimenti futuri. Nel momento di emersione della crisi, tale stabilità diventa inoltre presupposto per la continuità aziendale, oltre che divenire obiettivo esplicito di eventuali piani di risanamento in pendenza di stato di insolvenza o di crisi.

Dunque, sarà dovere degli amministratori evitare ogni operazione che, seppur rispettosa del valore del patrimonio sociale al momento dell'inizio dell'operazione, pregiudichi la stabilità economica e finanziaria degli *asset* patrimoniali sociali.

In altre parole, la continuità aziendale deve essere assicurata già nella fase di implementazione di una nuova strategia imprenditoriale da parte degli amministratori.

Già in questa fase emerge il difficile compito di valutazione della potenziale riuscita di una strategia imprenditoriale che deve mirare al risanamento economico della società e al contempo garantire la continuità aziendale.

Tali decisioni imprenditoriali, al pari della condotta da parte dell'organo amministrativo, secondo la dottrina maggioritaria, deve essere valutata tenendo quale parametro di valutazione, ancora una volta, l'oggetto sociale.⁴⁶ A prescindere da qualsiasi tipologia di operazione che venga giudicata necessaria per il risanamento, il conseguimento dell'oggetto sociale non può essere messo in secondo

⁴⁶ Cfr. M. MIOLA, *L'oggetto sociale tra autonomia statutaria ed autonomia gestoria*, Napoli, 2007 , p. 712.

piano, e dunque l'operazione deve essere valutata in modo da non precludere il conseguimento di quest'ultimo. Da ciò deriva che ogni decisione che astrattamente possa comportare, attraverso il suo esito negativo, l'impossibilità di conseguire l'oggetto sociale, rientra nell'alveo della violazione dei doveri da parte degli amministratori di società di capitali. Il consiglio di amministrazione, dunque, non solo deve astenersi dall'autorizzare il compimento di qualsiasi operazione che sia contraria all'oggetto sociale in seguito al manifestarsi della situazione di crisi, ma tale divieto vige in ogni tempo, non dovendosi fare distinzione tra un prima e un dopo la manifestazione del dissesto patrimoniale.

In virtù del loro potere-dovere di gestione, così come emerge dall'art. 2381 c.c., le operazioni lesive dell'equilibrio economico e finanziario, quand'anche in linea con la disciplina normativa del capitale sociale, devono essere evitate.

Un esempio tipico a riguardo consiste nel già citato caso dell'assunzione di nuovi finanziamenti: benché da un punto di vista di diritto societario, il ricorso ai finanziamenti esterni sia una operazione frequente e che permette maggiori disponibilità liquide alla società, si ravvisa una violazione dei doveri nei confronti della compagine societaria da parte degli amministratori nel momento in cui la decisione operativa viene assunta nella consapevolezza che in virtù di tali investimenti, si verificherà uno squilibrio finanziario tale da incidere sulla continuità aziendale.⁴⁷

In tali casi, a venir meno è il requisito della programmazione richiesta dal parametro della corretta gestione imprenditoriale, corollario del più ampio principio dell'agire in modo informato. La lesione dell'integrità del patrimonio sociale, dunque, è direttamente riconducibile ad una mancata valutazione prospettica da parte degli amministratori, i quali non hanno pianificato a sufficienza le azioni imprenditoriali.

⁴⁷ La continuità aziendale, in seguito ai recenti sviluppi del diritto fallimentare italiano, deve essere garantita per poter accedere agli istituti del concordato preventivo *ex art.* 163 l. fall. con continuità, procedura che, di fatto, ha sostituito, nell'intento del legislatore, l'eccessivo ricorso alle dichiarazioni di fallimento. In tal modo, il legislatore, fornisce un duttile strumento normativo di ripresa per le imprese in crisi che dimostrino di voler assicurare, attraverso la continuità aziendale, il pagamento dei propri debiti, con conseguente ripristino di una situazione patrimoniale *in bonis*.

Il quadro in esame relativo a uno stato anteriore all'emersione della crisi o dell'insolvenza, deve essere ulteriormente analizzato *in seguito* al manifestarsi dei primi sintomi della crisi.

Il dovere di gestione professionale dell'attività d'impresa che è stato identificato in capo agli amministratori, impone che la gestione in questione debba essere in ogni momento finalizzata al conseguimento dell'oggetto sociale. Tale dovere di gestione permane anche nel momento in cui si manifestano i primi sintomi della crisi.⁴⁸

I principi di corretta amministrazione individuati in precedenza, impongono che gli amministratori debbano assumere tutte le decisioni idonee a contrastare l'emergere dell'insolvenza e volte a garantire la continuità aziendale. Senza quest'ultima, l'oggetto sociale non potrebbe essere conseguito ed è per tali ragioni che assicurare la continuità aziendale, nell'odierno diritto fallimentare, viene considerato il presupposto per l'accesso a numerosi istituti a carattere premiale.

Le politiche di risanamento, dunque, devono essere volte alla ripresa dell'attività d'impresa, come dimostrano i recenti interventi del legislatore nazionale nella riforma del diritto fallimentare, connotata da uno spiccato *favor* per la continuità aziendale piuttosto che per la liquidazione giudiziale dei beni facenti parte del patrimonio sociale.

Tale orientamento del legislatore, non è circoscritto al solo diritto fallimentare, ma come viene ad oggi considerato un preciso dovere giuridico degli amministratori nell'approssimarsi della crisi dell'impresa. Sul punto, la Suprema Corte di Cassazione, nel 1971, aveva già enucleato il principio per cui gli amministratori di società di capitali, in caso di squilibrio economico, devono esperire ogni tentativo, nelle apposite sedi, di riequilibrare le sorti finanziarie della società fino alla richiesta di dichiarazione di fallimento, ove si renda necessario.⁴⁹

L'oggetto sociale, dunque, funge da chiave di lettura delle azioni del consiglio di amministrazione. Gli amministratori, nel rispetto del loro potere di gestione, devono

⁴⁸ Cfr. S. AMBROSINI, *Appunti in tema di concordato con continuità aziendale*, *ivi*, 4 agosto 2013, p. 1 ss. (disponibile *on line* sul sito <http://www.ilcaso.it/articoli/371.pdf>)

⁴⁹ Cfr. Cass., 5 aprile 1971, n. 970. Sul punto, cfr. anche la giurisprudenza conseguente: Cass., 20 maggio 1993, n. 5736; Cass., 10 aprile 1996, n. 3321; Cass., 4 aprile 2001, n. 4937.

assicurare il conseguimento dell'oggetto sociale. In ragione di ciò, in una situazione di crisi, il conseguimento dei profitti non deve più avvenire con finalità lucrative, ma di risanamento della stabilità patrimoniale della società.

L'ulteriore limite normativo alle azioni del *board* è rappresentato dal rispetto degli interessi dei creditori. Lo scopo di lucro deve essere perseguito attraverso politiche imprenditoriali razionali, economiche e che tengano conto della posizione dei creditori sociali, quali *residual claimants* in una situazione di insolvenza manifesta.⁵⁰

L'oggetto sociale, da un lato, e gli interessi dei creditori, dall'altro, delimitano dunque l'ambito decisionale dei gestori della società di capitali fin dal momento della manifestazione dei primi sintomi della crisi d'impresa.

Nonostante nel diritto italiano non si sia mai fatta menzione della *zone of insolvency*, la teoria dell'oggetto sociale comporta introduce anche nel nostro ordinamento la rilevanza delle scelte imprenditoriali in un momento antecedente all'emersione della crisi.⁵¹

I doveri degli amministratori emergenti nel contesto fallimentare, inoltre, trovano una loro diretta conferma nel diritto societario, precisamente nella disposizione di cui all'art. 2392, co. 2 c.c., nel quale si delinea la responsabilità solidale degli amministratori che, nonostante fossero a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non ne abbiano impedito il compimento, eliminato o attenuato le conseguenze dannose.

Come più volte sottolineato dalla dottrina maggioritaria, tale profilo di responsabilità si evidenzia in relazione al dovere di compiere ogni azione necessaria per il conseguimento dell'oggetto sociale.⁵²

Il dovere di intervento e di iniziativa avverso i fatti pregiudizievoli, così come disposto dall'art. 2392, co. 2, ricomprende anche una tempestiva azione da parte dell'organo amministrativo, al momento della manifestazione dei primi sintomi della crisi d'impresa. Alla luce di tale lettura, è evidente come si ravvisino in capo agli

⁵⁰ V. *supra*, Cap. I, §1.

⁵¹ Cfr. G. SCHIANO DI PEPE, *Il concordato preventivo con «continuità aziendale» nel decreto legge 83/2012. Prime considerazioni*, in *Dir. fall.*, 2012, I, p. 482 ss.

⁵² Cfr. C. DI NANNI, *La vigilanza degli amministratori sulla gestione nella società per azioni*, Napoli, 2007, p. 156.

amministratori dei precisi doveri di procedere a operazioni imprenditoriali volte a risanare l'attività d'impresa e, al contempo, assicurare la continuità aziendale.

La legge, nel disporre tali strumenti normativi, non impone un obbligo giuridico di comportamento per gli amministratori: l'elaborazione dei piani imprenditoriali con cui conseguire il risanamento, dunque, viene rimessa alla capacità imprenditoriale dell'organo amministrativo, la cui conoscenza della compagine societaria risulta essere di fondamentale importanza nella fase di proposta del piano di risanamento. Sul punto, occorrono indicare dei principi generali che possono essere applicati ai diversi casi di specie.

Innanzitutto, i requisiti di fattibilità e attuabilità propri della disciplina fallimentare in relazione alla domanda di concordato preventivo o di accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 161, co. 3, art. 182-bis l. fall.) sono delle condizioni di procedibilità per avere accesso alla procedura: senza la valutazione preventiva positiva sulla fattibilità del piano, non si può far ricorso alla procedura fallimentare.⁵³

I concetti giuridici di fattibilità e attuabilità hanno dato luogo ad un acceso dibattito in dottrina circa la loro portata applicativa. La fattibilità di un piano, infatti, si riteneva facesse riferimento alla possibilità astratta, basata spesso su dati e analisi economiche, che l'esito della manovra imprenditoriale avrebbe dato risultati positivi in termini economici, generando guadagni positivi e determinanti per il risanamento dell'equilibrio patrimoniale.

Per ciò che concerneva l'attuabilità, la dottrina faceva riferimento ai dati empirici e al mercato nel quale la società operava, al fine di verificare in concreto, sempre attraverso un giudizio prognostico, quante possibilità aveva una determinata politica imprenditoriale di generare profitto, basandosi sui dati risultanti dagli esercizi di bilancio precedenti e dall'andamento attuale del mercato.

Ad oggi, il dibattito si è concluso, con l'orientamento prevalente, rappresentato dal Nigro, che ritiene il requisito della fattibilità assorbente rispetto a quello dell'attuabilità. Si suole ritenere dunque che la fattibilità del piano abbia ormai

⁵³ Cfr. A. PENTA, *Il concordato preventivo con continuità aziendale: luci ed ombre*, in *Rivista*, 2012, I, p. 673 ss.

incluso in sé la nozione di attuabilità, poiché il requisito in questione deve essere inteso come un parametro di ragionevolezza qualificata.⁵⁴

La ragionevolezza qualificata menzionata dalla dottrina prevalente, dunque, racchiude in sé i parametri teorici economici, che come tali, esulano dalla competenza di un giudice eventualmente adito per l'omologazione di un piano o di un concordato, e che pertanto necessitano dell'attestazione da parte di un esperto in materia circa la loro fattibilità. Ma nel concetto di fattibilità si ritiene che rientri ormai anche quello dell'attuabilità, poiché il contesto empirico nel quale opera la società di capitali rientra, ragionevolmente, nella valutazione che l'attestatore dovrà effettuare in merito alla fattibilità del piano. Da ciò si può desumere il carattere assorbente della fattibilità rispetto all'attuabilità.

Un ulteriore sviluppo della questione circa la fattibilità del piano di risanamento riguarda la distinzione tra fattibilità *giuridica* e fattibilità *economica*. Sul punto, si è reso necessario l'intervento delle Sezioni Unite nel 2013, volto ad identificare il preciso contenuto del controllo sui piani di concordato preventivo. La Suprema Corte ha affermato che la valutazione economica spetta esclusivamente ai creditori della società, poiché sarebbero gli unici a subire le negatività derivanti dalla non riuscita del piano concordatario e gli unici a potersi esprimere al riguardo, in qualità di *residual claimants* in luogo dei soci.^{55 56}

⁵⁴ Così, A. NIGRO, *Principio di ragionevolezza*, cit., p. 457 ss. Sul punto, nonostante venga accolta quasi all'unanimità la dottrina del Nigro, si segnala l'illustra posizione di F. PASQUARIELLO, *Il concordato preventivo con continuità*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2013, p. 1131 ss., in cui l'autore sostiene che la fattibilità costituisca una categoria astratta, mentre l'attuabilità richieda maggiore concretezza.

⁵⁵ Così, Cass. SS.UU Sent. 1521/2013. “...il giudice ha il dovere di esercitare il controllo di legittimità sul giudizio di fattibilità della proposta di concordato, non restando questo escluso dall'attestazione del professionista, mentre rimane riservata ai creditori la valutazione in ordine al merito del detto giudizio, che ha ad oggetto la probabilità di successo economico del piano ed i rischi inerenti. Il menzionato controllo di legittimità si realizza facendo applicazione di un unico e medesimo parametro nelle diverse fasi di ammissibilità, revoca ed omologazione in cui si articola la procedura di concordato preventivo...”.

Cfr. anche Cass. 31 gennaio 2014 n. 2130 sez. I; Cass. 15 gennaio 2016 n. 653 sez. VI; Cass. 15 gennaio 2015 n. 576 sez. I; Cass. 15 maggio 2015 n. 9935 sez. un.; Cass. 06 novembre 2013 n. 24970 sez. I; Cass. 06 novembre 2013 n. 24969 sez. I.; Cass. 04 luglio 2014 n. 15345 sez. I; Cass. 19 settembre 2013 n. 21478 sez. I; Cass. 29 ottobre 2013 n. 24359 sez. I

Inoltre, essendo compito esclusivo degli amministratori presentare la domanda di concordato o di accordo di ristrutturazione, ovvero presentare il piano attestato di risanamento, nell'esercizio di tale dovere, gli amministratori dovranno tenere in considerazione la reale possibilità per la società di conseguire la ripresa economica e finanziaria, in seguito ad un'accurata analisi delle cause del dissesto.⁵⁷

Seguendo queste linee guida, si giunge alla conclusione che la strategia imprenditoriale volta a conseguire finalità di risanamento, non deve essere solamente idonea ad assicurare le finalità per le quali è posta, ma deve essere realizzabile in concreto, affinché venga tutelata l'integrità patrimoniale della società di capitali e venga assicurata la tutela degli interessi dei creditori.

Segue. Il dovere di valutazione tempestiva.

Al pari della disciplina analizzata nei capitoli precedenti in relazione alla manifestazione dell'*insolvency* nel diritto giurisprudenziale statunitense, anche nel diritto italiano assume carattere cogente la tempestiva valutazione dell'emersione della crisi. La tempestività della valutazione, in relazione al momento esatto in cui si rinvergono i presupposti dello stato di insolvenza, è elemento che rientra nella gestione professionale esigibile dall'organo di gestione.

La normativa italiana, a differenza di quella statunitense, non desta particolari problemi in merito alla valutazione in concreto dello stato di insolvenza, poiché il legislatore italiano ha introdotto, in linea con il diritto fallimentare continentale, dei parametri dimensionali superati i quali lo stato di insolvenza può essere dichiarato con sentenza da parte dell'organo giudiziale. Non vi è dunque la problematica relativa alla valutazione dello stato di *insolvency* analizzata per quanto riguarda il diritto giurisprudenziale del Delaware, ove, come ormai noto, manca una disciplina

⁵⁶ Sul punto, di notevole pregio è la posizione di S. AMBROSINI, *La nuova crisi d'impresa: l. 132/15 e prossima riforma organica*, Zanichelli, 2016, p. 87 ss.

⁵⁷ Cfr. anche Cass., SS.UU., 23 gennaio 2013, n. 1521, in questa *Rivista*, 2013, II, p. 189 ss., con nota di G. TERRANOVA, *La fattibilità del concordato*

unitaria e si oscilla tra il *balance sheet test* e il *cash flow test* al fine di dichiarare l'*insolvency*.⁵⁸

La tempestiva valutazione dell'emersione della crisi, dunque, è un dovere degli amministratori che rientra nel più ampio dovere di gestione professionale.

Nella crisi d'impresa, la tempistica con la quale i segnali di crisi vengono riconosciuti dall'organo amministrativo, deve efficacemente consentire la programmazione informata di politiche imprenditoriali volte a ripristinare una situazione finanziaria solida.

Il riconoscimento tempestivo, dunque, rientra nella discrezionalità della gestione degli amministratori di società di capitale e, come tale, può essere sindacato solo nel momento in cui tale rilevazione non avviene con la diligenza richiesta nella gestione di una società di capitali. La violazione del dovere, anche in questo caso, non è ricollegata dunque ad un errore gestionale o ad una scelta imprenditoriale rivelatisi errata, ma al non aver agito con la diligenza professionale tipica degli amministratori di società.

Come detto in precedenza, in una situazione patrimoniale regolare o, in ogni caso, in un momento in cui lo squilibrio patrimoniale non inficia sul regolare pagamento delle obbligazioni sociali, la valutazione dei doveri degli amministratori avviene in relazione all'oggetto sociale.

La rilevazione tempestiva dei segnali della crisi d'impresa, invece, avviene con un parametro di valutazione diverso. Il parametro utilizzato per valutare la condotta dell'organo amministrativo non è l'oggetto sociale in sé, ma la continuità aziendale, strumentale al conseguimento dell'oggetto sociale.

La tempestiva valutazione dei segnali di crisi, dunque, viene effettuata tenendo conto dei risultati contabili conseguiti dalla società nel corso degli anni. Al fine di valutare i sintomi di una crisi, gli amministratori devono sapientemente rilevare i primi sintomi della crisi d'impresa dalle scritture contabili sociali.

Tale standard di valutazione non si applica solo alla disciplina del diritto della crisi d'impresa. Come già menzionato in precedenza, la valutazione della continuità

⁵⁸ V. supra, Cap. III, §5.

aziendale è preciso dovere degli amministratori, sancito all'art. 2423-bis c.c., in attuazione della quarta Direttiva CEE.⁵⁹

La Direttiva comunitaria introduce nel diritto italiano il principio del *going concern*, per cui gli amministratori, prima di procedere alla redazione di ogni bilancio di esercizio, devono indicare l'idoneità degli *asset* sociali a svolgere la normale attività d'impresa almeno per l'esercizio successivo.⁶⁰

La normativa in esame non lascia spazio a dubbio alcuno in relazione al dovere e obbligo degli amministratori di redigere un bilancio di esercizio in linea con i principi comunitari. Essendo il *going concern* principio consolidato della redazione del bilancio societario, la valutazione circa la possibilità, per la società, di continuare l'attività d'impresa per l'esercizio successivo è una valutazione che deve essere fatta con la diligenza professionale che si richiede ad ogni amministratore di società di capitali. Quand'anche i primi sintomi della crisi non fossero recepiti attraverso delle strutture organizzative interne alla società, la redazione del bilancio, momento centrale dell'attività d'impresa per tutte le conseguenze amministrative, fiscali e organizzative che comporta, è la sede per effettuare una valutazione tempestiva dei sintomi della crisi d'impresa.

Si può dunque facilmente ricondurre la strumentalità dell'obbligo di continuo monitoraggio della situazione patrimoniale al dovere di accertare e continuamente controllare la sussistenza dei presupposti della continuità aziendale. Tale assunto è coerente con quanto affermato in precedenza, in relazione alla necessità, per l'organo di gestione di una società di capitali, di dotarsi di un apparato organizzativo di controlli efficiente al fine di ottenere informazioni reali circa l'andamento economico della società di capitali. L'adeguatezza organizzativa, pertanto, è strumentale alla tempestiva valutazione della crisi d'impresa, anche in un momento di emersione della stessa.

⁵⁹ V. *supra*, nota 18.

⁶⁰ Cfr. M. SANDULLI, *I controlli delle società come strumenti di tempestiva rilevazione della crisi d'impresa*, in Fallimento, 2009, p. 1100 ss.

3. Il dovere di rilevare lo stato di crisi in relazione alle procedure concorsuali.

Nei paragrafi precedenti si ha avuto occasione di analizzare i doveri concretamente esigibili da parte degli amministratori di società di capitali in una fase antecedente all'emersione dello stato di crisi. Nel corso della trattazione, è stata sottolineata l'estrema puntualità con la quale tali doveri possono essere ricostruiti, in relazione alle previsioni normative della legge fallimentare e del Codice Civile.

A differenza di quanto avviene nel diritto statunitense, lo stato di insolvenza viene normativamente previsto all'art. 5 l. fall., senza che emergano i problemi interpretativi analizzati nei capitoli precedenti sul diritto statunitense circa l'identificazione concreta dell'emersione dell'*insolvency*.⁶¹

Le considerazioni svolte sulla difficoltà di dottrina e giurisprudenza statunitensi nell'individuare l'esatto momento in cui lo squilibrio finanziario estende i doveri fiduciari dei *directors* ai creditori sociali, si ripropongono, in parte, nella concreta definizione, nel diritto italiano, dello stato di crisi.

Come noto, lo stato di crisi è il presupposto per accedere alla disciplina del concordato preventivo (art. 160 l. fall.) ovvero per presentare una domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 182-bis l. fall.).

Nonostante il legislatore ricollegghi due dei più importanti istituti del diritto della crisi d'impresa al presupposto oggettivo dello stato di crisi, manca una definizione normativa del suddetto stato, a differenza di quanto operato per lo stato di insolvenza.

Sul punto, la normativa fallimentare si limita ad indicare che "lo stato di crisi comprende anche lo stato di insolvenza".⁶²

La precisazione della legge fallimentare, introdotta peraltro nel 2005, consente oggi di includere le società che versano in stato di insolvenza nel novero dei soggetti

⁶¹ Ai sensi dell'art. 5, l. fall. "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".

⁶² Art. 160, co. 3, l. fall., come modificato dalla l. 132/2015.

attivamente legittimati a presentare domanda di concordato preventivo o domanda di omologazione di accordo di ristrutturazione dei debiti. Tuttavia, permangono i dubbi circa il reale presupposto oggettivo degli istituti in questione.

Il legislatore, come risulta anche dai lavori preparatori alla novella del 2015, ha inteso considerare lo stato di crisi uno *status* oggettivo del patrimonio (e non della persona fisica o giuridica) che, potendo ricomprendere lo stato di insolvenza, risulta essere più ampio di quest'ultimo.⁶³

Identificare la reale valenza dello stato di crisi quale presupposto oggettivo serve a rapportare a tale stato i doveri esigibili da parte degli amministratori di società di capitali.

Ai fini della presentazione della domanda di concordato preventivo, è necessario innanzitutto versare in una situazione di difficoltà economica per la società a far fronte alle proprie obbligazioni. Tale difficoltà non deve necessariamente generare l'impossibilità di adempiere regolarmente alle obbligazioni, poiché tale è il presupposto dello stato di insolvenza.⁶⁴ Lo stato di crisi, al contrario, genera una rilevante preoccupazione in relazione alla futura solvibilità degli *asset* patrimoniali, per quanto, nel momento di emersione della crisi, il patrimonio sociale risulti ancora *in bonis*.

La valutazione tempestiva dello stato di crisi, dunque, assume un'importanza maggiore nell'ottica di un ricorso ad una procedura concorsuale disciplinata dal legislatore. Presupposto dello stato di crisi, dunque, saranno tutte le situazioni economiche o finanziarie avverse che possono mettere a rischio la continuità aziendale. Poiché la disciplina in esame avviene in relazione all'impresa esercitata in forma societaria, è possibile identificare, a differenza che per il concordato preventivo della persona fisica imprenditore commerciale, un momento dal quale, la

⁶³ Cfr. l'illuminante posizione di S. AMBROSINI, *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, cit., p. 24.

⁶⁴ Cfr. L. STANGHELLINI, *Il concordato con continuità aziendale*, in *Il fallimento*, 2013, p. 1222 ss.

manifestazione dello stato di crisi può considerarsi con valenza oggettiva: la perdita di oltre un terzo del capitale sociale (art. 2482-bis c.c.).⁶⁵

L'accesso alla procedura di concordato preventivo, inoltre, presenta il vantaggio di essere prerogativa del debitore-società di capitali.

A differenza che nello stato di insolvenza, dunque, non vi è il rischio che sia un terzo a richiedere l'ammissione della società alla procedura concorsuale.

Date le rilevanti conseguenze rilevabili in seguito alla distinzione tra stato di insolvenza e stato di crisi, l'accertamento giudiziale si rende necessario al fine di evitare utilizzi abusivi della procedura concordataria. Una società di capitali, infatti, potrebbe utilizzare in maniera distorta il concordato preventivo o l'accordo di ristrutturazione dei debiti per agire alle spalle dei propri creditori e permettere che la falciata concorsuale non riconosca il pagamento integrale della pretesa creditoria.

In ragione di tali considerazioni, la dottrina e la giurisprudenza si sono maggiormente sforzate di giungere ad una definizione il quanto più possibile puntuale dello stato di crisi.

Sul punto, lo stato di crisi viene definito come una situazione di squilibrio patrimoniale che potrebbe comportare l'emergere di una situazione di definitiva insolvenza patrimoniale. Al contrario dello stato di insolvenza di cui all'art. 5 l. fall., la valutazione dell'inadempimento delle obbligazioni è una valutazione prognostica, basato su di una valutazione patrimoniale e finanziaria attuale.⁶⁶

Si può dunque identificare lo stato di crisi con una situazione di oggettivo rischio di insolvenza sulla scorta di una valutazione prognostica di una futura definitiva difficoltà ad adempiere alle proprie obbligazioni. Anticipare il ricorso alla procedura concorsuale del concordato ovvero dell'accordo di ristrutturazione dei debiti può comportare la continuazione dell'attività di impresa (nel momento in cui questa venga inserita nel piano concordatario o nell'accordo) e portare alla ripresa

⁶⁵ Così l'art. 2482-bis c.c.: "Quando risulta che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite, gli amministratori devono senza indugio convocare l'assemblea dei soci per gli opportuni provvedimenti".

⁶⁶ Cfr. A. NIGRO, *La disciplina delle crisi patrimoniali*, cit., p. 229; G. TERRANOVA, *Il concordato «con continuità aziendale» e i costi dell'intermediazione giuridica*, in *Dir. fall.*, 2013, I, p. 59 ss.

dell'attività di impresa, assicurando tutela ai creditori sociali e, al contempo, all'interesse dei soci a vedere remunerata positivamente la propria partecipazione sociale.

La prospettiva della continuità aziendale è determinante per giungere al risanamento dell'impresa. La dottrina è ormai concorde nell'affermare che l'obiettivo principale delle procedure concorsuali non è quello della dismissione dei valori patrimoniali, né la conseguente liquidazione che ne conseguirebbe. Gli istituti del diritto della crisi d'impresa devono essere utilizzati al fine di favorire il risanamento dell'attività imprenditoriale, attraverso la sua complessiva riorganizzazione.⁶⁷

Sul punto, è necessario specificare come la dottrina italiana abbia identificato il nucleo della valutazione della futura crisi nella sua maggiore o minore probabilità di accadimento, non facendo riferimento ad una astratta possibilità che si manifesti la crisi finanziaria dalla quale potrebbe sfociare lo stato di insolvenza.⁶⁸

Pare inoltre di estrema importanza sottolineare come il concordato preventivo risulti essere la modalità di gestione dello stato di crisi che meglio si adatta alle finalità di ripresa dell'attività d'impresa, nel momento in cui si verifica una delle situazioni da cui si può desumere lo stato di crisi.

Ne consegue che nel momento in cui si verifica la perdita di oltre un terzo del capitale (art. 2482-bis c.c.) ovvero si verificano i presupposti della disciplina della postergazione legale (art. 2467 c.c.), tali situazioni oggettive patrimoniali possono essere ritenute degli elementi indicatori dello stato di crisi e, dunque, fornire il presupposto al consiglio di amministrazione per presentare domanda di concordato preventivo.

Tuttavia, occorre sottolineare come le situazioni patrimoniali della perdita di oltre un terzo del capitale sociale e della postergazione non possono essere in alcun modo intese quali situazioni oggettive che automaticamente comportano un obbligo per gli amministratori di presentare domanda di concordato preventivo.

⁶⁷ Cfr. A. NIGRO, *La disciplina delle crisi patrimoniali*, cit., p. 219 ss.

⁶⁸ Sul punto, la dottrina statunitense, con riferimento alla procedura di richiesta di un *receiver*, sostiene che dalla valutazione prognostica giudiziale deve emergere che l'*insolvency* debba risultare *more probable than not*.

Ed in vero, lo stato di crisi potrebbe sussistere anche in mancanza di tali situazioni oggettive patrimoniali.

Una volta affermato che lo stato di crisi quale presupposto della domanda di concordato preventivo deve essere rilevato in relazione alla sua maggiore o minore probabilità di sfociare in uno stato di insolvenza, ne consegue che se non sussiste un grave rischio di insolvenza imminente, la domanda di concordato sarà inammissibile.

Nel momento in cui la situazione patrimoniale risulta essere affetta da uno squilibrio patrimoniale che tempestivamente rilevato non rischia di sfociare in uno stato di crisi, gli amministratori sociali dovranno prediligere l'utilizzo di altri istituti del diritto fallimentare, quali gli accordi di ristrutturazione dei debiti ovvero presentare un piano attestato di risanamento ex art. 67, co. 3, lett. *d.* l. fall.⁶⁹

⁶⁹ Cfr. preminente dottrina rappresentata da G.D. MOSCO, *Concordato preventivo e piani negoziali per il risanamento dell'impresa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 373 ss. sulla possibilità di utilizzare il piano attestato anche in una fase iniziale dello stato di crisi, da preferire, secondo l'Autore, agli altri istituti concordatari.

4. La sospensione della causa di scioglimento della società di capitali ex art. 182-sexies l. fall. e i doveri di gestione in seguito alla presentazione della domanda di concordato preventivo o accordo di ristrutturazione dei debiti.

La trattazione fin qui esposta consente di identificare i doveri degli amministratori di società di capitali già in una fase antecedente alla effettiva manifestazione dello stato di insolvenza. Al fine di tutelare i creditori sociali, l'ordinamento ricomprende questi ultimi nelle categorie di soggetti da tutelare nella prospettiva di probabile crisi dell'impresa.

Al pari delle difficoltà riscontrate dal diritto statunitense nell'estendere la tutela dei creditori sociali in un momento antecedente all'emersione della crisi d'impresa, anche nel diritto fallimentare italiano manca la previsione esplicita di una tutela giudiziale per la categoria dei creditori sociali nella fase immediatamente antecedente alla crisi d'impresa, quando lo stato di insolvenza non è ancora conclamato.

Vi è tuttavia una norma, nella legge fallimentare, che funge da raccordo tra il diritto della crisi d'impresa e il diritto sociale: l'art. 182-sexies l. fall.⁷⁰

Il legislatore, introducendo la norma in esame, dimostra ancora una volta la sua preferenza per una risoluzione preventiva della crisi d'impresa, introducendo un'espressa deroga agli obblighi di capitalizzazione della società di capitali, al fine di favorire l'utilizzo delle procedure concorsuali del concordato e degli accordi di ristrutturazione.

Nel dovere di gestione dell'impresa rientra, come dimostrato in precedenza, il dovere di monitoraggio continuo della situazione patrimoniale della società di

⁷⁰ Così recita l'art. 182-sexies l. fall. "Dalla data del deposito della domanda per l'ammissione al concordato preventivo, anche a norma dell'articolo 161, sesto comma, della domanda per l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione di cui all'articolo 182 bis ovvero della proposta di accordo a norma del sesto comma dello stesso articolo e sino all'omologazione non si applicano gli articoli 2446, commi secondo e terzo, 2447, 2482 bis, commi quarto, quinto e sesto, e 2482 ter del codice civile. Per lo stesso periodo non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, n. 4, e 2545 duodecies del codice civile. Resta ferma, per il periodo anteriore al deposito delle domande e della proposta di cui al primo comma, l'applicazione dell'articolo 2486 del codice civile."

capitali. In relazione a tale aspetto, si è già discusso circa l'importanza dell'art. 2482-bis c.c., da cui si giunge alla conclusione per cui la perdita di oltre un terzo del capitale sociale deve essere intesa come un sintomo della crisi d'impresa, poiché comporta il dovere di effettuare un giudizio prognostico, da parte dell'organo di gestione, circa la possibilità di continuare l'attività d'impresa in modo redditizio.

L'art. 2482-bis c.c. deve essere letto in combinato disposto con l'art. 2484, co. 1, n. 4, ai sensi del quale, nel momento in cui la perdita di oltre un terzo del capitale riduca quest'ultimo al di sotto della soglia minima legale, si è in presenza di una causa di scioglimento della società di capitali.

La norma, netta nel presentare la causa di scioglimento in questione, offre ai soci la possibilità di ripianare le perdite attraverso l'effettuazione di nuovi conferimenti ovvero di modificare la propria tipologia societaria con una che preveda una soglia minima legale più bassa.⁷¹

In tali casi, spetta agli amministratori il preciso dovere di rilevare la sussistenza della causa di scioglimento e di procedere agli adempimenti pubblicitari previsti dall'ordinamento, oltre che a dover rispondere nella sede più appropriata delle motivazioni che hanno portato al verificarsi della causa di scioglimento in questione. Alla luce di quanto esposto finora, il diritto societario parrebbe prendere le distanze dalle questioni circa la possibilità di continuare l'attività d'impresa utilizzando uno degli istituti preposti dal legislatore.

La prospettiva di scioglimento della società di capitali, tuttavia, impedirebbe in maniera definitiva la continuazione dell'attività d'impresa, poiché né la trasformazione né la reintegrazione del capitale sociale attraverso nuovi conferimenti rientrano nella nozione di continuità aziendale.

L'operatività della causa di scioglimento in questione, tuttavia, viene sospesa dall'art. 182-sexies l. fall. in caso di presentazione della domanda di concordato preventivo, concordato in bianco ovvero di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti. La ratio della scelta legislativa di introdurre una deroga alla rigidità con cui il diritto societario imponeva lo scioglimento della società di capitali, si rinviene

⁷¹ Cfr. L. STANGHELLINI, *Creditori "forti" e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Il fallimento*, 2006, p. 378 ss.

proprio nei doveri degli amministratori di monitoraggio della situazione patrimoniale della compagine societaria.

Nel momento in cui vi sono i primi sintomi della crisi dell'impresa, come ormai noto, si pongono in capo agli amministratori di società di capitali dei precisi doveri di gestione della crisi già nella fase antecedente alla manifestazione della stessa.⁷²

Gli amministratori, dunque, già nella fase di emersione della crisi devono assicurare che la continuità aziendale venga garantita al fine di risanare l'attività d'impresa. L'accesso ad uno degli istituti previsti dal legislatore, che siano i piani di risanamento, il concordato preventivo o l'accordo di ristrutturazione dei debiti, se avviene in una fase antecedente al verificarsi della causa di scioglimento ex art. 2484 c.c., comporta la sospensione della causa in esame, al fine di dare compimento alla gestione dello stato di crisi con la prospettiva di risanamento dell'impresa.⁷³

L'intento del legislatore, attraverso l'introduzione dell'art. 182-sexies l. fall., è quello di favorire il ricorso alle soluzioni testé menzionate, in vista dell'utilizzo di procedure che favoriscano la continuazione dell'impresa.

Non occorre dunque rimuovere la causa di scioglimento di cui all'art. 2484 c.c., poiché il coinvolgimento dei creditori nei processi di ristrutturazione dell'impresa previsti dalla legge fallimentare garantiscono la trasparenza in merito all'accesso a tale procedura per tutti coloro che vantano un credito nei confronti della compagine societaria.

Emerge ancora una volta l'importanza dei meccanismi di prevenzione della crisi d'impresa anche in relazione al combinato disposto degli artt. 2482-bis e 2484 c.c., la cui sospensione è giustificata dalla presenza di rilevazione preventiva da parte degli amministratori dello stato di crisi con conseguente attivazione di uno degli istituti già menzionati. La situazione finanziaria in cui si verifica una riduzione del capitale sociale per perdite deve infatti essere oggetto di immediata valutazione da parte degli amministratori, ai sensi del 2482-bis c.c.

⁷² V. supra, §3

⁷³ Cfr. A. NIGRO-D. VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese. Le procedure concorsuali (Appendice di aggiornamento)*, 2013, disponibile on line sul sito www.ilmulino.it, p. 30

Tuttavia, la legge fallimentare introduce una deroga al sistema normativo del diritto societario, al fine di offrire strumenti di tutela *ad hoc* nella crisi d'impresa, che meglio si adattano alle finalità di ripresa dell'attività commerciale.

La norma in esame comporta una sostanziale modifica dei doveri degli amministratori, in virtù della sospensione della causa di scioglimento della società di capitali: non sussiste, grazie alla previsione della legge fallimentare, il dovere di accertare senza indugio la causa di scioglimento e di darne pubblicità. Tale dovere deve infatti ritenersi sussistente solamente all'esito della mancata deliberazione di reintegrazione del capitale attraverso nuovi conferimenti da parte dei soci, o di trasformazione della tipologia societaria, sempreché non sia stata presentata in precedenza una domanda di concordato o di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti. Tale impostazione deve ritenersi ormai prevalente in dottrina, poiché è stato accolto l'orientamento per cui la causa di scioglimento in esame ha un'efficacia *esterna* nei confronti dei terzi dal momento in cui ne viene data pubblicità, e un'efficacia *interna* che opera verso i soci quando si verifica in concreto la causa di scioglimento.⁷⁴

La scelta del legislatore di operare una sospensione della causa di scioglimento in esame, dunque, si rinviene nel maggior beneficio per la compagine sociale nel suo insieme e per i creditori della stessa alla continuazione dell'attività aziendale nel momento in cui quest'ultima presenti concreti possibilità di ripresa.

Sul punto, occorre precisare che bisogna ritenere vigente il dovere di gestione conservativa al momento del verificarsi della perdita qualificata, e non al momento della mancata delibera di reintegrazione del capitale sociale o di trasformazione.

Proprio in relazione al dovere di gestione conservativa, l'art. 182-sexies l. fall. consente una interpretazione più elastica dei doveri degli amministratori nella crisi d'impresa.

⁷⁴ Cfr. T. ARIANI, *Disciplina della riduzione del capitale per perdite in caso di presentazione di domanda di concordato preventivo*, in Fall., 2013, p. 117 ss.

Si rileva infatti una non piena coincidenza tra il criterio di gestione prudentiale menzionato e quello più permissivo della gestione dell'attività d'impresa in presenza di una soluzione concordataria.⁷⁵

Non si può ignorare, infatti, che l'aver presentato, ad esempio, domanda di concordato preventivo con continuità aziendale, consente agli amministratori uno spazio di agire maggiore, poiché l'attività di pianificazione di business, per quanto compressa in relazione ai piani concordatari presentati e approvati dalla maggioranza di creditori, è ancora loro esclusiva prerogativa.

Tali principi sono considerati dalla dottrina prevalente ormai inconciliabili con il criterio della gestione conservativa e la disciplina del diritto societario della liquidazione ordinaria.⁷⁶

A questo punto della trattazione circa la sospensione della causa di scioglimento di cui all'art. 2484 c.c., è necessario sottolineare come l'operatività della sospensione in esame avvenga solo ed esclusivamente nel caso in cui la continuazione dell'attività d'impresa attraverso gli istituti indicati, sia compatibile con il conseguimento dell'oggetto sociale. Emerge ancora una volta che l'oggetto sociale funga da parametro di valutazione della condotta degli amministratori e, più in generale, il suo conseguimento deve rimanere sempre attuale, anche nel momento di emersione della crisi.

In base a quanto affermato, la sospensione della causa di scioglimento della società di capitali introdotta dalla legge fallimentare non deve essere interpretata quale deroga al principio per il quale l'oggetto sociale di una società di capitali sia il nucleo dell'attività d'impresa e la ragione per cui nasca l'*affectio societatis*. L'oggetto sociale è la fonte e il limite del potere di gestione degli amministratori sociali, e tale rimane anche durante la crisi dell'impresa.

E dunque, il programma di prosecuzione dell'attività d'impresa deve risultare coerente con l'oggetto sociale poiché, in caso contrario, la sospensione della causa di

⁷⁵ Sul punto, emblematico è G. D'ATTORRE, *I limiti alla disciplina societaria sulle perdite del capitale*, in *Il fallimentarista*, 2016.

⁷⁶ Cfr. G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 605 ss.

scioglimento legale della società di capitali non opera e dovrà ritenersi vigente il criterio della gestione conservativa.

Giunto a questo punto, occorre verificare quale sia in concreto il criterio di gestione che si esige dagli amministratori di società di capitali in virtù dell'operatività della sospensione della causa di scioglimento *ex art. 2484 c.c.*

Al fine di adempiere a quanto previsto nel concordato preventivo o negli accordi di ristrutturazione, gli amministratori devono poter operare al di fuori della causa di scioglimento, poiché l'esecuzione di operazioni imprenditoriali (quali ad esempio, investimenti, emissione di obbligazioni o operazioni finanziarie) potrebbe non essere finalizzata alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale.⁷⁷

Come ormai noto, oltre alla sospensione in esame, non si può ritenere operativo il criterio di gestione conservativa di cui all'art. 2486 c.c.

La mutata considerazione del legislatore verso la disciplina del concordato preventivo, che come già esposto, gode oggi del *favor* dell'ordinamento, essendo stato inteso quale strumento più adatto a superare la crisi d'impresa garantendo la continuità aziendale, ha consentito la possibilità di dare continuità all'attività d'impresa, pur in presenza di una perdita di capitale che, secondo il diritto societario, porrebbe gli amministratori di società di capitali di fronte all'alternativa tra ricapitalizzazione o scioglimento, che di per sé ostacolerebbero la continuità aziendale.⁷⁸

Parte della dottrina si è tuttavia domandata circa la possibilità di perseguire uno scopo di lucro in pendenza di concordato preventivo ovvero di omologazione di accordo di ristrutturazione dei debiti.

Come esposto in precedenza, l'azione degli amministratori, al fine di permettere il ripristino di una situazione patrimoniale *in bonis*, deve contenere un nucleo di gestione imprenditoriale volta al conseguimento di attività patrimoniali, poiché in

⁷⁷ Cfr. sul punto BOZZA, *Diligenza e responsabilità degli amministratori di società in crisi*, in *Fallimento*, 2014, p. 1097 ss.

⁷⁸ Così RORDORF, *La continuità aziendale tra disciplina di bilancio e diritto della crisi*, in *Società*, 2014, p. 907 ss.

caso contrario, la continuazione oggettiva dell'attività d'impresa perderebbe di significato.

Tuttavia, dalla lettura del dettato normativo del concordato preventivo, emerge come l'attività di gestione debba avvenire nel rispetto di doverosi controlli giudiziali effettuati dagli organi della procedura.

Come noto, la prosecuzione dell'attività d'impresa in forma imprenditoriale è ammessa, ma limitatamente ai soli atti di gestione ordinaria, poiché si rende necessaria l'autorizzazione del tribunale per gli atti straordinari di gestione (art. 161, co. 7, l. fall.).⁷⁹

Inoltre, ai generali doveri di gestione della società con diligenza professionale, si aggiunge, nel concordato preventivo, la valutazione periodica da parte del commissario giudiziale. Nel concordato con riserva, infatti, gli amministratori devono presentare una relazione sulla gestione con periodicità mensile e si ravvisa un obbligo di deposito con la medesima periodicità di un *report* aggiornato sulla situazione finanziaria della società (art. 161, co. 8, l. fall.).⁸⁰

Ne consegue, dunque, che la norma in esame, nonostante costituisca un incentivo per gli amministratori di società di capitali a presentare la domanda di concordato preventivo o di accordo di ristrutturazione dei debiti, richiede che le domande debbano essere presentate prima che le perdite di capitale superino le soglie previste dal Codice Civile.⁸¹

Si può dunque parlare di “gestione sorvegliata” della società di capitali in pendenza di concordato preventivo o di accordo di ristrutturazione dei debiti, poiché in tal

⁷⁹ Ai sensi dell'art. 161, co. 7, l. fall., “Dopo il deposito del ricorso e fino al decreto di cui all'art. 163 il debitore può compiere gli atti urgenti di straordinaria amministrazione previa autorizzazione del tribunale, il quale può assumere sommarie informazioni e deve acquisire il parere del commissario giudiziale, se nominato. Nello stesso periodo e a decorrere dallo stesso termine, il debitore può altresì compiere gli atti di ordinaria amministrazione. I crediti di terzi eventualmente sorti per effetto degli atti legalmente compiuti dal debitore sono prededucibili ai sensi dell'art. 111.”

⁸⁰ La dottrina sul punto, ritiene che la normativa in questione comporti, per l'organo amministrativo, il dovere di redigere un programma di gestione ragionevole già nella fase di presentazione della domanda di concordato preventivo. Così, A.M. LUCIANO, *Concordato con piano differito e dovere di pianificazione nell'impresa societaria in crisi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, p. 255 ss.

⁸¹ Cfr. MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve alla legge fallimentare*, Padova, 2013, p. 1295 ss.

caso gli amministratori dovranno osservare i doveri emergenti dal diritto societario, ma, al contempo, dovranno rendere conto agli organi giurisdizionali del diritto fallimentare propri delle procedure menzionate, purché la domanda di concordato o di accordo di ristrutturazione sia stata presentata prima che si verificassero le perdite rilevanti ai sensi della causa di scioglimento prevista dal diritto societario.

Si identifica, dunque, una sorta di spossessamento dei poteri di gestione in presenza di una procedura di concordato preventivo: dal momento della presentazione della domanda, si apre infatti una fase cd. interinale in cui la gestione sorvegliata sarà caratterizzata da precisi obblighi informativi periodici e di autorizzazioni qualificate per procedere al compimento di atti di straordinaria amministrazione dell'impresa.⁸²

Le considerazioni fin qui svolte, dimostrano come l'art. 182-sexies l. fall., nel sospendere la causa di scioglimento legale delle società di capitali, comporti la necessità di numerose riflessioni circa il reale contenuto dei doveri di gestione degli amministratori.

Come esposto in precedenza, la dottrina ha ammesso il perseguimento dello scopo lucrativo, seppure nella sua forma "sorvegliata".⁸³ La finalità lucrativa, tuttavia, dovrà essere volta al riequilibrio dello spossessamento finanziario. A differenza di quanto avviene in una situazione *in bonis*, lo scopo di lucro, dunque, non deve intendersi genericamente come il perseguimento di attività maggiori rispetto alle passività. Il parametro di valutazione della finalità lucrativa muta in ragione dello stato di crisi.

D'altronde, la crisi dell'impresa impone, già nella fase di presentazione della domanda di concordato o di omologazione di accordo di ristrutturazione, una gestione finalizzata a ripianare le passività subite, maggiori rispetto alla capacità della società di capitali di produrre attività rilevanti.

⁸² Cfr. sul punto, U. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in Riv. soc., 2013, p. 1138 ss.

⁸³ Conforme alla dottrina prevalente, ARIANI, *Disciplina della riduzione del capitale per perdite in caso di presentazione di domanda di concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2013 (nota a Trib. Ancona 12 aprile 2012).

Il dovere di gestione professionale da parte degli amministratori, al pari della figura statunitense analizzata nel caso *Quadrant dei fiduciary duties*, deve essere rivolto a tutelare gli interessi dei soci e, indirettamente, quelli dei creditori sociali.

Ritorna allora la questione, già analizzata in relazione al diritto giurisprudenziale statunitense, circa il dovere di considerare gli interessi dei creditori già in una fase antecedente al manifestarsi dell'*insolvency*.⁸⁴

Il concordato preventivo, infatti, prevede una clausola generale per cui l'attività d'impresa può essere proseguita con la finalità di conseguire "la migliore soddisfazione dei creditori" (art. 182-quinquies, co. 4, l. fall.).

La norma fallimentare, dunque, risulta di fondamentale importanza per favorire il ricorso al concordato o agli accordi di ristrutturazione da parte delle società di capitali in crisi. Il legislatore introduce una deroga alla *par condicio creditorum*, al fine di consentire una soluzione più flessibile alla società che intende far ricorso al concordato (anche in bianco) o agli accordi di ristrutturazione.⁸⁵

Tale previsione crea una discrepanza con i principi del diritto societario in virtù dei quali l'interesse dei creditori non può essere considerato un obiettivo funzionale dei doveri di gestione degli amministratori di società di capitali. Come noto, l'amministratore di società di capitali, la cui gestione deve essere finalizzata al conseguimento dell'oggetto sociale, deve porsi in posizione neutra rispetto agli interessi dei soci e dei creditori.

L'eventuale indebitamento di una società di capitali non giustifica il fatto che gli interessi dei creditori debbano emergere su quelli dei soci, poiché, come già rilevato nel corso della trattazione, la partecipazione al rischio d'impresa dei soci è direttamente proporzionale alle loro partecipazioni societarie. La remunerazione del credito vantato da un terzo nei confronti della compagine sociale, invece, è garantito *ex lege*.

Tali considerazioni, tuttavia, sembrano mutare in seguito alla manifestazione dello stato di crisi, presupposto dell'ammissione al concordato preventivo ex art. 160 l.

⁸⁴ V. *supra*, Cap. II, §3.

⁸⁵ Cfr. BALESTRA, *I finanziamenti all'impresa in crisi nel c.d. Decreto Sviluppo*, in *Fallimento*, 2012, p. 1401 ss.

fall. e della conseguente decisione dell'organo amministrativo di procedere con la soluzione concordataria.

Mentre il diritto giurisprudenziale statunitense, come in precedenza rilevato, opta per la soluzione di imporre un dovere fiduciario a carico degli amministratori di ricomprendere gli interessi dei creditori dal momento della concreta manifestazione dell'*insolvency*, la dottrina italiana ha tentato di ricostruire la disciplina scindendo in due momenti temporali i doveri di gestione correttamente esigibili.⁸⁶

Il dovere di gestione professionale del diritto societario non può implicare, per l'amministratore, un obbligo di tener conto degli interessi dei creditori, come era stato invece affermato nel diritto statunitense a partire dal caso *Credit Lyonnais*. L'amministratore, così come emerge dall'art. 2380-bis c.c., deve gestire l'impresa in via esclusiva e compiere tutte le operazioni necessarie al conseguimento dell'oggetto sociale.

La posizione dei creditori sociali, senz'altro meritevole di tutela, deve essere considerata esterna alle decisioni di gestione da parte degli amministratori, poiché non rientra nell'oggetto sociale, il cui conseguimento deve essere considerato l'unico fine dell'azione di gestione.

Al variare della situazione patrimoniale della società di capitali, gli amministratori, rendendosi conto che il perdurante squilibrio finanziario potrebbe generare uno stato di insolvenza, qualora decidano di ricorrere all'istituto del concordato preventivo, non avranno il dovere di informare i creditori sociali circa lo stato finanziario della società di capitali nella fase antecedente al concordato.⁸⁷

L'interesse dei creditori, non trova la sua fonte normativa nel diritto societario, ma nel diritto fallimentare, poiché quest'ultimo identifica nell'adunanza dei creditori un momento nevralgico dell'intera procedura fallimentare. Al fine di tutelare la posizione dei creditori, il diritto fallimentare richiede che i creditori debbano essere informati già nella fase antecedente all'emersione della crisi, quando il consiglio di

⁸⁶ Cfr. LAMANNA, *La problematica relazione tra pre-concordato e concordato con continuità aziendale alla luce delle speciali autorizzazioni del tribunale*, in www.ilfallimentarista.it

⁸⁷ Cfr. sul punto S. AMBROSINI, *La nuova crisi d'impresa: l. 132/15 e prossima riforma organica*, p. 112 ss.

amministrazione prende in considerazione l'ipotesi di presentare una domanda di accesso ad una procedura fallimentare.

Con il decreto di omologazione del concordato preventivo (art. 161 l. fall.), la posizione dei creditori sociali riceve una forma di tutela giudiziale, ma al contempo, il medesimo decreto segna il momento dal quale gli amministratori di società di capitali devono tener conto anche degli interessi dei creditori sociali nell'adempiere il proprio dovere di gestione *ex art. 2380-bis c.c.*

Si distinguono dunque due momenti precisi nella ricostruzione dei doveri di gestione da parte degli amministratori: quello della gestione precedente all'approvazione del piano da parte dei creditori e quello della gestione successiva a tale momento.

La presentazione di domanda di concordato è competenza esclusiva degli amministratori di società di capitali, i quali sono liberi di determinare il contenuto della proposta (art. 161, co. 4 l. fall., in combinato disposto con l'art. 152 l. fall.).

Già in questa fase, gli amministratori della società hanno il dovere di informare i soci circa la volontà di ricorrere alla misura del concordato preventivo e al contenuto della futura domanda di concordato, poiché l'assemblea dei soci potrebbe, legittimamente, optare per altre soluzioni, come ad esempio lo scioglimento anticipato della società.⁸⁸

L'art. 182-sexies l. fall., infatti, sospende gli obblighi di convocazione dell'assemblea relativamente al momento in cui si verificano le perdite al di sotto del capitale sociale minimo legale, ma non estende tale sospensione al momento successivo alla presentazione della domanda di concordato. I soci, dunque, potrebbero lecitamente optare per lo scioglimento anticipato della società per decisione assembleare nel periodo che intercorre tra la presentazione della domanda di concordato e la sua omologazione.

D'altronde, occorre rilevare come la natura della domanda di concordato preventivo non assicura la successiva omologazione, poiché le valutazioni circa la fattibilità

⁸⁸ In dottrina, cfr. MONTANARI, *Concordato preventivo e istruttoria prefallimentare tra pregiudizialità e coordinamento delle procedure: una trasformazione soltanto apparente*, in *DFSC*, 2014, p. 634 ss.

economica e giuridica del concordato potrebbero ostare all'omologazione dello stesso.

La disciplina del diritto fallimentare, inoltre, deve essere integrata dalle disposizioni del diritto societario in virtù delle quali gli amministratori hanno l'obbligo di convocare l'assemblea nel momento in cui si renda necessario adottare delle delibere riguardanti operazioni sul capitale sociale, che spesso sono contenute nelle proposte di concordato. Anche in pendenza di una procedura di concordato, infatti, deve ritenersi intatta la competenza assembleare sull'approvazione delle modifiche allo statuto ovvero sulle operazioni inerenti il capitale sociale.⁸⁹

Si pensi all'ipotesi, non infrequente, in cui la proposta di concordato contenga un piano di risanamento che richieda l'assunzione di nuove risorse finanziarie. Tale operazione deve essere approvata dai soci nella fase immediatamente successiva alla presentazione della domanda di concordato, nonostante nella fase di presentazione della domanda di concordato gli amministratori potrebbero aver inserito la necessità di assumere nuova finanza senza averne dato comunicazione all'assemblea.

Sul punto, non pare un caso che la dottrina prevalente continui a sostenere che gli amministratori sociali debbano comunque esporre le cause che hanno determinato l'insolvenza e le ragioni della proposta di concordato all'assemblea dei soci, nonostante queste ultime indicazioni non siano più obbligatorie, secondo la lettera della legge fallimentare. Tali indicazioni vengono considerate dalla dottrina delle indicazioni chiarificatrici in termini di completezza espositiva, che permettono di comprendere ai soci e al ceto creditorio le possibilità di buon esito della procedura.⁹⁰

Il problema del rapporto tra l'obbligo di approvazione da parte dell'assemblea dei soci, che trova la sua fonte nel diritto societario, e la sospensione dell'obbligo di convocazione dell'assemblea prospettato nel diritto fallimentare, crea non poche discrepanze in ordine al dovere di gestione degli amministratori.

⁸⁹ Cfr. N. DE LUCA, *Manutenzione del capitale*, cit., p. 1188.

⁹⁰ Sul punto, cfr. LO CASCIO, *Il fallimento e le altre procedure concorsuali. Appendice di aggiornamento al d.lgs. 12.9.2007, n. 169*, Milano, 2008, p. 281. Analogamente, DEMARCHI, *Il concordato preventivo alla luce del decreto correttivo*, in AA.VV., *Le nuove procedure concorsuali*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2008, p. 51.

Dalle considerazioni fin qui svolte, il dovere di gestione deve essere interpretato in modo coincidente alla gestione conservativa propria della gestione della società nel momento in cui si verificano i primi sintomi della crisi dell'impresa.

Sul punto, occorre sottolineare come prevalga la dottrina che ritiene il diritto societario assorbente rispetto al diritto fallimentare.⁹¹

In attesa della delibera dell'assemblea dei soci, infatti, gli amministratori saranno tenuti a gestire la compagine societaria in modo conservativo, dovendo garantire al contempo sia la prospettiva di risanamento, sia quello dello scioglimento anticipato, qualora i soci optino per tale decisione.

Si pone dunque un divieto, in relazione al dovere di gestione conservativa, di compiere operazioni che vadano ad incidere permanentemente sul patrimonio sociale, come ad esempio l'alienazione di *asset* societari.

Tali principi, enucleati sin qui per il concordato preventivo, si applicano anche al periodo di trattativa con i creditori in seguito alla proposta di accordo di ristrutturazione dei debiti ex. art. 182-bis.

Dal momento della deliberazione positiva dei soci sul contenuto della proposta di concordato *già presentata* dall'organo amministrativo, nel periodo che intercorre tra la delibera dei soci e l'approvazione dei creditori, gli amministratori dovranno continuare ad attenersi al proprio dovere di gestire la società in senso conservativo, potendo tuttavia ricorrere alle operazioni di amministrazione straordinaria, grazie alle previsioni della legge fallimentare.

Nella fase antecedente al decreto di omologazione del concordato preventivo, infatti, la competenza all'approvazione delle operazioni di straordinaria amministrazione, in presenza del requisito dell'urgenza e della strumentalità al corretto adempimento del concordato, viene attribuita al Tribunale dall'art. 161, co. 7, l. fall. Si ritiene dovere degli amministratori, già in questa fase di pre-omologazione, la necessità di illustrare, con separata relazione, la situazione

⁹¹ Su tutti, TOMBARI, *Principi e problemi di diritto societario della crisi*, in *Riv. Soc.*, 2013, p. 1138.

finanziaria della società e le modalità con le quali l'operazione straordinaria per cui si richiede l'approvazione vada a beneficio della procedura concorsuale.⁹²

Il controllo giudiziale sulle decisioni degli amministratori in pendenza della procedura concorsuale, si pone come ulteriore standard di valutazione del dovere di gestione che verte sull'organo amministrativo.

Nella crisi dell'impresa, si delinea un quadro di controllo sui doveri degli amministratori che, a differenza del diritto societario, dove erano i soci a beneficiare direttamente delle operazioni di business varate dal consiglio di amministrazione, deve necessariamente includere uno o più organi giurisdizionali (il Tribunale o il commissario giudiziale) e la categoria dei creditori, che devono approvare il concordato o la proposta di accordo di ristrutturazione e che, nel corso dell'esecuzione del contenuto dell'istituto scelto, hanno ingenti poteri di intrusione sull'operato degli amministratori. Ai sensi dell'art. 173 l. fall., il legislatore ha imposto la severa sanzione della revoca dell'ammissione al concordato, qualora il debitore compia atti diretti a frodare le ragioni dei creditori.⁹³ La ratio della norma in esame si rinviene nella volontà di porre più livelli di controllo sull'operato della società debitrice che accede ad una procedura concorsuale.

Una volta ottenuta l'approvazione da parte della maggioranza dei creditori, i doveri degli amministratori mutano ulteriormente, questa volta in relazione al contenuto della proposta approvata.

Le difficoltà riscontrate finora sul tema della convergenza del diritto societario e del diritto della crisi d'impresa sul tema dei creditori sociali e del controllo che questi ultimi possono esercitare sulle strategie imprenditoriali, hanno negli ultimi anni comportato un crescente desiderio di presa di posizione del legislatore a riguardo.

Non è un caso che la Commissione Rordorf, sulla scorta delle esperienze straniere come quella statunitense, ritiene che risolvere la crisi d'impresa debba essere considerata una priorità per l'organo amministrativo di una società di capitali e le

⁹² Sul punto, F. DE SANTIS, *Causa in concreto*, cit., p. 285.

⁹³ Art. 173, l. fall. "...Le disposizioni di cui al secondo comma si applicano anche se il debitore durante la procedura di concordato compie atti non autorizzati a norma dell'articolo 167 o comunque diretti a frodare le ragioni dei creditori, o se in qualunque momento risulta che mancano le condizioni prescritte per l'ammissibilità del concordato."

misure volte a ridurre lo squilibrio patrimoniale devono poter essere assunte con tempestività, senza che l'unico deterrente sia rappresentato da misure sanzionatorie.⁹⁴

L'esigenza di tempestività, infatti, giustificherebbe il riconoscimento ai creditori della legittimazione a chiedere l'apertura di una fase preconcordataria e, in caso di inerzia degli amministratori della società debitrice, nel formulare anche una proposta o un piano grazie alle informazioni acquisite nel tempo sulla situazione patrimoniale della società debitrice.⁹⁵

Del resto, come emerso nel corso della trattazione, nel momento in cui l'attività d'impresa non versa in condizioni di normale esercizio e l'adempimento delle obbligazioni contratte in precedenza è in pericolo, si può affermare che il controllo economico della società passa ai creditori. Dunque, in una prospettiva di riforma del diritto fallimentare, attribuire a questi ultimi la facoltà di sollecitare gli amministratori sociali ad attivare una procedura concorsuale, sarebbe giustificato, secondo la Commissione Rordorf, dal fatto che i creditori sociali nella crisi d'impresa, da un punto di vista sostanziale, sopportano un rischio d'impresa atipico in luogo dei soci. La facoltà di avanzare, a determinate condizioni, una proposta di concordato colmerebbe parzialmente il *vacuum* sostanziale descritto in precedenza.

Come efficacemente rilevato nel corso del convegno di Venezia per i sessant'anni della Rivista della Società, "in tempo di crisi la società è un abito che si presta ad essere indossato da chi ne ha diritto".⁹⁶

Lo standard di valutazione dell'operato degli amministratori, dunque, risulterà essere estremamente mutevole da caso concreto in caso concreto, poiché le finalità di ristrutturazione o riorganizzazione della società di capitale possono essere perseguite attraverso le modalità più varie, che acquistano però il carattere dell'obbligo

⁹⁴ Così JORIO, *Relazione introduttiva al convegno su la riforma della legge fallimentare: le proposte della Commissione Rordorf. Una giornata dedicata a Franco Bonelli*, Genova, 2016, p. 6 e 9.

⁹⁵ Cfr. §7 della Relazione della Commissione Rordorf.

⁹⁶ Così STANGHELLINI, *Disciplina delle obbligazioni e flessibilità nel disegno della struttura finanziaria*, in *Relazione al Convegno internazionale di studi "Regole del mercato e mercato delle regole"*, Venezia, 12-13 novembre 2015.

giuridico nel momento in cui ricevono l'approvazione della maggioranza dei creditori.

In questa fase, dunque, saranno ammesse anche delle iniziative imprenditoriali la cui adozione trova giustificazione imprenditoriale e giuridica nella procedura concorsuale, a differenza di quanto prevede il diritto societario nella sua imposizione di una gestione conservativa dell'attività d'impresa ex art. 2486 c.c.⁹⁷

⁹⁷ Sul punto, per una maggiore analisi degli aspetti economici e giuridici dell'azione amministrativa, A. ROSSI, *La governance dell'impresa in fase di ristrutturazione*, in *Fallimento e altre procedure concorsuali*, IPSOA, 2015, p. 256.

5. Il dovere di non proseguire l'attività d'impresa in pendenza di stato di insolvenza.

Giunti a questo punto della trattazione, il quadro dei doveri degli amministratori deve essere integrato dai parametri di valutazione di condotta in relazione al dovere di gestione dell'insolvenza.

Come esposto in precedenza, il dovere di gestione professionale dell'impresa impone un monitoraggio costante della situazione finanziaria della società, al fine di prevenire ed evitare che lo stato di crisi sfoci in stato di insolvenza.⁹⁸

Mentre nella fase di prevenzione si rinvencono dei dettati normativi in una disciplina ibrida fra il diritto societario e il diritto della crisi d'impresa, lo stato di insolvenza impone delle considerazioni in merito da intendersi solamente eventuali ed in relazione al fallimento dei meccanismi di prevenzione in precedenza enucleati.

È proprio sul punto della manifestazione dell'insolvenza che si rinvencono numerosi punti di contatto, in ottica comparatistica, con il diritto statunitense.

Nella fase di prevenzione dell'insolvenza, infatti, gli amministratori devono considerare gli interessi dei creditori solamente in via indiretta, svolgendo una funzione di bilanciamento tra gli interessi della compagine societaria nel suo insieme, che ricomprende indirettamente gli interessi dei creditori, e quelli dei soci, il cui unico fine è quello dell'andamento positivo della società di capitali.⁹⁹

Come enucleato a partire dal caso *Credit Lyonnaise*, il diritto giurisprudenziale statunitense, sul punto, imponeva che già in una fase antecedente al manifestarsi dell'insolvenza i doveri fiduciari degli amministratori si estendessero anche ai creditori sociali, salvo restringere la portata di questa estensione gradualmente, grazie alla formazione dell'orientamento giurisprudenziale attuale, attraverso i *leading cases* Gheewalla, Trenwick e, infine, il caso Quadrant.

Riconoscere la sussistenza di doveri degli amministratori anche nei confronti dei creditori sociali in una fase antecedente alla manifestazione della crisi,

⁹⁸ V. supra, Cap. IV, §1

⁹⁹ Cfr. D.VATTERMOLI, Par condicio omnium creditorum, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2013, pp. 164-165.

significherebbe estendere l'interpretazione del diritto societario agli istituti propri del diritto fallimentare.

Questo non può avvenire negli ordinamenti di *civil law*, nonostante sia ormai riconosciuta l'insufficienza del diritto societario a gestire e ad evitare gravi pregiudizi agli interessi dei creditori sociali nel momento in cui si manifestano i primi sintomi della crisi d'impresa.

La partecipazione atipica dei creditori al rischio d'impresa, infatti, non viene contemplata dal diritto societario, che ignora la figura di *residual claimants* dei creditori sociali.

Questo non significa che tali problemi non siano stati sollevati nelle opportune sedi di riforma: la commissione Rordorf, incaricata di redigere un disegno di legge inerente la riforma organica del diritto fallimentare, insiste sull'importanza dell'anticipare la fase di tutela giuridica *prima* che la società versi in stato di insolvenza, imponendo attraverso un coerente sistema normativo, un corretto sistema di *governance* dell'impresa che riesca ad impedire scelte inefficienti nei confronti dei creditori sociali, con conseguente beneficio di tutta la società di capitali.¹⁰⁰

Si è visto, grazie all'analisi comparatistica del diritto giurisprudenziale statunitense, come la compagine societaria sia beneficiaria della riuscita di politiche imprenditoriali che considerino anche gli interessi dei creditori sociali, non identificando, in capo a questi ultimi, un diritto di agire direttamente nei confronti del *board*.¹⁰¹

Il diritto statunitense, dunque, identifica una fase intermedia tra il diritto societario applicabile alla fase *in bonis* dell'andamento patrimoniale della società di capitali, e il diritto concorsuale relativamente alla fase di insolvenza. La prosecuzione dell'attività d'impresa viene subordinata al vincolo di gestione fiduciaria da parte degli

¹⁰⁰ Il 1° febbraio 2017 la Camera dei Deputati ha approvato, con modificazioni rispetto al testo del proponente, il disegno di legge C. 3671-bis contenente la Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza, diretta emanazione dei lavori della Commissione presieduta da Renato Rordorf. Il progetto di riforma è attualmente all'esame del Senato.

¹⁰¹ Per la dettagliata analisi dei *duties of directors in the vicinity of the insolvency*, v. supra, Cap. III.

amministratori che, nell'adempimento dei loro doveri, devono affrontare e rimuovere tempestivamente il pregiudizio arrecato al patrimonio sociale e di conseguenza alla categoria dei creditori sociali. L'alternativa a tale scelta, si traduce in un chiaro dovere di dichiarare l'insolvenza della società, con conseguente applicazione delle procedure legate al *bankruptcy code*.

È opportuno, dunque, esaminare se tali principi possono essere accolti nel nostro ordinamento in via interpretativa, estendo i doveri di gestione già enucleati ed attinenti alla fase di prevenzione dell'insolvenza alla fase di manifestazione della stessa. In sostanza, la finalità di questa analisi comparatistica è quella di identificare un divieto di prosecuzione dell'attività d'impresa in stato di insolvenza.

Tale obiettivo può essere raggiunto attraverso la rimozione tempestiva dell'insolvenza ricorrendo agli istituti del diritto societario, ovvero la presentazione della richiesta di accesso alle procedure concorsuali.

Il problema, nel nostro ordinamento, consiste nella mancanza di una norma imperativa che identifichi espressamente il dovere di accedere ad una procedura concorsuale, così come manca una normativa che vieti agli amministratori di proseguire l'attività d'impresa in assenza di piani di risanamento approvati o di composizione negoziale.¹⁰²

A prescindere da qualsiasi considerazione su future riforme del diritto fallimentare attualmente in esame nelle opportune sedi, è il caso di considerare una ricostruzione del dovere di non proseguire l'attività d'impresa in stato di insolvenza, in assenza di piani di risanamento o di composizione negoziale della crisi.

Al pari di quanto avvenuto nell'analisi del diritto statunitense, è necessario interrogarsi se lo squilibrio patrimoniale possa essere considerato un elemento probatorio dello stato di crisi al quale riconnettere il divieto di prosecuzione dell'attività d'impresa.

¹⁰² A differenza di quanto avviene nell'ordinamento inglese, con la disciplina del *wrongful trading*. Rimanendo negli ordinamenti di civil law, invece, si noti come sia l'ordinamento tedesco che quello spagnolo identifichino dei precisi doveri in merito.

In assenza di una specifica disposizione in merito, il tentativo che segue sarà quello di ricostruire un dovere di accesso alle procedure concorsuali partendo dalle clausole generali del diritto societario.

Il punto di partenza dell'analisi sul tema sarà l'art. 2394 c.c., nel quale si rinviene l'obbligo, per gli amministratori di società, di conservare l'integrità del patrimonio sociale. Occorre indagare circa la possibilità di far rientrare in tale obbligo il dovere di accedere alle procedure concorsuali, al fine ultimo di conservare l'integrità, già compromessa, del patrimonio sociale.

Partendo dalla norma civilistica in esame, si desume la portata di un divieto più generale, consistente nel non poter continuare a gestire la società in una situazione di dissesto economico e finanziario.

Affinché l'art. 2394 c.c. venga rispettato, infatti, è necessario che, in una situazione di crisi dell'impresa, sorga il dovere di eliminare la situazione ostativa alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, ovvero, richiedere l'accesso ad una procedura concorsuale, per evitare che il dissesto economico si propaghi ulteriormente ai danni del patrimonio sociale.¹⁰³

Risulta senz'altro suggestiva la possibilità di ricollegare direttamente il dovere di attivare una procedura concorsuale al principio per il quale gli amministratori hanno l'obbligo di garantire la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale. Tuttavia, l'imposizione di un tale dovere assumerebbe senz'altro i caratteri di un dovere specifico, in particolare un dovere di iniziativa.

Il tempestivo agire da parte degli amministratori, effettuando una richiesta di accesso alle procedure concorsuali, eviterebbe l'ulteriore aggravamento della situazione patrimoniale della società di capitali.

L'identificazione di tale dovere, inoltre, sarebbe avvalorata dagli artt. 2392 e 2476 c.c., che identificano i doveri di corretta e diligente gestione professionale

¹⁰³ La Cassazione, in realtà, non si è mai espressa sul tema, nonostante ne abbia avuto più occasioni. Cfr. Cass. 5 aprile 1971, n. 970; Cass. 27 febbraio 2002, n. 2906; Cass. 27 maggio 2013, n. 13081.

dell'attività d'impresa. Nell'adempimento di tali doveri, infatti, si ritiene assorbito l'adempimento dell'obbligo di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale.

L'utilizzo dell'art. 2394 c.c. ai fini dell'identificazione di un preciso dovere per gli amministratori di attivare una procedura concorsuale, può essere inoltre correlato alla lettura dell'art. 2392, co. 2 c.c., identificando nello stato di insolvenza un "fatto pregiudizievole", che, come noto, comporta responsabilità solidale degli amministratori se non hanno fatto quanto potevano per impedire il compimento o attenuare le conseguenze negative per la società.

L'accesso ad una procedura concorsuale, alla luce di questa lettura, è orientato a ricomprendere gli interessi della compagine societaria nel suo insieme, poiché gli istituti concorsuali predisposti dall'ordinamento possono essere ritenuti idonei alla futura ripresa dell'attività d'impresa.¹⁰⁴

A sostegno di questa impostazione, si potrebbe anche interpretare l'accesso alle procedure concorsuali come uno strumento di protezione offerto dall'ordinamento all'organo amministrativo, poiché il dovere di gestione conservativa, di cui si è già ampiamente parlato, ex art. 2486 c.c., risulta essere rispettato nel momento in cui gli amministratori presentano la proposta di accesso ad una procedura concorsuale.¹⁰⁵

A valle del ragionamento sin qui proposto, bisogna porre il sostanziale fallimento dei meccanismi di prevenzione dell'insolvenza che sono stati enucleati all'inizio del capitolo.¹⁰⁶

Il manifestarsi dell'insolvenza, infatti, presuppone, secondo la lettura proposta, che i doveri di prevenzione dell'insolvenza non siano stati rispettati in modo corretto da parte degli amministratori.

¹⁰⁴ Anche la dichiarazione di fallimento, infatti, ad oggi non è più considerata una causa di scioglimento della società di capitali *ex lege*. L'importanza di questa affermazione è da correlarsi con la tendenza dell'ordinamento a favorire l'accesso della società dichiarata fallita con sentenza ex art. 16 l. fall. alla procedura di concordato fallimentare, che può prevedere la continuazione dell'attività d'impresa.

¹⁰⁵ Si noti come, in relazione all'art. 2486 c.c., la legge fallimentare delinea un sistema coerente, indicando che la legittimazione attiva a presentare istanza di fallimento, proposta di concordato preventivo o domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione, spetta sempre all'organo amministrativo.

¹⁰⁶ V. supra, §1.

Anche in caso di attivazione tempestiva, in realtà, non vi è stato un corretto adempimento di tali doveri, in virtù della persistenza dello squilibrio patrimoniale che assume la forma di definitiva impossibilità ad adempiere alle proprie obbligazioni.

All'interno di questo quadro, gli interessi dei creditori, che, come noto, non possono essere ricompresi nelle considerazioni di business che gli amministratori devono effettuare prima di procedere con un'operazione imprenditoriale, fungeranno da limite negativo dell'azione dell'organo amministrativo, secondo i canoni di corretta gestione.

Una volta verificatosi lo stato di insolvenza, non si tratta più di prevenirlo, ma di gestirlo, applicando i doveri propri del diritto societario in attuazione del dovere di gestione professionale. Alla luce di ciò, si desume che l'accesso ad una procedura concorsuale deve considerarsi a garanzia della tutela dell'integrità della compagine societaria, poiché la prosecuzione dell'attività d'impresa non arrecherà, in tal modo, pregiudizio né agli interessi dei creditori, né a quelli dei soci.

Un'interpretazione estremamente rigorosa della tesi in esame, può ricollegare la propria valenza giuridica ad una fonte di rango costituzionale: l'art. 41, co. 2 Cost.¹⁰⁷ La prosecuzione dell'attività d'impresa in stato di insolvenza non permette una sua giustificazione alla luce del principio costituzionale menzionato, dove il concetto di "utilità sociale" deve essere interpretato come limite invalicabile dall'operato degli amministratori.¹⁰⁸

Alla luce di queste considerazioni, enucleato in via teorica un dovere di non proseguire l'attività d'impresa in presenza dello stato d'insolvenza, si può tentare di ricondurre la violazione del suddetto dovere quale presupposto dell'illecito civile ex art. 2043 c.c.

Tale ricostruzione opererebbe a favore dei creditori sociali vecchi e nuovi (dunque anche coloro che sono diventati creditori della società in costanza dello stato di

¹⁰⁷ Ai sensi del quale "L'attività economica privata è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana."

¹⁰⁸ Cfr. sull'interessante questione costituzionale, R. NIRO, *Art. 41*, in *Commentario alla costituzione*, a cura di Bifulco, Celotto, Olivetti, vol. I, Utet, Torino, 2006, p. 852 ss.

insolvenza), poiché il danno subito sarebbe derivante da un illecito commissivo, la prosecuzione dell'attività d'impresa. Chi scrive è convinto, sul punto, che il danno derivante dalla prosecuzione dell'attività d'impresa non sia conseguenza di un comportamento omissivo, la non presentazione di richiesta di accesso ad una procedura concorsuale, ma integri la fattispecie di un *actio* consapevole da parte degli amministratori.

L'assenza di una norma esplicita nel quadro normativo del diritto societario o del diritto fallimentare che esprima positivamente il dovere di presentare la richiesta di attivazione di una procedura concorsuale, può essere colmata da un'interpretazione sistematica, avendo a riguardo i principi del diritto societario e del diritto della crisi d'impresa.

Conclusioni

Dalla trattazione del diritto societario e fallimentare italiano e del diritto statunitense sul tema dei doveri degli amministratori societari nella crisi d'impresa, è possibile evidenziare gli aspetti di maggior rilievo della comparazione.

In generale, negli ordinamenti di *civil law* e *common law*, negli ultimi anni, nell'ambito delle procedure concorsuali, con modalità diverse, si riscontra un progressivo *favor* per la continuità dell'attività d'impresa.¹

Il fine delle procedure concorsuali non deve essere quello di sanzionare un comportamento imprenditoriale che ha provocato il dissesto, né quello di velocizzare l'eliminazione dell'impresa in crisi dal mercato capitalistico, ma è necessario che l'ordinamento predisponga gli strumenti normativi necessari alla ripresa economica della società di capitali.

Le esigenze di ripresa dell'attività imprenditoriale *in bonis*, tuttavia, spesso contrastano con gli interessi dei creditori sociali che, come visto, partecipano al rischio dell'attività d'impresa in una posizione atipica, non avendo poteri di ingerenza sull'andamento societario, ma subendone direttamente l'eventuale dissesto, quale pregiudizio alla propria pretesa creditoria.

L'analisi comparatistica trova la sua fonte sostanziale nel caso *Quadrant*: in virtù delle molteplici considerazioni svolte dalla Corte del Delaware sulla reale incidenza degli interessi dei creditori al manifestarsi della situazione della crisi d'impresa, si è proceduto alla ricostruzione del quadro dei doveri fiduciari degli amministratori sociali.

Il caso esaminato, in linea temporale, appartiene al filone giurisprudenziale iniziato a partire dal *leading case Credit Lyonnaise* e proseguito con le famose pronunce *Gbeewalla* e *Trenwick*.

¹ Sul punto, cfr. B. DE DONNO – D. BENINCASA – D. CORAPI, *Profili storici, comunitari, internazionali e di diritto comparato*, Volume V, in *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali - V - diretta da Vassalli - Luiso – Gabrielli*.

Il diritto giurisprudenziale americano, in relazione alle tematiche emerse nel corso della trattazione, ha individuato nel *board of directors* l'organo di bilanciamento dei diversi interessi all'interno delle società di capitali. Interessi che, come noto, risultano essere tendenzialmente allineati in una situazione *in bonis*, ma che all'emergere dei primi segnali di crisi, inevitabilmente divergono soprattutto sulla prospettazione dei futuri piani imprenditoriali della società di capitali.

Le corti statunitensi hanno fondato la tutela dei creditori sociali, all'interno della situazione di crisi dell'impresa, individuando nel nucleo dei *fiduciary duties* la fonte di tutela dei primi.

Al contrario del diritto statunitense, dall'analisi del diritto italiano è emersa la necessità di ricondurre i doveri degli amministratori di società di capitali nella crisi d'impresa ad un livello strettamente normativo, non potendo far ricorso al valore creativo delle pronunce giurisprudenziali. Al fine di ricomporre il quadro normativo italiano, si è proceduto con l'analisi dei principali istituti del diritto societario sulla responsabilità degli amministratori sociali e del ruolo concreto che questi ultimi assumono nella prevenzione e nella gestione della crisi, con riferimento alla legge fallimentare italiana.

Emerge dunque una difficoltà maggiore per il diritto italiano a ricostruire un preciso corollario di doveri per gli amministratori di società di capitali nella crisi d'impresa, mancando un apparato normativo sul punto. D'altronde, questa difficoltà si riscontra più in generale nella famiglia di *civil law* continentale, dove la codificazione normativa comporta maggior rigore interpretativo della legge e procedimenti di adattamento maggiormente lunghi rispetto alla produzione giurisprudenziale statunitense.

Non è un caso, dunque, che la maggior spinta delle riforme del diritto fallimentare nella famiglia di *civil law* abbia un solido nucleo ideologico di marca statunitense. L'influenza del diritto statunitense si evince soprattutto in relazione alla maggior volontà di assicurare un principio di continuità aziendale alla società in crisi, al fine di garantirne il mantenimento dei valori degli *asset* societari che, invece, andrebbero dissolti in caso di cessazione definitiva dell'attività d'impresa e conseguente liquidazione. Tale influenza si riscontra nelle più recenti riforme del diritto

fallimentare, dove gli istituti del concordato in bianco, del concordato preventivo con continuità aziendale e degli accordi di ristrutturazione, trovano la loro finalità oggettiva nella prosecuzione dell'attività d'impresa.

Inoltre, non è un caso che la maggior considerazione degli interessi dei creditori venga ad oggi fatta confluire nei doveri di corretta gestione della compagine sociale. Gli ordinamenti europei, ed in particolare quello italiano, stanno prendendo coscienza dei problemi di agency che emergono nel corso di tutte le fasi della vita di una società di capitali e che si manifestano in maniera preponderante proprio all'emergere del crepuscolo dell'attività d'impresa, ovverosia con i primi sintomi della crisi.

La novità di matrice statunitense è proprio quella di rinvenire nell'attività d'impresa una ciclicità: la fase di crisi che potrebbe portare allo stato di insolvenza viene ormai considerata come una fase propria dell'attività d'impresa.

Il versare in uno stato di crisi o in uno stato di insolvenza ha perso il carattere infamante con cui generalmente l'ordinamento giuridico, specchio della società civile, si poneva nei confronti dell'imprenditore o della società che si ritrovava in tale stato.²

Anzi, grazie agli incentivi previsti dalla legge, il ricorso ad una procedura concorsuale da parte di una società in crisi, favorisce lo sviluppo di politiche imprenditoriali maggiormente incisive ai fini della ripresa e di superamento della fase di crisi.

L'analisi svolta ha dunque permesso di ricostruire la sussistenza dei doveri di prevenzione e di gestione dell'insolvenza, comparando i profili di diritto giurisprudenziale statunitense in rapporto alla normativa italiana. In entrambi gli ordinamenti, il nucleo comune risiede nella possibilità di ricondurre i doveri degli amministratori ai principi di corretta amministrazione.

² Sul punto, si pensi alle incapacità che, nell'ordinamento italiano, venivano ricondotte alla dichiarazione di fallimento.

La prevenzione, nella sua definizione fin qui prospettata, presuppone un'attività di monitoraggio dell'andamento finanziario ed economico della società di capitali ed è strumentale alla previsione dei sintomi dell'insolvenza.

A tali conclusioni giunge anche il diritto statunitense, con il *duty of monitoring* quale corollario del più ampio dovere fiduciario che sussiste per gli amministratori verso la compagine societaria.

La corretta amministrazione testé menzionata, dunque, corrisponde ad un dovere di affrontare tempestivamente i segnali di andamento negativo dell'attività d'impresa, attraverso delle operazioni finalizzate al risanamento dell'impresa.

Come evidenziato dalla giurisprudenza delle Corti del Delaware, si identifica una fase antecedente al manifestarsi dello stato di insolvenza che impone una gestione diretta al risanamento finanziario ed economico a diretto vantaggio dei soci, con una considerazione indiretta degli interessi dei creditori sociali.³

Con il passaggio alla manifestazione concreta dello stato di insolvenza, gli amministratori, in virtù del proprio dovere fiduciario nei confronti della società di capitali, dovranno ricomprendere anche gli interessi dei creditori, quali *residual claimants* della società di capitali.

Il diritto fallimentare italiano, come esposto nel capitolo quarto, riconduce alle procedure concorsuali il momento in cui, in capo agli amministratori sociali, sussistono dei doveri di corretta gestione che devono ricomprendere anche la posizione dei creditori sociali. Si può dunque affermare che la posizione degli amministratori nel diritto fallimentare italiano sia quello di un organo di bilanciamento fra gli opposti interessi dei soci e dei creditori. Il corretto parametro di valutazione dell'operato dell'organo di amministrazione non muta in ragione della pendenza di uno stato di crisi: l'oggetto sociale, in base al dettato normativo del Codice Civile, deve essere ad oggi assunto quale limite per le azioni dell'organo amministrativo della società di capitali.

³ Il chiaro riferimento è alla *shareholder wealth maximization theory*. V. *supra*, cap. III, §4.

Il panorama normativo italiano, allo stato attuale, non permette di spingersi oltre la ricostruzione teorica del complesso sistema dei doveri degli amministratori di società di capitali sulla base degli istituti di diritto societario e di diritto fallimentare. Come in precedenza affermato, la necessità di espandere i confini di tutela tra le due branche del diritto, ha portato ad affermare la necessità di un cd. “diritto societario della crisi”.

In particolare, in seguito all'introduzione della « *riduzione o perdita del capitale della società in crisi* » (art. 182-*sexies* l. fall.), è ormai doverosa la lettura del diritto della crisi d'impresa in relazione al diritto societario, e viceversa. Si tratta di disposizioni di estrema rilevanza per il significato sistematico che vengono ad assumere, a prescindere dall'effettivo impatto applicativo che hanno avuto o potranno avere.⁴

D'altro canto, se il diritto fallimentare italiano non si è ancora adeguatamente rapportato alla realtà del panorama societario, il diritto societario non sembra fornire alle società di capitali di adeguati strumenti normativi, che permettano di affrontare in maniera efficiente la dimensione della crisi, occupandosi solo di alcuni problemi⁵ e trascurandone molti altri, tra cui i doveri dell'organo amministrativo nella crisi dell'impresa, oggetto di questa analisi.

Da ciò discende come la necessità di una definizione puntuale e sistematica del diritto societario della crisi sia ormai diffusamente avvertita nel nostro ordinamento, ma che questo non possa avvenire senza l'intervento del legislatore.

L'auspicio, dunque, è quello di una riforma organica che permetta di valutare l'operato degli amministratori di società di capitali al di fuori dei casi di responsabilità del diritto societario. Il diritto societario della crisi, la cui evidente incidenza è stata più volte riportata nel corso della trattazione, necessità di una

⁴ V. *supra*, cap. IV, §4.

⁵ Si pensi, ad esempio, all' art. 2394-bis, c.c. (« *Azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali* ») o all'ultimo comma dell'art. 2497 c.c. (« *nel caso di fallimento, liquidazione coatta amministrativa e amministrazione straordinaria di società soggetta ad altrui direzione e coordinamento, l'azione spettante ai creditori di questa è esercitata dal curatore o dal commissario liquidatore o dal commissario straordinario* »);

puntuale disciplina normativa, senza dover ricondurre la costruzione dei doveri degli amministratori ad un'analisi comparativa delle diverse branche del diritto in esame.

Sul punto, i profili di tutela rilevati grazie all'analisi del diritto statunitense, possono essere assunti quali linee guida dell'auspicata riforma organica. E' bene sottolineare come la futura normativa debba indicare il momento del dissesto dal quale anche gli interessi dei creditori devono essere ricompresi nella valutazione delle politiche imprenditoriali appannaggio degli amministratori.

Inoltre, in relazione alle procedure concorsuali, è necessario che vengano indicati con quali diversi parametri si debba valutare l'operato degli amministratori e in che modo lo stato di crisi incida sul limite positivo rappresentato dall'oggetto sociale.

Anche dal punto di vista degli incentivi che possono essere ulteriormente inseriti per favorire l'accesso alla procedura concorsuale, si auspica che il legislatore integri la normativa attuale con disposizioni puntuali circa i requisiti oggettivi economici per meglio favorire la continuità aziendale. Indubbiamente, un profilo di grande rilevanza incentiva riguarderebbe l'estensione dell'istituto dell'esdebitazione anche alle società di capitali.⁶

Le considerazioni fin qui svolte sollevano senza dubbio la necessità di una riforma organica che configuri una regolamentazione precisa sugli aspetti emergenti circa il diritto societario della crisi.

L'esperienza statunitense, sul punto, pone delle linee di guida di sicura utilità per le finalità di riforma degli ordinamenti europei, che negli ultimi anni stanno importando con maggiore frequenza gli istituti degli ordinamenti di *common law*, al fine di integrare la normativa interna. D'altronde, la sempre maggiore dimensione intercontinentale dell'attività d'impresa, impone la necessità di una regolamentazione coerente e puntuale a riguardo della fase di declino della stabilità finanziaria ed economica delle società di capitali.

⁶ La Commissione Rordorf ha inserito nel progetto di riforma del diritto fallimentare attualmente al vaglio delle Camere, la possibilità di estendere l'istituto in questione all'interno delle procedure di liquidazione giudiziale e nella disciplina del sovraindebitamento. Cfr. sul punto, *Relazione Pres. Rordorf R. al progetto di legge delega* su www.osservatorio-oci.org, p. 27.

E dunque, giunti alla fine di questa trattazione comparata, si auspica un intervento riformatore che identifichi i doveri dell'organo amministrativo all'interno della società di capitali in crisi, quale organo preposto al bilanciamento dei diversi interessi interni alla compagine societaria.

BIBLIOGRAFIA

- ALCHIAN A., *Uncertainty, Evolution and Economic Theory*, in *Journal of Political Economy* 58.
- ALLEGRI V., *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, Giuffré, 1979
- AMBROSINI S., *Appunti in tema di concordato con continuità aziendale*, *ivi*, 4 agosto 2013, (disponibile on line sul sito <http://www.ilcaso.it/articoli/371.pdf>).
- AMBROSINI, *Gestione ordinaria e revocatoria: un nodo irrisolto nei recenti progetti di riforma*, in *Giur. Comm.*, 2001, pag. 702 ss.
- AMBROSINI S., *La nuova crisi d'impresa: l. 132/15 e prossima riforma organica*, Zanichelli, 2016
- AMBROSINI S., *La revocatoria fallimentare delle garanzie*, Milano, 2000.
- ANGELICI C., *Interesse Sociale e business judgment rule*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2012, I, p. 573 ss.
- ANGELICI C., *Società per azioni*, Torino, 2012.
- ANGELICI P., *Diligentia quam in suis e Business Judgment Rule*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006., p. 691
- ARIANI T., *Disciplina della riduzione del capitale per perdite in caso di presentazione di domanda di concordato preventivo*, in *Fall.*, 2013, p. 117 ss.
- ARIANI, *Disciplina della riduzione del capitale per perdite in caso di presentazione di domanda di concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2013 (nota a Trib. Ancona 12 aprile 2012).
- ARMOUR J. – HERTIG G. – KANDA H., *Transactions with Creditors*, Oxford, 2009.
- ARMOUR J. – HANSMANN H. – KRAAKMAN R., *Agency Problems and Legal Strategies*, in R. KRAAKMAN et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford, 2009.

- ARMOUR J. – HANSMANN H. – KRAAKMAN R., *What is Corporate Law*, in R. KRAAKMAN *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford, 2009.
- BAINBRIDGE S.M., *In defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green*, in *Wash. & Lee L. Rev.*, 1993.
- BAINBRIDGE S.M., *Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes*, in *Pepp. L. Rev.*, 1992, p. 971 ss.
- BAIRD D.G. - BERNSTEIN D.S., *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, in 115 *Yale L.J.*, 2006, p. 1930 ss.
- BALESTRA, *I finanziamenti all'impresa in crisi nel c.d. Decreto Sviluppo*, in *Fallimento*, 2012, p. 1401 ss.
- BALESTRA, *I finanziamenti all'impresa in crisi nel c.d. Decreto Sviluppo*, in *Fallimento*, 2012, p. 1405 ss.
- BEBCHUK A.L., *Ex Ante Cost of Violating Absolute Priority In Bankruptcy*, in *J. Finance*, 2002, p. 445 ss.
- BEBCHUK, *'The Case for Increasing Shareholder Power'*, 118 *Harvard Law Review* 833, 844, 2005.
- BLAIR M.M. – STOUT A.L., *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, in *Wash. U.L.Q.*, 2001, p. 1735 ss.
- BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Utet, Torino, 2013
- BOZZA G., *Il trattamento dei crediti privilegiati nel concordato preventivo*, in *Il fallimento*, 2012, p. 380 ss.
- BOZZA, *Diligenza e responsabilità degli amministratori di società in crisi*, in *Fallimento*, 2014, p. 1097 ss.
- BRATTON W , *Corporate Law's Race to Nowhere in Particular* (1994) 44 *U Toronto LJ* 401

- BRATTON W.W., *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, in EBOR, 2006, p. 30 ss.
- BRATTON W.W., *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, in EBOR, 2006, p. 30 ss.
- BRIZZI F, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Giappichelli, 2015.
- BUONOCORE G., *La riforma delle società*, in *Gco*, 2003, 4, suppl., 8
- CACCAVALE C., *Determinatezza dell'oggetto sociale ed eterogeneità delle attività economiche*, in *Contratto e Impresa*, n. 4-5, 2008.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale 1*, Torino, 2013.
- CARRILLO P., *Corporate Governance: Shareholders' Interests' and Other Stakeholders' Interests*, in *Corporate Ownership&Control*, 2007, p. 96 ss.
- CARY WL , *'Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware'* , *Yale Law Journal* 663, 2004.
- CHEFFINS B.R., *Company Law. Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997.
- CYERT R. M. – MARCH J. M., *A Behavioral Theory of the Firm*, Blackwell, Oxford, 1963.
- D'ATTORRE G., *I limiti alla disciplina societaria sulle perdite del capitale*, in *Il fallimentarista*, 2016.
- D'ATTORRE G., *L'attribuzione ai creditori di partecipazioni sociali tra par condicio creditorum e principio di uguaglianza tra soci*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 852 ss.
- DE DONNO B. – BENINCASA D. – CORAPI D., *Profili storici, comunitari, internazionali e di diritto comparato*, Volume V, in *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali - V -diretta da Vassalli - Luiso – Gabrielli*
- DE DONNO B. - CORAPI D., *Società - Diritto comparato e straniero* in: *Enciclopedia giuridica*, Month 1, ROMA: Treccani, 1993

DE NADAI M., *La fusione per incorporazione dopo la riforma societaria: ancora effetti estintivi?*, nota a Cassazione civile, 09 aprile 2008, n. 9308, sez. III, in *Giur. comm.*, 2009, IV, p. 681 ss, 2015.

DEMARCHI, *Il concordato preventivo alla luce del decreto correttivo*, in AA.VV., *Le nuove procedure concorsuali*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2008, p. 51.

DENOZZA F., *Quale è il momento da cui il gestore dell'impresa deve considerare l'interesse dei creditori concorrente o addirittura prevalente su quello dei soci?*, in *Le soluzioni concordate delle crisi di impresa*, Atti del Convegno, Torino 2011.

DI NANNI C., *La vigilanza degli amministratori sulla gestione nella società per azioni*, Napoli, 2007

EASTERBROOK F.H. – FISCHER D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge-London, 1991, trad. in it. in EAD; *L'economia delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1996.

FERRO-LUZZI P., *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori: Profili di Sistema*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, I, p. 661 ss.

FITZGERALD J. A., GONZALEZ A. J. & WALRATH M. F., *Rutter Group Practice Guide: Bankruptcy*, paragr. 10:40, p. 10-5, The Rutter Group, a Thomson Reuters Business (2011).

FREY M. A. - SWINSON S. K., *Introduction to Bankruptcy Law*, 2017, Cengage.

GILSON R.J. – ROE M.J., *Understanding The Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporate Governance And Industrial Organization*, in *Yale Law Journal*, 1993.

GRANTHAM R., *The Judicial Extension of Directors' Duties to Creditors*, in *Journal of Business Law*, 1991, pp. 14 e 16

GRANTHAM R., *The Judicial Extension*, pp. 14 e 16

GUERRERA F., *La responsabilità deliberativa nelle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2004.

IBBA C., *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (diritto societario quo vadis?)*, in *Rivista delle Società*, 2016, pag. 1026

ID., *Corporate Insolvency Law. Theory and application*. Oxford University Press, Oxford-New York, 2005.

JAEGER P.G., *L'interesse sociale (quarant'anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000, I, p. 795 ss.

JENSEN M.C. – MECKLING W. H., *Theory of the Firm: Management behaviour, agency cost and ownership structure*; in *J.F. Economy*, 1977, p. 305 ss.;

JORIO, *Relazione introduttiva al convegno su la riforma della legge fallimentare: le proposte della Commissione Rordorf. Una giornata dedicata a Franco Bonelli*, Genova, 2016, p. 6 e 9.

JORIO, *Relazione introduttiva al convegno su la riforma della legge fallimentare: le proposte della Commissione Rordorf. Una giornata dedicata a Franco Bonelli*, Genova, 2016

KAHN D. - KAHN J. - PERRIS T. - LEHMAN J., *Corporate Income Taxation*, 2009, West Academic.

KNIGHT F. H., *Risk, Uncertainty and Profit*, New York, 1921.

KOCAOGLU, KAGAN, *A Comparative Bibliography: Regulatory Competition on Corporate Law*, Georgetown University Law Center Working Paper, 2008.

KRAAKMAN R., *Il ruolo essenziale dell'organizational law*, in *Riv. Soc.*, 2001, p. 867 ss.

LAMANNA, *La problematica relazione tra pre-concordato e concordato con continuità aziendale alla luce delle speciali autorizzazioni del tribunale*, in www.ilfallimentarista.it

LAMANNA, *La problematica relazione tra pre-concordato e concordato con continuità aziendale alla luce delle speciali autorizzazioni del tribunale*, in www.ilfallimentarista.it

LANE R.A., *Direct Creditor Claims for Breach of Fiduciary Duty: Is They Is, or Is They Ain't? A Practitioner's Notes from the Field*, 2007

legge 83/2012. *Prime considerazioni*, in *Dir. fall.*, 2012

LIN L., *Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, in *Vand. L. Rev.*, 1993, p. 1485 ss.

LIPSON J.C., *Director's Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporation*, in *UCLA L. Rev.*, 2003, p. 1189 ss.

LIPSON J.C., *The expressive function of Directors' Duties to creditors*, in *Sta. J.L. Bus. & Fin.*, 2007, p. 210 ss.

- LO CASCIO, *Il fallimento e le altre procedure concorsuali. Appendice di aggiornamento al d.lgs. 12.9.2007, n. 169*, Milano, 2008, p. 281.
- LO CASCIO, *Il fallimento e le altre procedure concorsuali. Appendice di aggiornamento al d.lgs. 12.9.2007, n. 169*, Milano, 2008
- LOTTINI R., *Il nuovo art. 217-bis l. fall.: una riforma che tradisce le aspettative*, in *Fallimento*, 2010, p. 1366 ss.
- LUCIANO A.M., *Concordato con piano differito e dovere di pianificazione nell'impresa societaria in crisi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015
- MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve alla legge fallimentare*, Padova, 2013, p. 1295 ss.
- MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve alla legge fallimentare*, Padova, 2013
- MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffrè, Milano, 2009.
- MINERVINI G., *Gli amministratori*, Milano, 1956
- MIOLA M., *L'oggetto sociale tra autonomia statutaria ed autonomia gestoria*, Napoli, 2007
- MONTALENTI P., *Art. 2501-bis*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, vol. III, Zanichelli, Bologna, 2004
- MONTALENTI P., *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2011
- MONTANARI, *Concordato preventivo e istruttoria prefallimentare tra pregiudizialità e coordinamento delle procedure: una trasformazione soltanto apparente*, in *DFSC*, 2014, p. 634 ss.
- MONTANARI, *Concordato preventivo e istruttoria prefallimentare tra pregiudizialità e coordinamento delle procedure: una trasformazione soltanto apparente*, in *DFSC*, 2014
- MOSCO G.D., *Art. 2380-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, cit., vol. II, p. 213
- MOSCO G.D., *Concordato preventivo e piani negoziali per il risanamento dell'impresa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009
- MOSCO G.D., *Concordato preventivo e piani negoziali per il risanamento dell'impresa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009

- MOSCO G.D., *Funzione amministrativa e sistemi d'amministrazione*, in: Trattato delle società a responsabilità limitata, Padova, CEDAM
- MOZZARELLI M., *Appunti sulla tutela contrattuale dei creditori sociali nell'esperienza statunitense*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni Colombo*, Giappichelli, Torino, 2011.
- NIGRO A. - VATTERMOLI D., *Diritto della crisi delle imprese. Le procedure concorsuali (Appendice di aggiornamento)*, 2013, disponibile on line sul sito www.ilmulino.it
- NIRO R., *Art. 41*, in *Commentario alla costituzione*, a cura di Bifulco, Celotto, Olivetti, vol. I, Utet, Torino, 2006
- PARTNOY, *Corporate Finance: Adding Derivatives to the Corporate Law Mix*, 34 GA. L. REV. 599, 611 (2000)
- PASQUARIELLO F., *Il concordato preventivo con continuità*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2013
- PATRONI GRIFFI U., *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2009, p. 601 ss.
- PENTA A., *Il concordato preventivo con continuità aziendale: luci ed ombre*, in *Riv. Soc.*, 2012
- PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in Tratt. delle soc. per az., diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, Vol. III, Utet, Torino, 1993.
- PRESTI G., *Art. 2497*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, Utet, Torino 2006.
- RORDORF, *La continuità aziendale tra disciplina di bilancio e diritto della crisi*, in *Società*, 2014, p. 907 ss.
- ROSSI A. , *La governance dell'impresa in fase di ristrutturazione*, in *Fallimento e altre procedure concorsuali*, IPSOA, 2015
- SANDULLI M., *I controlli delle società come strumenti di tempestiva rilevazione della crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 2009
- SCHIANO DI PEPE G., *Il concordato preventivo con «continuità aziendale» nel decreto*
- SCOTT CRESPI G., *Rethinking Corporate Fiduciary Duties: The Inefficiency of the Shareholder Primacy Norm*, 55 SMU L. Rev. 141 (2002)

- SHAFFER, *Corporate Fiduciary-Insolvent: The Fiduciary Relationship Your Corporate Law Professor (Should Have) Warned You About*, 8 AM. BANKR. INST. L. REV. 479 (2000).
- SMITH T.A., *The Efficient Norm for Corporate Law: a Neotraditional Interpretation of Fiduciary Duty*, in *Mich. L. Rev.*, 1999, p. 214 ss.
- STANGHELLINI L., *Creditori "forti" e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Il fallimento*, 2006, p. 378 s.
- STANGHELLINI L., *Creditori "forti" e governo della crisi d'impresa nelle nuove procedure concorsuali*, in *Il fallimento*, 2006
- STANGHELLINI L., *Il concordato con continuità aziendale*, in *Il fallimento*, 2013
- STANGHELLINI L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Mulino, 2010
- STANGHELLINI, *Disciplina delle obbligazioni e flessibilità nel disegno della struttura finanziaria*, in *Relazione al Convegno internazionale di studi "Regole del mercato e mercato delle regole"*, Venezia, 12-13 novembre 2015.
- STEARNS JR. R.J. – KANDESTIN C.D., *Delaware's Solvency Test: What Is It and Does It Make Sense? A Comparison of Solvency Tests under the Bankruptcy Code and Delaware Law*, 2011.
- STRAMPELLI G., *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012
- TERRANOVA G., *Il concordato «con continuità aziendale» e i costi dell'intermediazione giuridica*, in *Dir. fall.*, 2013
- TINA A., *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 176.
- TOMBARI U., *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 1138 ss.
- TOMBARI, *Principi e problemi di diritto societario della crisi*, in *Riv. Soc.*, 2013, p. 1138.
- VATTERMOLI D., *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, 2012, p. 11.
- VATTERMOLI D., *La subordinazione equitativa (equitable subordination)*, in *Riv. Soc.* 2009, p. 1390.

- VATTERMOLI D., Par condicio omnium creditorum, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2013
- VATTERMOLI D., *Subordinazione legale ex art. 2467 c.c. e concordato preventivo*, in *Dir. banc. Merc. Fin.*, 2009, I, 272 ss.
- VATTERMOLI D., *Subordinazione legale ex art. 2467 c.c. e concordato preventivo*, in *Dir. banc. Merc. Fin.*, 2009, I, 272 ss.
- VEASEY E.N., *Presentation at the American College of Bankruptcy Conference: Counseling the Board of Directors of the Company in Distress 15 (Mar. 15, 2008)*.
- WESTBROOK J.L., *Abolition of the Corporate Duty to Creditors*, in *Columbia L. Rev.*, 2007.
- WINTER RK , *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation (1977)*
6 J Leg Studies 251

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

Italia

Corte Costituzionale

Corte cost., 29 dicembre 2005, n. 481.

Corte di Cassazione

Cass., 5 aprile 1971, n. 970

Cass., 20 maggio 1993, n. 5736

Cass., 10 aprile 1996, n. 3321

Cass., 4 aprile 2001, n. 4937

Cass., 19 giugno 2008, n. 16612

Cass., 06 novembre 2013 n. 24970

Cass., 06 novembre 2013 n. 24969 sez. I

Cass., 19 settembre 2013 n. 21478 sez. I

Cass., 29 ottobre 2013 n. 24359 sez. I
Cass., 31 gennaio 2014 n. 2130 sez. I
Cass., 04 luglio 2014 n. 15345 sez. I
Cass., 15 gennaio 2015 n. 576 sez. I
Cass., 15 maggio 2015 n. 9935 sez. un.
Cass., 15 gennaio 2016 n. 653 sez. VI
Cass., SS.UU., 23 gennaio 2013, n. 1521

Tribunali

Trib. Ascoli Piceno, 17 marzo 1987
Trib. Torino, 10 agosto 1988
Trib. Milano, 9 marzo 1999

Stati Uniti

511 West 232nd Owners Corp. v. Jennifer Realty Co., 98 N.Y.2d 144, 153, 746 N.Y.S.2d 131, 773 N.E.2d 496 (2002)
A. Gay Jensen Farms Co. v. Cargill, Inc., 309 N.W.2d 285 (Minn. 1981)
Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984),
Ashcroft v. Iqbal, 556 U.S. 662 (2009)
Asmussen v. Quaker City Corp. (Del. Ch. 1931).
Atl. Trust Co. v. Consol. Elec. Storage Co. (N.J. Ch. 1892)
Balotti & Finkelstein's Del. L. of Corp. & Bus. Org. Ch. 4, §§ 4.14 to 4.21 (2008)
Bear Stearns Litig., 870 N.Y.S.2d 709, 731, 736-37 (N.Y. Sup. Ct. 2008)
Bell Atlantic Corp. v. Twombly, 550 U.S. 544 (2007)
Blackmore Partners, L.P. v. Link Energy LLC, No. Civ.A. 454-N, 2005 WL 2709639, at *1, *6 (Del. Ch. Oct. 14, 2005)

Brazen v. Bell Atl. Corp., 695 A.2d 43, 49 (Del. 1997)

Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Del. 2000).

Cambium Ltd. v. Trilantic Capital Partners III L.P., 36 A.3d 348 (Del. 2012)

Caremark Int'l Inc. Derivative Litig., 698 A.2d 959, 970 (Del. Ch. 1996).

Central Mortg. Co. v. Morgan Stanley Mortg. Capital Holdings LLC, 27 A.3d 531 (Del. 2011)

Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1156, 1169 (Del. 1995)

CitX Corp., Inc., 448 F.3d 672, 677 (3d Cir. 2006)

Dalton v. Educational Testing Service, 87 N.Y.2d 384, 389, 639 N.Y.S.2d 977, 663 N.E.2d 289 (1995)

Fleming Packaging Corp., No. 03-82408, 2005 WL 2205703, at *9 (Bankr. C.D. Ill. Aug. 26, 2005)

Flieger v Lawrence, 361 A2d 218 (Del 1976).

Franco typ-Postalia AG & Co. v. On Target Technology, Inc. (Del. Ch. 1998).

Freeman v. Hare & Chase (Del. Ch. 1928)

Gagliardi v. TriFoods Int'l, Inc., 683 (Del. 1996).

Gantler v. Stephens, 965 A.2d 695 (Del. 2009)

Global Serv. Grp. LLC, 316 B.R. 451, 460-61 (Bankr. S.D.N.Y. 2004)

Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co., 188 A.2d 125, 130 (Del. 1963).

Guth v. Loft, Inc., 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939)

Harden v. E. States Pub. Serv. Co., 122 A. (Del. Ch. 1923).

Healthco Int'l, Inc., 208 B.R. 288, 302 (Bankr. D. Mass. 1997).

Heard v. Perkins, 441 B.R. 701, 710 (Bankr. N.D. Ala. 2010)

In re Cooper Commons LLC, 512 F.3d 533, 535-36 (9th Cir. 2008).

Kirke La Shelle Co. v. Paul Armstrong Co., 263 N.Y. 79, 87, 188 N.E. 163 (1933)

Martin v. Peyton, 246 N.Y. 213, 158 N.E. 77 (1927)

MAZ Partners LP v. Shear, United States District Court, D. Massachusetts. September 1, 2016 204 F.Supp.3d 365

Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261, 1279 (Del. 1989).

N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla, 930 A.2d 92 101 (Del. 2007).

Odyssey Partners, L.P. v. Fleming Cos., 735 A.2d 386, 420 (Del. Ch. 1999)

Official Comm. of Unsecured Creditors of Tousa, Inc. v. Technical Olympics, S.A. (In re Tousa, Inc.), 437 B.R. 447 (Bankr. S.D. Fla. 2010)

Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc. A.2d 914 (Del. 2003)

Pa. Co. for Insurances on Lives & Granting Annuities v. S. Broad St. Theatre Co. (Del Ch. 1934)

Parfi Hldg., AB v. Mirror Image Internet Inc. 954 A.2d (Del. Ch. 2008).

Pogostin v. Rice, 480 A.2d 619, 624 (Del. 1984)

Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc. (Del. Ch. 2004).

Quadrant Structured Products Company, Ltd. v. Vertin, 2015 WL 6157759 (Del. Ch. Oct. 20, 2015).

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., (Supreme Court of Delaware 2009)

RSH Liquidating Trust v. Magnacca, United States Bankruptcy Court, N.D. Texas, Fort Worth Division. June 8, 2016 553 B.R. 298.

Salnita Corp. v. Walter Hldg. Corp. (Del. Ch. 1933).

Sea-Land Services, Inc. v. Pepper Source, 941 F.2d 519, 1992 A.M.C. 1520 (7th Cir. 1991)

Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985)

Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 91921, 46 A.L.R.4th 821 (Del. 1985)

The Brown Schools, 386 B.R. 37, 47 (Bankr. D. Del. 2008)

Tower Air, Inc., 416 F.3d 229, 234 (3d Cir. 2005).

Trenwick Am. Litig. Trust v. Billett, 931 A.2d 438 (Del. 2007)

Tropicana Entm't, LLC, 520 B.R. 455, 471 (Bankr. D. Del. 2014)

U.S. Bank Nat'l Ass'n v. U.S. Timberlands Klamath Falls, L.L.C., 864 A.2d 930, 947 (Del. Ch. 2004)

U.S. Bank Nat'l Ass'n v. U.S. Timberlands Klamath Falls, L.L.C., 864 A.2d 930, 947 (Del. Ch. 2004)

U.S. Bank Nat'l Assoc. v. Stanley, 297 S.W.3d 815 (Tex. App. 2009)

USDigital, Inc., 443 B.R. 22, 46 (Bankr. D. Del. 2011)

Vichi v. Koninklijke Philips Elecs. N.V., C.A. No. 2578-VCP, 2009 WL 4345724, at *20-21 (Del. Ch. Dec. 1, 2009)

Walkowszky v. Carlton, 18 N.Y.2d 414, 276 N.Y.S.2d 585, 223 N.E.2d 6 (1966)

Zapata Corp. v. Maldonato (Del. 1981).