



**UNIVERSITÀ  
DEGLI STUDI  
DI BERGAMO**

Dottorato di Ricerca in  
Economia e diritto dell'impresa (Business & Law)  
– XXXVIII ciclo –  
Settore scientifico disciplinare (SSD): IUS/04 – Diritto Commerciale

**INTERESSI TUTELATI E MARGINI DI DISCREZIONALITÀ  
GESTORIA NELLA *TWILIGHT ZONE***

Relatore:

Chiar.mo Prof. Francesco Bordiga

Tesi di dottorato:

Edoardo Restori

Matricola n. 1087285

ANNO ACCADEMICO 2024/2025



## INDICE SOMMARIO

### INTRODUZIONE

### CAPITOLO I

#### **LA TWILIGHT ZONE COME FASE EVENTUALE DELLA VITA DELL'IMPRESA: DIFFERENZE CON I CONCETTI DI "INSOLVENZA" E "CRISI"**

1. <i>La necessità di un intervento «precoce» sulla crisi d'impresa</i> .....	3
2. <i>Il concetto di insolvenza e la sua reversibilità o irreversibilità</i> .....	6
3. <i>L'evoluzione del significato di "crisi"</i> .....	12
4. <i>La twilight zone come antefatto della crisi</i> .....	17
4.1. <i>Il confine tra la piena solvibilità e la twilight zone</i> .....	20
4.2. <i>Il confine tra la twilight zone e la crisi</i> .....	23

### CAPITOLO II

#### **INTERESSI PERSEGUITI DALL'ORGANO GESTORIO NELLE DIVERSE "FASI": DALLA PIENA SOLVIBILITÀ ALL'INSOLVENZA**

1. <i>Mutamento del rischio dell'attività d'impresa</i> .....	31
2. <i>Interessi perseguiti nell'impresa solvibile</i> .....	34
3. <i>Prevalenza degli interessi dei creditori rispetto ai debitori nell'insolvenza</i> .....	39
4. <i>Interessi perseguiti nella crisi</i> .....	48
4.1 <i>Il conflitto di interessi</i> .....	51
4.2 <i>L'attuabilità dello shifting of duties</i> .....	55
5. <i>Interessi perseguiti nella twilight zone</i> .....	65

### CAPITOLO III

#### **I DOVERI DEGLI AMMINISTRATORI NELLA TWILIGHT ZONE**

1. <i>Il principio di corretta amministrazione quale limite alla discrezionalità degli amministratori</i> .....	69
---	----

2. <i>La disciplina dell'art. 2086, comma 2, c.c. come "prima" declinazione della corretta amministrazione</i> .....	73
3. <i>(segue) Applicazione della business judgment rule nella predisposizione degli assetti</i> .....	79
4. <i>I doveri degli amministratori inerenti all'equilibrio economico-finanziario quali declinazioni del principio di corretta amministrazione</i> .....	82
4.1. <i>Il dovere di mantenimento della continuità aziendale</i> .....	85
4.2. <i>L'obbligo eventuale di agire anche in discontinuità</i> .....	88
5. <i>Le scelte in esecuzione dei doveri gestori nella twilight zone</i> .....	91
5.1. <i>Le iniziative gestorie "interne": l'immissione di nuova finanza e la (ri)pianificazione</i> .....	94
5.2. <i>Le iniziative gestorie "esterne" di natura finanziaria: finanziamenti ponte, debts for equity swap e operazioni di ristrutturazione</i> .....	97
5.3. <i>Le iniziative gestorie "esterne" di natura non finanziaria: gli accordi "stragiudiziali" e la composizione negoziata</i> .....	101

## **CAPITOLO IV**

### **ACCENNI SULLA VALUTAZIONE DELLA RESPONSABILITÀ GESTORIA DEGLI AMMINISTRATORI NELLA TWILIGHT ZONE**

1. <i>Le fattispecie di responsabilità ascrivibili agli amministratori</i> .....	113
2. <i>Applicazione della business judgment rule alle scelte adottate nella twilight zone</i> .....	116

### **BIBLIOGRAFIA E INDICE DELLA GIURISPRUDENZA**

## INTRODUZIONE

L'introduzione della Direttiva (UE) 2019/1023 ha determinato il sorgere di ampie discussioni nella dottrina italiana ed europea non solo a riguardo delle sue finalità e al suo contenuto, ma anche in merito alle differenti soluzioni adottate dagli Stati Membri nella fase di recepimento. Quest'ultima ha visto a distanza di quasi sei anni dalla pubblicazione della direttiva, un graduale consolidamento dell'importanza delle soluzioni di regolazione della crisi (o come diversamente definite dagli altri ordinamenti giudiziari), che, nonostante le differenze oggettive, presentano il comune scopo di essere maggiormente efficaci, soprattutto in termini di durata, e consentire alle imprese in difficoltà di "continuare ad operare" (Considerando n. 1).

L'elaborato, tuttavia, non tratterà delle difformità delle soluzioni alla crisi adottate dagli altri Paesi Europei rispetto a quelle del legislatore italiano, bensì cercherà di definire i doveri e di individuare le scelte adottabili dagli amministratori quali soggetti chiamati ad assumere le decisioni che consentano di prevenire ed affrontare le situazioni di difficoltà finanziaria.

Gli ipotetici e molteplici esiti e rischi che caratterizzano le possibili situazioni di difficoltà e di aggravamento della situazione dell'impresa impongono di circoscrivere l'analisi che si intende condurre ad una fase c.d. iniziale, in ragione non solo della finalità "preventiva" che caratterizza la *ratio* della stessa direttiva ma anche per l'esigenza, già rilevata da autorevole dottrina, di fare chiarezza sotto il profilo normativo tra le diverse fonti del diritto societario e della crisi d'impresa.

Si cercherà di comprendere come gli amministratori di società di capitali, in particolare di s.p.a., debbano e possano operare in quella particolare "fase" della vita della società che la dottrina identifica col termine *twilight zone*.

Nel contesto descritto, due sono le questioni di contorno al tema della determinazione dei doveri e delle scelte dei gestori: in *primis* verificare se, alla luce delle definizioni di "pre-crisi", "crisi" e "insolvenza" contenute nel Codice della crisi d'impresa, possa trovare spazio la categoria della *twilight zone* oppure se essa sia stata "assorbita" e svuotata di significato dalla distinzione in fasi operata dagli artt. 2 e 12 CCII; in secondo luogo, se le scelte discrezionalmente assunte dagli amministratori in questa fase possano essere tutelate dall'ordinaria *business judgement rule* oppure se sia

ipotizzabile una specificazione della medesima e, pertanto, se si possa individuare un diverso parametro di valutazione della discrezionalità dei gestori.

La risposta ai predetti quesiti impone, anche sotto il profilo della logica giuridica, in primo luogo la delimitazione del campo d'indagine attraverso una migliore identificazione della *twilight zone* e dei suoi confini, nonché l'individuazione di quali interessi debbano essere perseguiti in questa fase dagli amministratori nel loro difficile compito di attuare un bilanciamento tra quelli dei soci, dei creditori e degli altri *stakeholders*. Centrale, come anticipato, sarà la determinazione dei limiti all'operato dell'organo gestorio imposti dal diritto societario e della crisi d'impresa, da cui si ricaveranno le possibili scelte e soluzioni adottabili, con riferimento alle quali sarà necessario, infine, verificare l'applicabilità della *business judgment rule* alle scelte gestorie in questa fase.

Tali passaggi argomentativi verranno accompagnati da una comparazione con altri ordinamenti europei al fine di comprendere l'effettiva armonizzazione compiuta dal recepimento della Direttiva Insolvency; in particolar modo, si approfondiranno le soluzioni adottate dal legislatore tedesco come contenute nella StaRUG.

## CAPITOLO I

### La *twilight zone* come fase eventuale della vita dell'impresa: differenze con i concetti di "insolvenza" e "crisi"

SOMMARIO: 1. La necessità di un intervento «precoce» sulla crisi d'impresa, - 2. Il concetto di insolvenza e la sua reversibilità o irreversibilità, - 3. L'evoluzione del significato di "crisi", - 4. La *twilight zone* come antefatto della crisi, - 4.1. Il confine tra piena solvibilità e *twilight zone*, - 4.2. Il confine tra *twilight zone* e crisi.

#### 1. *La necessità di un intervento «precoce» sulla crisi d'impresa*

La pubblicazione della Direttiva (Ue) 2019/1023<sup>1</sup> è stata l'occasione per realizzare un'armonizzazione di quegli istituti che consentono alle imprese in difficoltà di continuare ad operare sul mercato attraverso il conseguimento di «una maggiore efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione» e una «riduzione della loro durata»<sup>2</sup>. Il recepimento del testo unionale da parte del legislatore italiano è il «culmine» di un percorso che ha portato ad un effettivo cambio di prospettiva<sup>3</sup> degli obiettivi e degli interessi perseguiti dalla disciplina della crisi dell'impresa. Si è assistito, infatti, al passaggio<sup>4</sup> da una prevalenza, con il r.d. n. 267/1942, del fallimento quale procedura finalizzata all'esclusivo soddisfacimento dell'interesse del ceto creditorio, primato poi mitigato dall'introduzione della disciplina dell'amministrazione straordinaria con il d.lgs. n. 270/1999, al suo "declassamento", finalità espressamente perseguita<sup>5</sup> dalla

---

<sup>1</sup> Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 (direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza)" reperibile in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=CELEX%3A32019L1023>. Tra i primi commenti sulla proposta di direttiva v. STANGHELLINI, *La proposta dcì Direttiva UE – in materia di insolvenza*, in *Fall.*, 2017, XVIII e IX, 873-879.

<sup>2</sup> Così Considerando n. 1 Direttiva (UE) 2019/1023.

<sup>3</sup> Di cambio di prospettiva legato all'introduzione del Codice della Crisi e dell'Insolvenza tratta INZITARI, *Crisi, Insolvenza, Insolvenza Prospettica, Allerta: nuovi confini della diligenza del debitore, obblighi di segnalazione e sistema sanzionatorio nel quadro delle misure di prevenzione e risoluzione*, in *dirittodellacrisi.it*, 18 Marzo 2021, 7 ss. Parla di "nuovo orizzonte designato dalla direttiva" VELLA, *La nuova ristrutturazione preventiva nel codice della crisi e dell'insolvenza dopo l'attuazione della Direttiva (UE) 2019/1023*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022, 19 ss.

<sup>4</sup> Così SPIOTTA, *La (rafforzata) continuità aziendale nel contesto dei rinnovati strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza*, in *dirittodellacrisi.it*, 31 marzo 2025, 3.

<sup>5</sup> Intervento di rilievo nel mentre è stato il D.L. 22 giugno 2012 n. 83 c.d. decreto sviluppo.

legge delega n. 155/2017 e dal d.lgs. n. 83/2022<sup>6</sup> nonché dalle successive modifiche. Questi ultimi decreti hanno sancito l'abbandono di una visione della disciplina delle procedure concorsuali come rimedi esclusivamente *ex post*, in favore dell'emersione anticipata della crisi, passaggio che ha determinato la necessità per le imprese di dotarsi di una serie di misure e strumenti volti a garantire il tempestivo recepimento dei segnali di “*distress*”<sup>7</sup>, per consentire un intervento «precoce» nell'ottica di preservare la continuità dell'impresa attraverso, ad esempio, modifiche della composizione e struttura dell'attività e delle passività.

Tuttavia, il cambiamento “culturale” portato dalla Direttiva Insolvency con riferimento al tema della ristrutturazione preventiva e la tendenza alla preservazione dell'attività imprenditoriale attraverso l'edificazione dei *preventive restructuring frameworks*<sup>8</sup> trova un limite all'interno dello stesso testo unionale. Infatti, al Considerando 3 il legislatore europeo ha precisato che la soluzione liquidatoria debba essere preferita rispetto alla ristrutturazione qualora manchino prospettive concrete di sanabilità dell'attività dell'imprenditore in crisi, poiché in caso di avvio della ristrutturazione si determinerebbe un accumulo di perdite con il conseguente aggravamento delle posizioni di altri portatori di interesse<sup>9</sup>. Ne consegue che la ristrutturazione delle imprese quale obiettivo dell'armonizzazione debba presupporre un'analisi della sostenibilità dell'intervento. È, infatti, lo stesso Considerando 26 a precisare che gli Stati Membri «dovrebbero poter introdurre una verifica della sostenibilità economica come condizione di accesso alla procedura di ristrutturazione preventiva di cui alla presente direttiva (...)»<sup>10</sup>.

Ulteriore elemento che costituisce presupposto ineludibile per l'efficacia dell'intervento di ristrutturazione è la tempestività del medesimo<sup>11</sup>, che si collega in modo

---

<sup>6</sup> In commento fra molti v. STANGHELLINI, *Il Codice della crisi dopo il d.lgs. 83/2022: la tormentata attuazione della direttiva europea in materia di «quadri di ristrutturazione preventiva»*, in *ilcaso.it*, 21 luglio 2022, 1 ss.

<sup>7</sup> Termine in uso nella dottrina americana e inglese, v. fra molti J.C. LIPSON, *Directors' Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporation*, in *UCLA L. R.*, 2003, Vol. V, 1189 ss.

<sup>8</sup> Così VELLA (nt. 3), 20 e 29.

<sup>9</sup> Per un commento sul punto v. GALLETTI, *Una postilla sugli interessi tutelati nel moderno diritto societario “in crisi”*, in *Riv. dir. soc.*, 2023, II, 250 ss.

<sup>10</sup> Ove viene anche aggiunto come «Tale verifica dovrebbe essere effettuata senza pregiudicare le attività del debitore, il che potrebbe consistere, fra l'altro, nella concessione di una sospensione temporanea o che la valutazione sia effettuata senza indebito ritardo. Tuttavia, l'assenza di pregiudizio non dovrebbe impedire agli Stati membri di esigere che i debitori dimostrino la loro sostenibilità economica a proprie spese».

<sup>11</sup> Fine indicato tra i “principi generali” dall'art. 2, comma 1, lett. g), della legge delega n. 155/2017. Sulla nuova configurazione del Codice della crisi v. JORIO, *Codice della crisi: tra novità e dubbi (ir)risolti (I parte) - La nuova configurazione del Codice della crisi e gli interessi protetti*, in *Giur.it.*, 2023, VI, 1429 ss.

univoco all'effettiva capacità dell'organo gestorio non solo di anticipare il sopraggiungere di un'eventuale crisi ma anche di rispondere con modalità idonee alle caratteristiche e alla situazione patrimoniale, economico-finanziaria della stessa impresa<sup>12</sup>. La tardità dell'intervento comporta gravi conseguenze sulla possibilità stessa di conseguire una ristrutturazione, rendendo sempre più probabile il rischio che la liquidazione giudiziale divenga l'unica soluzione percorribile dal debitore con i conseguenti effetti della disgregazione del compendio aziendale, da un lato, e di esternalizzazioni negative dall'altro.

Pertanto, l'emersione tempestiva della crisi è divenuto il primario obiettivo perseguito dalla disciplina del Codice della crisi<sup>13</sup> andando, di fatto, non solo a "spodestare" il primato della rimediabilità *ex post* al pregiudizio causato da una insolvenza conclamata e risalente, ma anche a "modificare" quegli stessi parametri o "*trigger events*" che fungevano da faro/avviso per il rilevamento della situazione di crisi. Il cambio di prospettiva ha riguardato anche l'efficacia dei segnali o *trigger points* che, una volta verificati e individuati, consentono ai gestori di intercettare l'imminenza di una situazione. Tale necessità ha consentito di rimarcare in dottrina la già più volte conclamata insufficienza della disciplina degli artt. 2484-2486 c.c. rispetto alle esigenze di anticipazione dell'intervento, essendo tali rimedi destinati a operare quasi sempre in ritardo sulla base di indici patrimoniali di modesta rilevanza e comunque in contrapposizione rispetto alla generale tendenza di un intervento «precoce» degli amministratori<sup>14</sup>.

L'anticipazione della soglia di rilevabilità e la "ristrutturazione" operata nel Codice della crisi impone una declinazione dei diversi momenti o fasi che caratterizzano la società in difficoltà, in quanto solo attraverso una loro concreta determinazione sarà possibile isolare la *twilight zone* rispetto alle altre fasi e, di conseguenza, individuare i doveri e le scelte adottabili dagli amministratori per consentire all'impresa di continuare ad operare, evitando le conseguenze negative di un ritardo nella reazione.

---

<sup>12</sup> Sul punto v. GALLETTI, *Le politiche di gestione del rischio: modelli giuridici per l'assunzione delle decisioni d'impresa*, Napoli, 2021, 87 e 88.

<sup>13</sup> INZITARI (nt. 3), 7.

<sup>14</sup> In questi termini: GALLETTI (nt. 12), 84 e 85.

## 2. Il concetto di insolvenza e la sua reversibilità o irreversibilità

Il già più volte descritto cambiamento di prospettiva introdotto dal Codice della crisi d'impresa<sup>15</sup> non ha riguardato la definizione di insolvenza<sup>16</sup>; essa infatti è stata oggetto di una trasposizione letterale del secondo comma dell'art. 5 l.f. nell'art. 2, comma 1, lett. b)<sup>17</sup> CCII. Per entrambe le disposizioni tale termine identifica lo stato del debitore che «si manifesta con inadempimenti od altri fattori esteriori, i quali dimostrino che l'imprenditore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni»<sup>18</sup> e, dunque di sostenere flussi monetari in uscita attuali o nel prossimo futuro<sup>19</sup>. Incapacità che si manifesta non solo con l'incapienza patrimoniale determinata dall'erosione del patrimonio di rischio, ma anche dall'insufficiente liquidità<sup>20</sup>; circostanza che si verifica nell'ipotesi in cui l'attività di impresa non sia in grado di generare un reddito che permetta di far fronte regolarmente ai costi e ai pagamenti.

In dottrina sono distinguibili due diverse valutazioni delle condizioni del debitore: da un lato coloro che ritengono che occorra una stima globale e prospettica dell'attività senza porre l'attenzione ai singoli inadempimenti o manifestazioni esterne del dissesto<sup>21</sup>; dall'altro i sostenitori delle c.d. teorie patrimonialistiche<sup>22</sup> ritengono che l'accertamento dell'insolvenza debba basarsi su un elementare calcolo algebrico consistente nel sommare al valore del patrimonio, computato a prezzi di realizzo, il valore del credito di cui l'imprenditore gode presso il sistema finanziario e presso i propri fornitori, in modo da verificare se il totale, così ottenuto, sia ancora in grado di coprire l'ammontare dei debiti

---

<sup>15</sup> Ampia la letteratura a riguardo, v. in luogo di molti TERRANOVA, *Insolvenza, stato di crisi, sovraindebitamento*, Torino, 2013, 80 ss. ID, *Lo stato di insolvenza. Per una concezione formale del presupposto oggettivo del fallimento*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 82. Sempre sulla nozione di insolvenza si v. PACILEO, *Ancora sullo "stato di insolvenza". Appunti sull'art. 5 legge fallimentare e spunti sulla nozione di "sovraindebitamento" di cui alla l. n. 2/2012* in *Dir. Fall.*, 2013, II, 2013, 48 ss.

<sup>16</sup> Per autorevole dottrina ritenuta «uno dei concetti fondamentali del sistema delle procedure concorsuali, non solo perché ne costituisce con poche e controverse eccezioni (...), il presupposto oggettivo, ma soprattutto perché individua (...) la "patologia" alla quale si deve porre rimedio» cfr. TERRANOVA, *Stato di crisi e stato di insolvenza*, Torino, 2007, 1.

<sup>17</sup> L'incapacità di adempiere regolarmente le obbligazioni, ai sensi dell'art 5 l.f., come manifestazione dell'insolvenza risulterebbe del tutto coerente anche con la nozione di insolvenza del Codice civile in quanto espressione di una inadeguatezza delle condizioni patrimoniali del debitore rispetto alle obbligazioni assunte e alla capacità di adempierle regolarmente cfr. INZITARI (nt. 3), 3, mentre in giurisprudenza sulla differenza tra nozione codicistica di insolvenza e quella di cui all'art. 5 l.f. v. Cass., sez. II, 16 giugno 2023, n.17362, in *Dejure*.

<sup>18</sup> Sul punto v. DE LUCA, *Insolvenza e crisi. Dalla relazione di continenza alla definizione di un rischio "più probabile che non"*, in *Riv. dir. impr.*, 2024, III, 451.

<sup>19</sup> Sul punto v. GALLETTI (nt. 12), 68.

<sup>20</sup> Così DE LUCA (nt. 18), 456.

<sup>21</sup> Per un'analisi generale v. SATTA, *Diritto fallimentare*<sup>2</sup>, Padova, 1990. Sulla definitiva e irreversibile impotenza del debitore a soddisfare le proprie obbligazioni con gli strumenti "normali" a sua disposizione v. CAVALLI, *Il presupposto oggettivo*, in *Il fallimento*, a cura di Ambrosini, Cavalli, Jorio, 2008 125 ss.

<sup>22</sup> TERRANOVA (nt. 16), 17, il quale richiama F. FERRARA, *Il fallimento*<sup>4</sup>, a cura di Borgioli, Milano, 1989.

già scaduti o di prossima scadenza. Secondo quest'ultima visione, la definizione di insolvenza si tradurrebbe in uno stato di incapacità patrimoniale o, sotto il profilo prettamente contabile, in una situazione di sbilancio<sup>23</sup>; tuttavia la stessa dottrina delle teorie patrimonialistiche precisa che la valutazione del dissesto dovrebbe essere completata con l'accertamento della capacità dell'imprenditore di procurarsi credito sul mercato e che, quindi, dovrebbero essere soggetti a fallimento (ora liquidazione giudiziale) solo coloro che non possono fare affidamento sulla fiducia degli istituti di credito e dei fornitori. Altrettanto discusso è il significato da attribuire al termine "insolvenza" da parte della giurisprudenza sia di merito che di legittimità, non solo nella vigenza della legge fallimentare, ma anche a seguito dell'introduzione del Codice della crisi<sup>24</sup>. Mentre alcuni, sempre con riferimento all'accesso al fallimento, adottano una nozione patrimoniale di insolvenza nel caso in cui la situazione esistente sia tale da far ritenere che gli elementi attivi del patrimonio non siano sufficienti ad assicurare l'eguale ed integrale soddisfacimento dei creditori<sup>25</sup>, per altri l'insolvenza sarebbe identificabile con uno stato di impotenza funzionale,<sup>26</sup> non transitoria a soddisfare le obbligazioni inerenti all'impresa che si esprimerebbe nell'incapacità di produrre beni con margini di redditività da destinare alla copertura delle relative esigenze, prima fra tutte l'estinzione dei debiti. Lo stato d'insolvenza dovrebbe desumersi più che dal rapporto tra attività e passività, dalla possibilità dell'impresa di continuare ad operare proficuamente sul mercato, fronteggiando con mezzi ordinari le obbligazioni<sup>27</sup>; fermo restando che l'inadempimento del debitore sarebbe sintomatico di un giudizio di inidoneità solutoria strutturale del debitore, e quindi oggetto di valutazione complessiva<sup>28</sup>.

---

<sup>23</sup> Sul punto v. MANGANO, *L'insolvenza nell'esperienza tedesca*, in *Stato di crisi e stato di insolvenza*, a cura di G. Terranova, 2007, 104.

<sup>24</sup> Diversa è, invece, è la nozione di insolvenza ai fini della segnalazione a sofferenza ricavabile dalle Istruzioni emanate dalla Banca d'Italia, sulla base delle direttive del Cicer e qualificabile alla stregua di una valutazione negativa della situazione patrimoniale, apprezzabile come deficitaria, ovvero come di grave difficoltà economica, senza, quindi, alcun riferimento al concetto di incapienza o irrecuperabilità. Si deve, quindi, trattare di una grave e non transitoria difficoltà economica equiparabile, anche se non coincidente, con la condizione d'insolvenza, cfr. Cass. sez. I, 15 dicembre 2020, n.28635

<sup>25</sup> Cfr. Cass. sez. I, 28 agosto 2024, n.23290, in *Guida al diritto* 2025, 3.

<sup>26</sup> Conforme App. Milano, 5 luglio 2021 in *Dejure*. Sempre con riferimento all'identificazione dello stato d'insolvenza, questa può intendersi come incapacità a far fronte alle proprie obbligazioni con mezzi normali di pagamento desumibile da qualunque circostanza atta a dimostrare la predetta incapacità e che un assai marcato sbilanciamento tra l'attivo e il passivo patrimoniale, pur se non fornisce la prova dell'insolvenza, costituisce, nella maggior parte dei casi, uno dei tipici "fatti esteriori" che, a norma della L. Fall., art. 5, si mostrano rivelatori dell'impotenza dell'imprenditore a soddisfare le proprie obbligazioni Cfr. Cass. sez. VI, 17 febbraio 2012, n.2351, sul punto v. anche Cass., sez. I, 28 Febbraio 2007, n. 4766 e Cass. sez. un. 13 marzo 2001, n 115.

<sup>27</sup> Cfr, Cass. sez. I, 20 novembre 2018, n.29913.

<sup>28</sup> Cfr. Cass. sez. VI, 6 ottobre 2017, n.23437, conforme: Cass. sez. I, 27 febbraio 2008, n.5215.

Minimo comun denominatore della concezione di insolvenza è la disfunzione della pianificazione strategica. Pianificazione che, come si vedrà, non è solamente elemento costitutivo della fattispecie impresa, ma assume rilievo quale una delle possibili risposte adottabili dagli amministratori per “uscire” dalla zona di *twilight*.

In generale l’insolvenza è uno stato oggettivo di natura «irreversibile», in cui l’impresa non può più modificare la propria situazione economico-finanziaria senza una radicale ristrutturazione del suo assetto attraverso l’accesso ad una procedura concorsuale e l’immissione di nuove risorse a titolo di *equity*<sup>29</sup>. Tuttavia anche questa definizione non è esente da ulteriori valutazioni in quanto contiene in sé la specificazione di una irreversibilità dell’insolvenza che, anche sotto un profilo prettamente logico, pone la necessità di comprendere in cosa effettivamente consista la reversibilità della medesima.

Ebbene secondo la dottrina, una concezione analoga alla reversibilità dell’insolvenza aveva già assunto rilievo nella disciplina della precedente amministrazione controllata, che contemplava la “temporanea difficoltà di adempiere”<sup>30</sup>, per poi emergere con il protocollo allegato al decreto n. 118 del 2021 ove, al punto 2.4 era considerata una condizione non preclusiva all’avvio delle trattative da parte dell’esperto, premesse le credibili condizioni di perseguibilità del risanamento dell’impresa<sup>31</sup>.

Oggi il distinguo tra le due tipologie di insolvenza è da rinvenirsi nelle cause della situazione e nella remuneratività dell’investimento eventualmente operato al fine di salvare l’attività d’impresa<sup>32</sup>. Le cause della reversibilità sarebbero rinvenibili in una situazione di insolvenza di origine esterna, e dunque nei rapporti con i terzi di natura commerciale oppure imprevedibili (es. Covid) caratterizzati, per la loro stessa natura, nella temporaneità<sup>33</sup>. Temporaneità e reversibilità che trovano un limite nell’impossibilità o incapacità dell’impresa, che ha subito le conseguenze esterne, di rigenerare il *cash flow* e di ricapitalizzare a causa di una struttura finanziaria fragile.

Con riferimento al criterio della remuneratività dell’investimento per il ripristino della continuità dell’impresa, quest’ultima si troverebbe in una situazione di reversibilità quando all’iniezione di nuova finanza conseguiva un riallineamento delle voci di costo con

---

<sup>29</sup> Sul punto v. GALLETTI (nt. 12), 103.

<sup>30</sup> Così GALLETTI (nt. 9), 252.

<sup>31</sup> Sul punto v. BASTIA, *Crisi e insolvenza dopo il codice della crisi*, in *Quaderni di rist. az.*, 2022, II, 78.

<sup>32</sup> V. DE LUCA (nt. 18), 456.

<sup>33</sup> Tra le cause: «i) persistenza temporanea di condizioni recessive; ii) cause esterne parzialmente controllabili in presenza di rischi potenzialmente stimabili (eccezionali ritardi o insolvenze di importanti clienti); iii) cause esterne subite per vincoli e restrizioni organizzativi o societari da parte di società capogruppo insolventi o di imprese rete dominanti (affiliante nel sistema di franchising, grande cliente nella rete di subfornitura) insolventi» Così BASTIA (nt. 31), 79.

quelle del reddito; diversamente si avrà insolvenza irreversibile nell'ipotesi in cui l'investimento non si possa realizzare alcun riequilibrio economico e finanziario.

Riequilibrio, quindi, non ricostruibile che, si verifica, secondo la scienza aziendalistica<sup>34</sup>, anche se non in via esclusiva, con la manifestazione finale della crisi d'impresa, di fatto decotta e quindi irreversibile e immeritevole di ulteriore iniezione di risorse<sup>35</sup>. In tal caso la liquidazione giudiziale diverrebbe unica strada percorribile nonché preferibile per i creditori, stante l'effettivo "svotamento" del paniere dei possibili strumenti di regolazione della crisi o dell'insolvenza applicabili.

Sempre con un occhio di riguardo alle disposizioni del Codice della crisi d'impresa, si deve sottolineare come i concetti di reversibilità e irreversibilità dell'insolvenza, delineati dalla dottrina e dalla legge fallimentare, siano stati accolti dalla nuova disciplina. Ne è un esempio il primo comma dell'art. 21 CCII, in cui - al fine di determinare le modalità di gestione dell'impresa nel corso della composizione negoziata - si dispone che debba essere gestita nel prevalente interesse dei creditori quando l'imprenditore è insolvente, sempre che «esistano concrete prospettive di risanamento».

Inoltre, nonostante l'identità terminologica dell'art. 2 CCII e dell'art. 5 l.f., l'approccio all'insolvenza è stato modificato in modo rilevante; si è, infatti, passati secondo una parte della dottrina dall'univoca rilevanza dell'attualità dello stato, desumibile dall'art. 5 l.f., allo scemare della sua importanza, in favore della potenzialità e della prospettiva dell'insolvenza in un'ottica di prevenzione della crisi<sup>36</sup>. L'insolvenza "prospettica" si sostanzierebbe nella previsione di una non sostenibilità economico-

---

<sup>34</sup> Sull'impiego di concetti e dottrine aziendaliste e la differenza col pensiero del giurista non può non citarsi Terranova (nt. 16), 19 e 20, il quale sottolinea come l'economista sia portato a studiare le cause del fenomeno, in modo da poterle affrontare e rimuovere con gli strumenti più adeguati, l'operatore giuridico ha un numero limitato di alternative d'intervento, e quindi è costretto a compiere le proprie scelte sulla base di criteri puramente quantitativo, per poi precisare che «mentre per l'aziendalista è importante sapere se le difficoltà derivano dalla maturità del prodotto, da una caduta congiunturale della domanda, dalla scarsa efficienza dell'organizzazione aziendale (...), per il giudice, invece, è del tutto indifferente l'eziologia della crisi, purché si accerti che il dissesto è diventato irreversibile, oppure in alternativa, che può essere superato con un determinato intervento».

<sup>35</sup> Sul punto v. sempre BASTIA (nt. 31), 78, il quale precisa come secondo la disciplina aziendalistica: «La spiegazione sequenziale che procede dall'indebolimento, allo squilibrio economico, fino alla crisi e quindi all'insolvenza, pur essendo certamente prevalente, non è comunque totalizzante. L'insolvenza reversibile si presenta, infatti, in circostanze rarefatte e interstiziali di imprese ancora sane e vitali dal punto di vista strategico e con modelli di business ancora coerenti, quindi competitive e forse in relativo equilibrio economico, che pur tuttavia presentano situazioni di insolvenza, ma non fatalmente definitiva. Il fenomeno può trarre origine da criticità dovute alla mancata solvibilità, inattesa, della clientela, di clienti importanti, i cui ritardati o mancati pagamenti si ripercuotono con immediatezza sulla generazione di cassa dell'impresa fornitrice e sui suoi livelli di tesoreria. L'insolvenza, in questo caso, sorge pur in presenza di un equilibrio economico di fondo e di potenziali di competitività e di coerenza strategica del modello di business».

<sup>36</sup> Inzitari (nt. 3) 6.

finanziaria dell'impresa potenzialmente idonea a compromettere la continuità aziendale, che non emerge all'esterno con inadempimenti o altri fattori<sup>37</sup> ma che è deducibile da elementi rilevatori. Trattasi di comportamenti posti in essere dal debitore che attengono alla sfera della capacità produttiva dell'impresa: es. l'alienazione di beni strumentali per l'esercizio dell'attività e la sua continuazione al fine di ottenere liquidità, così come alla sfera della prevenzione e gestione dell'attività per scongiurare il verificarsi della crisi; ad esempio il mancato riconoscimento di un deterioramento patrimoniale ed economico-finanziario e l'assenza di intervento alcuno per evitare l'aggravarsi della situazione<sup>38</sup>. La prospettiva dell'insolvenza può emergere nonostante la presenza di una capienza patrimoniale ma anche della capacità di fare fronte a scadenza ai pagamenti del breve periodo, qualora si manifesti la prospettiva di un progressivo esaurimento del patrimonio produttivo o delle risorse che ad esso è necessario destinare perché sia mantenuto in condizioni di efficienza<sup>39</sup>. Tale situazione sotto il profilo prettamente definitorio sarebbe riconducibile non ad una terza tipologia o categoria di insolvenza diversa da quella "reversibile" e "irreversibile", quanto piuttosto alla stessa nozione crisi, intesa in termini di rischio futuro di insolvenza.

Diversamente, l'assenza di un intervento da parte degli amministratori al fine di fronteggiare la situazione deve ritenersi strettamente collegata al mancato adempimento dell'obbligo di rilevazione dello stato, mentre la corretta individuazione dell'emergere della situazione pregiudizievole e l'assenza di un intervento denoterebbero un comportamento dell'organo gestorio, come si vedrà, non coerente col principio di corretta amministrazione.

Non meno agevole è stato il percorso che ha portato il legislatore tedesco alla definizione dello stato di insolvenza, rispetto a quello di crisi. Si è, infatti, passati in pendenza della vecchia *Konkursordnung*<sup>40</sup> (§102), da una concezione per cui la *Zahlungsunfähigkeit* non ricorreva a seguito del mero ritardo nei pagamenti (*Zahlungsstockung*) ma nell'ipotesi di una prolungata crisi di liquidità in base a tempistiche dettate dalle circostanze<sup>41</sup>, ad un cambio di prospettiva ricavabile dal § 17 (2)

---

<sup>37</sup> Sul punto v. Trib. Milano, decreto 3 Ottobre 2019, n. 22557 (N. R.G. 1357/2019) in *ilcaso.it*.

<sup>38</sup> Il ritardo nell'apertura del fallimento per il diritto tedesco prende il nome di *Konkursverschleppung*.

<sup>39</sup> Così DE LUCA (nt. 18), 457.

<sup>40</sup> Legge concorsuale tedesca del 1877 poi sostituita dalla *Insolvenzordnung* (InsO) entrata in vigore il 1° gennaio 1999.

<sup>41</sup> Sul punto v. MANGANO (nt. 23), 107.

InsO<sup>42</sup>, in forza del quale non solo il debitore è insolvente se non è in grado di adempiere agli obblighi di pagamento dovuti, ma l'insolvenza è anche presunta qualora abbia cessato i pagamenti, situazione equiparabile, sotto il profilo aziendalistico, ad uno stato di illiquidità. Quest'ultima essere distinta dalla *drohende Zahlungsunfähigkeit* (§ 18)<sup>43</sup> o insolvenza imminente, situazione in cui la probabilità del debitore di divenire insolvente è direttamente collegata all'improbabilità del medesimo di essere in grado di adempiere agli obblighi di pagamento alla scadenza, condizione a sua volta differente, sebbene non sempre sotto il profilo fattuale<sup>44</sup>, dal *Überschuldung* (§ 19 InsO). Il sovraindebitamento ricorre se l'attivo del debitore non è sufficiente per coprire le passività esistenti, a meno che la prosecuzione dell'attività nei dodici mesi successivi non sia probabile in base alle circostanze<sup>45</sup>. Ne consegue che, in modo simile al diritto italiano, anche nel diritto tedesco si assiste ad una specificazione in fasi delle "difficoltà" in cui potrebbe incorrere il debitore, con la differenza che le disposizioni di cui ai § 17, 18 e 19 InsO identificano momenti caratterizzati dall'essere condizioni, ai sensi del §15a InsO, per l'accesso alle *Insolvenzverfahrens*, dove l'insolvenza e il sovraindebitamento vengono qualificate al pari di un "motivo generale" per la loro apertura, mentre l'imminenza dell'insolvenza viene indicata come condizione sussidiaria, comunque idonea.

Per quanto, invece, concerne il legislatore spagnolo, il recepimento della Direttiva Insolvency ha determinato l'introduzione<sup>46</sup> di un'unica procedura di insolvenza destinata a trattare sia le situazioni di insolvenza che quelle di *preconcurso*, di fatto distinguendo le ipotesi di *insolvenca actual e inminente* da quelle di *probabilidad de insolvenca*<sup>47</sup>. Ipotesi che lo stesso legislatore spagnolo definisce come "*tres estados que se ordenan secuencialmente*"<sup>48</sup>, e che espressamente indicando di utilizzare il modello tedesco fissando un orizzonte temporale entro il quale si prevede che si concretizzeranno gli inadempimenti del debitore<sup>49</sup>. Mentre la *probabilidad de insolvenca* è disciplinata

---

<sup>42</sup> Per un commento sulla disposizione v. k. SCHMIDT - HERCHEN, InsO § 17, in K. Schmidt *Insolvenzordnung: INSO20, 2023*, consultabile in *beck-onle.beck.de*.

<sup>43</sup> HMERBACH, *vor § 18*, in *Frankfurter Kommentar zur Insolvenzordnung*, 8. Aufl., herausgegeben von Klaus Wimmer, Luchterhand, Köln, 2015, 352 ss.;

<sup>44</sup> In merito alle differenze v. PIEKENBROCK, *Übersicht zu den neuen Insolvenzgründen*, in *NZI-Beilage 2021*, 82 ss.

<sup>45</sup> V. PIEKENBROCK (nt. 44), 85.

<sup>46</sup> Ley 16/2022, del 5 de septiembre (La Ley 19331/2022), de Reforma del Texto Refundido de la Ley Concursal (Ley 6274/2020)

<sup>47</sup> Preambulo I Ley 16/2022.

<sup>48</sup> Preambulo III Ley 16/2022.

<sup>49</sup> Con l'effetto che un debitore rischia di diventare insolvente se non sarà in grado di far fronte alle obbligazioni che scadranno nei prossimi due anni.

all'articolo 584 e sussiste quando è oggettivamente prevedibile che, in assenza di un piano di ristrutturazione, il debitore non sarà in grado di far fronte regolarmente alle proprie obbligazioni in scadenza entro i due anni successivi, le definizioni di *insolvenca imminente* e *actual* sono contenute all'articolo 2 apartado 3 della Ley Concursal. Secondo quanto disposto, il debitore si troverà nella prima situazione se prevede di non essere in grado di adempiere regolarmente e puntualmente agli obblighi nei successivi tre mesi, mentre sussisterà insolvenza attuale qualora egli non riesca ad adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni. Ne consegue, che anche con riferimento al diritto spagnolo, è possibile distinguere delle sottocategorie di insolvenza che si susseguono all'aggravarsi della situazione in quanto l'*insolvenca imminente* potrà "sfociare", in assenza della ristrutturazione, in uno stato di *insolvenca actual*.

Da ultimo si può osservare, anche alla luce delle definizioni di fonte tedesca e spagnola, come il recepimento della Direttiva Insolvency abbia determinato una comune distinzione in fasi dello stato patologico dell'impresa. Tale chiarificazione, avvenuta anche nell'ordinamento italiano con l'art. 2 CCII, ha comportato l'effettivo abbandono della concezione, di matrice prettamente fallimentare, dell'insolvenza come graduazione qualificata dello stato di "crisi" e, quindi, come fase non autonoma dalla medesima. Ne consegue la necessità di un migliore chiarimento tra la definizione di "insolvenza" e "crisi" in ragione della successiva identificazione dei confini della *twilight zone*, concepibile come fase antecedente alla crisi stessa.

### 3. L'evoluzione del significato di "crisi"

All'art. 2, comma 1, lett. a) CCII, il legislatore ha con una sola definizione cercato di porre fine ad un travagliato procedimento evolutivo dell'ordinamento concorsuale avente per oggetto la nozione di crisi<sup>50</sup>. Quest'ultima ha infatti visto, rispetto alla disciplina della legge fallimentare, il riconoscimento di una propria autonomia dalla

---

<sup>50</sup> In questi termini AMBROSINI, *Nuovi istituti, nozione di crisi, gestione dell'impresa e concordato preventivo (con una critica di fondo)*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, 2022 131; invece, fra i molti saggi sul tema si v. AMBROSINI, *Crisi e insolvenza nel passaggio fra vecchio e nuovo assetto ordinamentale: considerazioni problematiche*, in *Focus e antepime sulla riforma fallimentare*, in *Diritto dell'impresa in crisi* a cura di Ambrosini, Pisa, 2022, 1 ss. e TERRANOVA *Stato di crisi, stato d'insolvenza, incapacienza patrimoniale*, in *Dir. fall.*, 2006, I, 569 ss. Contro la qualificazione della crisi come stato v. ID, *I presupposti per l'accesso al concordato*, in *Il concordato preventivo* a cura di Ambrosini, De Marchi e Vitiello, Bologna, 2009, 5 ss. Invece, sui diversi profili della riforma in relazione all'insolvenza ed alla crisi d'impresa v. le opere di AMBROSINI, *Diritto dell'impresa in crisi*, Pisa, 2022 e DI MARZIO, *Obbligazione, insolvenza, impresa*, Milano, 2019, 47 ss. Infine, per un'analisi della necessità di distinguere il concetto di crisi da quello di insolvenza v. ID, *Fallimento. Storia di un'idea*, Milano, 2018, 200 ss.

nozione di insolvenza, abbandonando il rapporto di genere a specie fra i due concetti, come delineato dalla legge fallimentare, e in particolare dall'art. 160, comma 3<sup>51</sup>, nonché da autorevole dottrina<sup>52</sup>. Da tale autonomia deriverebbe il corollario per cui in presenza di insolvenza la crisi d'impresa non sia configurabile<sup>53</sup>; tuttavia a tale esito evolutivo non si accompagna la medesima certezza interpretativa, in ragione proprio della ricostruzione compiuta dalla dottrina, a seguito dell'introduzione del Codice della crisi d'impresa della categoria dell'insolvenza prospettica quale situazione "antecedente" all'insolvenza, caratterizzata dal rischio di verifica della medesima. Primo quesito che muove da tale ricostruzione è, per l'appunto, se sia o meno rinvenibile una coincidenza fra tale "sotto-categoria" e la stessa nozione di crisi. Ebbene, come anche accennato nel paragrafo che precede, l'art. 2, comma 1, lett. a) CCII sembrerebbe fotografare la situazione di un'impresa non ancora insolvente ove l'incapacità di adempiere sia divenuta un evento probabile<sup>54</sup> e in cui le obbligazioni vengono ancora adempiute, seppure non regolarmente, ma dove i flussi di cassa si prospettano in un futuro prossimo come inadeguati fronte alle obbligazioni nell'arco temporale di un anno e pertanto idonei a indicare l'esistenza di un pericolo di insolvenza<sup>55</sup>.

Tale pericolo di insolvenza è dunque traducibile come uno stato attuale di probabile verifica della medesima, che coincide con la definizione di crisi introdotta dal legislatore del Codice in conformità con l'art. 2, comma 1, lett. c) legge delega 19 ottobre 2017 n. 155<sup>56</sup>, in cui espressamente si menziona della necessità di qualificare la stessa al pari di una "probabilità di futura insolvenza", preservando la nozione dell'art. 5 l.f. Ne consegue che, per espressa previsione legislativa, i concetti di insolvenza e crisi devono essere tenuti distinti e, pertanto, non è configurabile dubbio alcuno di coincidenza tra le due disposizioni; inoltre, sempre a sostegno della differenza dei due concetti, viene mossa l'ulteriore osservazione per cui - ancora con riferimento alle indicazioni della legge delega e della stessa Direttiva *Insolvency* - l'insolvenza «prospettiva» sia ancora

---

<sup>51</sup> Così AMBROSINI *Nuovi istituti* (nt. 50), 132.

<sup>52</sup> Sul rapporto dei due stadi in pendenza della legge fallimentare s, v. TERRANOVA (nt. 15), 80-86.

<sup>53</sup> "ove c'è insolvenza non c'è più crisi" cfr. GALLETTI (nt. 12), 69, il quale a nota 25 richiama Trib. Milano, 9 ottobre 2019.

<sup>54</sup> In questi termini: MUCCIARELLI, *Doveri degli amministratori di società in crisi, lex concursus e sovranità nazionale*, in *Nuove leggi civ.*, 2020, III, 698 ss.

<sup>55</sup> Sul punto v. A. JORIO, *Art. 2 - Definizioni*, in *Il Codice della crisi. Commentario* a cura di P. Valenzise, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, Torino, 2024, 12.

<sup>56</sup> «(...)introdurre una definizione dello stato di crisi, intesa come probabilità di futura insolvenza, anche tenendo conto delle elaborazioni della scienza aziendalistica, mantenendo l'attuale nozione di insolvenza di cui all'art. 5 del r.d. del 16 marzo 1942, n. 267».

contenuta e regolata dalla lett. b) dell'art. 2 CCII, ove è stato ricollocato il testo dell'art. 5 l.f. Ciò che invece discrimina, fra crisi ed insolvenza prospettica, è che l'insolvenza presuppone che l'illiquidità che si manifesta nel prossimo futuro vale a dire «più probabile che non». Il concetto di «probabilità» assunto nella lett. a) dell'art. 2 ai fini del concetto di «crisi», dunque, deve corrispondere ad un livello probabilistico sempre rilevante, con esclusione della mera illazione<sup>57</sup>.

La crisi è, dunque, uno stato attuale che «vede» l'evento futuro dell'insolvenza come «probabile»<sup>58</sup> e di conseguenza la nozione di “insolvenza probabile” deve essere più rivolta alla qualificazione dello stato di crisi che a quello di insolvenza, enfatizzando la relazione mezzo a fine con quest'ultima, al fine di una tempestiva reattività<sup>59</sup> dei gestori al suo manifestarsi. Pertanto, l'accostamento terminologico della “crisi” alla «probabilità di insolvenza» pare essere conforme all'esigenza espressa dalla Direttiva Insolvency di una prospezione futura delle vicende dell'impresa (il c.d. *forward looking*) sempre al fine di consentire l'intercettazione dei sintomi<sup>60</sup>. Emerge, dunque, in modo rilevante l'abbandono della concezione di crisi come “macro-insieme” dei fenomeni della patologia dell'impresa, non solo per l'autonoma veste alla medesima attribuita dal legislatore<sup>61</sup> ma anche perché la crisi d'impresa viene di fatto qualificata in relazione all'insolvenza.

Si comprende allora che nel qualificare la crisi d'impresa come probabilità di insolvenza, essa a perdere la centralità acquisita nella legge fallimentare assumendo la

---

<sup>57</sup> Così v. GALLETTI (nt. 12), 70 e 71

<sup>58</sup> Per. STANGHELLINI, *Il governo delle società fra codice civile e codice della crisi*, in *Analisi giuridica dell'economia*, I e II, 2023, 46 ss., è di rilievo precisare che la «probabilità di insolvenza» debba essere intesa come «probabilità consistente», e non come mera *possibilità*, in quanto: «a) non esiste alcun debitore che abbia un rischio zero di insolvenza; esistono solo probabilità decrescenti di insolvenza quanto più è breve l'orizzonte ed è elevata la qualità del debitore<sup>57</sup>; b) l'espressione «probabilità» contenuta nel testo italiano della Direttiva è la traduzione italiana di «likelihood», che contiene un più chiaro significato di qualcosa che verosimilmente accadrà, tanto che nel Considerando 24 si precisa che «onde evitare abusi dei quadri di ristrutturazione, è opportuno che le difficoltà finanziarie del debitore presentino una probabilità di insolvenza». Inoltre l'A. evidenzia come la probabilità deve essere reale e, dunque che in assenza di interventi si verificherà l'insolvenza, con l'effetto che l'espressione «*lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza*» appare non solo rispondente alla Direttiva, ma anche sufficientemente precisa nel cogliere la fattispecie in cui, in assenza di interventi, è più probabile che l'insolvenza si verifichi. In giurisprudenza v. nello specifico Trib. Siracusa 14 settembre 2022, in *Dejure*, il quale precisa come il sintagma “probabilità d'insolvenza” vada inteso nel senso del “rischio di futura insolvenza” e dunque in chiave prospettica, logicamente incompatibile con un'insolvenza già attuale anche se non accertata, pronuncia richiamata successivamente da Trib. Udine, 7 marzo 2024, n.14, *ivi*.

<sup>59</sup> In questi termini, BASTIA (nt. 31), 62.

<sup>60</sup> Sul punto v. GALLETTI (nt. 12), 15.

<sup>61</sup> Cfr. BORDIGA, *Gli obblighi degli amministratori nel contesto del codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Quaderni di rist. az.*, 2023, IV, 36.

connotazione di una fase neutrale della vita d'impresa<sup>62</sup>, con la conseguenza che la situazione definita dall'art. 2, comma 1, lett. b) CCII viene a fungere da stella polare per l'individuazione di ogni stato antecedente alla medesima. Tuttavia, una tale visione non incontra il favore unanime da parte della dottrina continuando, la crisi nella nuova accezione, a costituire un nuovo baricentro dell'intera disciplina volto ad intercettare il verificarsi di circostanze di carattere economico-giuridico suscettibili di evolversi negativamente in una futura e prossima insolvenza<sup>63</sup>, di cui costituisce l'anticipazione e il momento opportuno per la prevenzione e il più ordinato ed efficiente risanamento.

Da ultimo non può non farsi menzione del tentativo di avvicinamento operato dalla legge delega 155/2017 della dimensione giuridica del fenomeno della crisi alla prospettiva economica<sup>64</sup>, tramite l'introduzione di una definizione del fenomeno tenendo conto delle "elaborazioni della scienza aziendalistica", che si è tradotto nell'abbandono della prospettiva di una concezione dell'insolvenza definibile soltanto se manifesta, quindi acclarata e dimostrata *ex post*, a fronte dell'accoglimento dell'ipotesi di una probabilità di futura insolvenza e, dunque, di una nozione che stabilisce una relazione causale e diacronica con essa, valorizzando il rischio della medesima o, meglio, della sua prevedibilità su basi probabilistiche. Ulteriore aspetto, che si ritiene di dover sottolineare con riferimento alle scienze aziendalistiche, è l'"autonoma" determinazione delle diverse fasi negative della società<sup>65</sup>, dalle stesse operate e distinguibili in incubazione, maturazione, declino e crisi, ciascuna caratterizzata da un differente riscontro della situazione economica-finanziaria della società. Mentre l'incubazione<sup>66</sup>, primo degli stadi, si caratterizza per la presenza di squilibri ed inefficienze di difficile percezione da parte della società ma potenzialmente idonei ad un aggravamento della situazione, la successiva fase della maturazione si distingue per il verificarsi di perdite economiche relative al capitale sociale e ai flussi reddituali percepibili all'esterno da parte di soggetti terzi con cui la società interagisce<sup>67</sup>. L'insolvenza - pur coincidendo con la definizione riportata

---

<sup>62</sup> Di "fase neutrale" tratta BORDIGA (nt. 61), 25.

<sup>63</sup> In questi termini v. INZITARI (nt. 3), 6.

<sup>64</sup> In merito v. BASTIA, *Crisi e insolvenza, in Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022, 153.

<sup>65</sup> Tema è stato oggetto di un risalente dibattito, v. fra molti le opere di BASTIA, *Pianificazione e controllo del risanamento d'impresa*, Torino, 1996 e GUATRI, *Turnaround, Declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, 1995.

<sup>66</sup> Questa, assieme alla maturazione costituisce lo stato del "declino", sul punto v. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016, 13.

<sup>67</sup> Si pensi al rischio di inadempimenti verso creditori o un incrinarsi nei rapporti con investitori e coloro che hanno finanziato l'attività.

all'art. 2, comma 1, lettera b) CCII - non ricopre, a differenza della disciplina giuridica, lo *step* finale della situazione di "crisi" in cui la società può venirsi a trovare, in quanto è ritenuta dalle scienze aziendalistiche una fase antecedente a quella del dissesto, caratterizzato da un permanente squilibrio economico-finanziario e patrimoniale.

Minimo comun denominatore della ricostruzione delle fasi della difficoltà della società, come operata dalle scienze aziendalistiche e dal Codice della crisi d'impresa, è la modalità di ricostruzione e di individuazione delle singole fasi, che pare seguire un percorso ascendente<sup>68</sup> partendo dai primi "segnali", solamente interni per l'individuazione dell'emergere della difficoltà. Unica differenza concerne il rilievo attribuito dallo stesso Codice e dalla scienza aziendalistica alla crisi d'impresa; quest'ultima risulta, infatti, ancorata alla sussistenza di un rapporto di genere a specie con l'insolvenza, rinvenibile non solo nella vecchia legge fallimentare, ma anche nella predetta distinzione in fasi tipica delle scienze economiche. Mentre da un lato la crisi è intesa come un declino generalmente irreversibile<sup>69</sup>, verificabile qualora si presenti una totale incapacità di generare redditi da parte dell'impresa, dall'altro è la stessa dottrina economica a considerare l'insolvenza come la manifestazione finale della crisi dell'impresa, quindi irreversibile e non meritevole di ulteriore assorbimento di risorse, essendo il *buisiness* in stato di decozione e perdute le condizioni di continuità aziendale<sup>70</sup>. Declino che non si concilia, sotto il profilo qualificatorio, con la disciplina del Codice della crisi, ove entrambe le fasi si caratterizzano per un'autonomia che ha determinato la qualificazione della crisi come probabilità d'insolvenza e, dunque, prevedendo in modo espresso un rapporto di "dipendenza qualificatorio" con l'insolvenza.

In conclusione, il tentativo del legislatore di porre fine al procedimento evolutivo avente ad oggetto la nozione della crisi d'impresa non ha sortito il medesimo effetto con riferimento alle ampie discussioni, già in essere in dottrina prima dell'entrata in vigore del Codice della crisi, sui confini e la definizione della fase antecedente alla stessa crisi d'impresa. Fase che ha assunto differenti connotazioni e che si ritiene di dover analizzare a fondo al fine di dare risposta ai quesiti posti all'inizio del presente elaborato.

---

<sup>68</sup> Sul punto v. ABRIANI, *In attesa del codice della crisi: tra decreto correttivo ed emergenza sanitaria*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2020, III; 560 ss., il quale tratterebbe di «climax ascendente nell'evoluzione della crisi».

<sup>69</sup> In merito v. GUATRI (nt. 65), 110.

<sup>70</sup> In questi termini v. BASTIA (nt. 64) 188.

#### 4. *La twilight zone come antefatto della crisi*

Il legislatore italiano non ha provveduto, a differenza della crisi e dell'insolvenza, a coniare una definizione di *twilight zone* nonostante il dibattito sull'esistenza e la delimitazione della stessa trovi le proprie origini ben prima dell'introduzione del Codice della crisi d'impresa. La lacuna, sotto il profilo definitorio, ha portato la dottrina giuridica e quella delle scienze aziendalistiche a compiere sforzi interpretativi nel senso di specificare, anche sotto il profilo meramente terminologico, cosa si debba intendere per *twilight zone*<sup>71</sup> o *vicinity of insolvency*,<sup>72</sup> oppure *grey zone*<sup>73</sup>. Già dalla sola lettera dei termini utilizzati è possibile concludere come tale fase si caratterizzi per una "dipendenza", almeno sotto il profilo definitorio, dai diversi stadi della patologia dell'impresa, dunque presenti una mancanza di autonomia. Infatti, come la crisi nel Codice è definita con riferimento all'insolvenza, così la *twilight zone*, pur mancando di una specifica definizione, è determinabile in relazione ad un'altra fase di cui ne diviene un antecedente. Vari sono stati gli sforzi definitori da parte della dottrina, non solo italiana ma anche americana e tedesca. Un particolare rilievo deve essere attribuito al tentativo

---

<sup>71</sup> Termine preso dalla letteratura americana v. in luogo di molti ARMOUR, HERTING e KANDA, *Transactions with creditors in The anatomy of corporate law A Comparative and Functional Approach*<sup>2</sup>, a cura di Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., et al., Oxford, 2009, 119 ss., LIPSON, *Directors' Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporation*, in *UCLA L. rev.*, 2003, 1189 ss. e BARONDES R., FAIRFAX L., HAMERMESH L. A., e LAWLESS R., *Twilight in the Zone of Insolvency: Fiduciary Duty and Creditors of Troubled Companies-History & Back ground*, in *J. Bus. & Tech. L.*, 2007, 229 ss. Per un primo commento sulle problematiche connesse alla presenza di questa zone v. NIGRO, "Principio" di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a., in *Giur. comm.*, 2013, I, 472 ss., MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fonte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 820 ss. e M. MIOLA, *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011, 609 ss., il quale specifica che con la locuzione prossimità dell'insolvenza ci si riferisce ad una situazione antecedente all'apertura di una procedura concorsuale o stragiudiziale per la composizione della crisi d'impresa caratterizzata da un deterioramento della stabilità finanziaria della società. In argomento v. anche MAZZONI, *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società: liberamicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, 813 ss., mentre per un'analisi sistematica delle diverse questioni attinenti al tema della gestione dell'impresa in crisi si rimanda all'opera di STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 40 ss.

<sup>72</sup> Nella dottrina inglese v. in luogo di molti: DAVIES, *Directors' creditor-regarding duties in respect of trading decisions taken in the vicinity of insolvency*, in *EBOR*, 2006, 306 e KEAY, *Formulating a framework for directors' duties to creditors: an entity maximisation approach*, in *Cambr. Law J.*, 2005, Vol. 64, III, 614 ss. In Germania si tratta di *Vorfeld der Insolvenz* in merito fra molti si v. KLEINDIEK, *Geschäftsführerhaftung in der Krise*, in *Festschrift für Uwe* a cura di H. Schneider, Köln, 2011, 630 e VEILD, *Krisenbewältigung durch Gesellschaftsrecht. Verlust des halben Kapitals, Pflicht zu ordnungsgemäßer Liquidation und Unterkapitalisierung*, in *ZGR* 2006, III, 374.

<sup>73</sup> Utilizzano tale termine: STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nelle società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, IV 624; si veda anche: MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, a cura di Balzarini, Carcano e Ventoruzzo, Milano, 2007, 512 ss.

operato dall'Unicital<sup>74</sup> che qualifica tale zona alla stregua di un deterioramento della stabilità finanziaria tale da renderne imminente l'insolvenza. La definizione, pur dando una percezione generica della collocazione della fase di *twilight*, mal si concilia con la definizione di insolvenza di cui all'art. 2, comma 1, lett. b) CCII; infatti l'espresso richiamo alla "*insolvency has become imminent*" descrive uno stato più vicino all'insolvenza rispetto alla collocazione che la dottrina attribuisce alla zona "crepuscolare". Questo in ragione anche del fatto che il "crepuscolo"<sup>75</sup>, dal punto di vista del significato, si pone prima dell'oscurità così come il termine *twilight*, che non può pertanto ritenersi sufficientemente vicino all'insolvenza, fase "finale" della vita della società, ove il risanamento è da considerarsi difficile o, come analizzato, irreversibile.

Come accennato, ampia è stata, e tutt'ora risulta essere con l'introduzione del Codice della crisi, la discussione relativa alla qualificazione della zona crepuscolare condotta dalla dottrina giuridica e aziendalistica. Con riferimento alla prima occorre, tuttavia, premettere che una corretta sintesi delle opinioni impone di tenere a mente che l'operato recepimento della Direttiva Insolvency e l'introduzione del Codice della crisi hanno determinato un cambiamento nel rapporto tra i concetti di insolvenza e crisi e che pertanto i diversi tentativi definitivi operati dalla dottrina "fallimentare" dovranno essere compresi attraverso il filtro delle definizioni dell'art. 2 CCII.

Caratteristica che deve ritenersi indiscussa è la qualificazione della *twilight zone* come una zona grigia di incertezza dal punto vista normativo ed intermedia tra impresa in normali condizioni di esercizio e di crisi conclamata, comunque caratterizzata da una tensione finanziaria e da segnali di difficoltà e aggravamento degli indici di rischio<sup>76</sup>, che, tuttavia, non determinano ancora il verificarsi di una sfiducia del mercato<sup>77</sup>. Il permanere di tale fiducia trova ragione nell'assenza di una percezione dall'esterno della situazione,

---

<sup>74</sup> «Although a potentially imprecise concept, it is intended to describe a period in which there is a deterioration of the company's financial stability to the extent that insolvency has become imminent (i.e. where the company will generally be unable to pay its debts as they mature (recommendation 15 (a)) or unavoidable.» cfr, UNICITRAL *Legislative Guide on Insolvency Law. Part four: Directors' Obligations in the Period Approaching Insolvency*, in United Nations Publications, New York, 2012, reperibile sul sito [www.uncitral.org](http://www.uncitral.org), 14.

<sup>75</sup> La luminosità del cielo a oriente prima del sorgere del Sole (sinon. in questo caso di alba o aurora) cfr. [www.treccani.it/vocabolario/crepuscolo](http://www.treccani.it/vocabolario/crepuscolo).

<sup>76</sup> Sul punto v. MONTALENTI (nt. 71), 820, il quale distingue tra: «(i) situazione di normalità; (ii) situazione di pre-crisi (la c.d. twilight zone); (iii) situazione di crisi reversibile; (iv) situazione di crisi irreversibile».

<sup>77</sup> Sul punto v. STRAMPELLI (nt. 73), 633.

in parte dovuta alla mancanza di veri e propri segnali percepibili da soggetti diversi dai gestori e dai soci<sup>78</sup>.

In pendenza della legge fallimentare, tale situazione è stata identificata al pari di un'area economico-temporale che precede la situazione di crisi, sita tra il rischio di insolvenza e le prospettive di risanamento<sup>79</sup>. Area che, per la difficoltà di inquadramento nelle categorie del Codice della crisi, parte della dottrina qualifica come una situazione di “crisi atipica”, caratterizzata da una situazione di difficoltà dell'impresa non ancora riconducibile ad una probabilità di insolvenza (o crisi ex art. 2, comma 1, lett. a CCII) e, in particolare, ad un attuale disallineamento dei flussi di cassa<sup>80</sup>. Con riferimento, invece, alla scienza aziendalistica e alla distinzione in fasi da essa elaborata, la *twilight zone* sarebbe riconducibile allo stadio del “declino” caratterizzato dalla compresenza dell'“incubazione”, vista la sussistenza di segnali di squilibrio economico, e della “maturazione”, potendo le perdite intaccare il valore del capitale economico. Parte della dottrina si spinge a ritenere che tale zona grigia possa anche includere un “terzo stadio”, più grave rispetto ai precedenti in ragione delle possibili perdite dei flussi di cassa<sup>81</sup>. Quest'ultimo stadio potrebbe avere come riflesso il ridursi del credito e dell'affidabilità dell'impresa<sup>82</sup>, ma incontra un limite nell'insussistenza dei presupposti della fase di “patologia” vera e propria, stante l'assenza di un rilievo esterno della situazione di difficoltà e dell'incapacità dell'impresa di far fronte alle proprie obbligazioni.

Nonostante la differenza, sotto il profilo ricostruttivo, delle fasi come ideate dalle scienze economiche rispetto alla legge fallimentare e alla dottrina, due sono le caratteristiche che accomunano l'inquadramento della *twilight zone*; da un lato l'assenza di elementi che consentono un rilevamento all'esterno, da parte di terzi, della sussistenza di difficoltà economico-finanziarie e patrimoniali idonee ad incrinare la prosecuzione dell'attività, dall'altro la lontananza, concettuale, dall'insolvenza intesa sia come specificazione della crisi che come riflesso di quello stadio che, per gli aziendalisti, precede il dissesto. Come anticipato, le esposte ricostruzioni devono essere adattate alla classificazione operata dal Codice della crisi d'impresa e, in particolare, all'art. 2.

---

<sup>78</sup> Sul punto v. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, 74 -76.

<sup>79</sup> In questi termini, MONTALENTI, (nt. 71), 820.

<sup>80</sup> Cfr. A.ROSSI, *I doveri degli organi sociali in prossimità della crisi nel CCII: il tramonto della twilight zone?*, in *Crisi id.*, 2019, III, 296.

<sup>81</sup> Sul punto v. LUCIANO (nt. 66), 12 e 13.

<sup>82</sup> Definiti dalla dottrina come *Erflogskrise* o *Ergebniskrise*, cfr. LUCIANO (nt. 66), 13, il quale richiama in nota n. 45 il contributo di H. HESS e P. GROB, *Begriffe, Krisenvermeidung, Jrisenmanagemente*, in *Sanierungshandbuck*, Hrsg. Von Hess, Köln, 2013, 11

L'abbandono della "sovrapposizione" tra crisi e insolvenza, tipica della legge fallimentare, ha portato a qualificare la prima come probabilità del verificarsi della seconda, lasciando, dunque, all'interprete il compito di individuare lo spazio della *twilight zone*. Ebbene, quest'ultima, coincidendo con quella che veniva descritta come "crisi latente", deve, in ragione delle sopra menzionate definizioni, identificarsi in quello stato in cui la crisi d'impresa codicistica è soltanto probabile e, pertanto, la c.d. *vicinity of insolvency* dovrà essere qualificata alla stregua di una "probabilità di probabilità di insolvenza"<sup>83</sup>.

Preso atto della predetta collocazione con riferimento al panorama designato con l'introduzione del Codice della crisi, la qualificazione meramente teorica della *twilight zone* non risulta sufficiente a consentire di fornire una risposta agli obiettivi del presente elaborato. Infatti, solo, attraverso l'individuazione dei "confini"<sup>84</sup> della fase in parola sarà possibile verificare se l'ingresso nella medesima determini una vera e propria alterazione dei doveri degli organi sociali<sup>85</sup>, in particolare di quello gestorio, nonché se consenta di compiere valutazioni in merito alla continuità aziendale e al suo possibile venire meno. Ai fini dell'"individuazione dei confini" occorre individuare quegli eventi (c.d. *triggering points*<sup>86</sup>) al verificarsi dei quali la società può ritenersi non più pienamente solvibile e che solitamente sono coincidenti con l'insorgenza di prime difficoltà meramente "interne" che, in assenza di una risposta o di un'iniziativa volta ad evitarne l'aggravamento, determinerebbe il verificarsi della crisi d'impresa.

#### 4.1. *Il confine tra la piena solvibilità e la twilight zone*

Il primo dei due limiti o "confini" è quello che concerne l'ingresso nella *twilight zone*, contraddistinto dal venir meno della condizione di piena solvibilità dell'impresa, la

---

<sup>83</sup> Così BORDIGA (nt. 61), 39 e per un commento successivo all'introduzione del Correttivo *ter v.* PANZANI, *Ambito di applicazione e definizioni*, in *Crisi e insolvenza dopo il Correttivo ter G.U. 27 settembre 2024*, n. 227. *Commentario sistematico*, diretto da M. Irrera e S.A. Cerrato, Bologna, 2024, 23.

<sup>84</sup> Sull'utilizzo del termine "confini" cfr. LUCIANO (nt. 66), 12, il quale osserva: «Il ricorso ad espressioni atecniche (...) per definire la "zona" d'interesse ne evidenzia preliminarmente la difficoltà di addivenire a una precisa individuazione dei suoi "confini"» (nostre le *elisioni*).

<sup>85</sup> Sul punto v. LUCIANO (nt. 66), 12

<sup>86</sup> Espressione che identifica il momento a partire dal quale trova applicazione la disciplina che regola una determinata "zona". Per GALLETTI (nt. 12), 84, la dottrina si è «arrovellata parecchio in passato sulla individuazione del c.d. trigger point, ossia del momento in cui le regole di condotta gestionale debbono cambiare, e divenire strumentali al superamento della situazione critica.» e osserva come la ricerca di un unico «punto critico» abbia impedito la corretta individuazione di tali eventi anche in considerazione del fatto che «Il dibattito d'altro canto è sempre rimasto intrappolato nella morsa della perdita del capitale sociale, in quanto l'unica correlazione certa nell'ordinamento positivo era rinvenuta negli artt. 2484 2486 c.c.».

quale si sostanzia in una situazione di equilibrio economico-finanziario nonché di piena capacità di far fronte alle obbligazioni sociali. Secondo la distinzione compiuta dalla dottrina aziendalistica<sup>87</sup>, il predetto ingresso coinciderebbe con l’incubazione, momento, come inteso, caratterizzato dalla presenza di segnali di decadenza e di squilibrio economico, che si concretizzano non solo in un possibile aumento dei debiti, ma anche di una riduzione della liquidità e della redditività dell’impresa. Trattasi, dunque, di una serie di eventi la cui presenza andrebbe valutata in relazione al suo stato e alle sue condizioni attuali.

Un ausilio per la determinazione di tale “momento” di ingresso è fornito dall’art. 3, comma 4, CCII<sup>88</sup>, come modificato dall’art. 2, comma 1 del d.lgs. 13 settembre 2024, n. 136, il quale indica i segnali atti ad agevolare la previsione della crisi anche prima dell’emersione.

A differenza del successivo art. 4 CCII, che in modo esplicito regola il comportamento del debitore al verificarsi di un’attuale stato di crisi, l’art. 3 CCII<sup>89</sup> nell’identificare il proprio spazio applicativo fa letteralmente riferimento a un momento “prima dell’emersione della crisi”, riconoscendo, quindi, non solo l’esistenza di una fase antecedente alla crisi d’impresa - essendo ai sensi dell’art. 2 CCII situazione integrata unicamente dalla prospettiva incapacità di pagare i debiti annuali - ma lasciando anche spazio alla determinazione di quegli elementi la cui ricorrenza consente di prevedere la sostenibilità dei debiti<sup>90</sup> e le prospettive di continuità aziendale<sup>91</sup>. Infatti, secondo un’autorevole dottrina<sup>92</sup>, i segnali del quarto comma dell’articolo in parola, pur rappresentando elementi che certificano la possibile esistenza di uno squilibrio rilevante ai sensi del terzo comma, segnano anche l’ingresso dell’impresa in una *twilight zone*. Pertanto, non sono di per sé evidenze di crisi ma fungono da utile “campanello d’allarme”

---

<sup>87</sup> GUATRI (nt. 65), 107.

<sup>88</sup> Per una ricostruzione delle diverse modifiche della disposizione, antecedenti dall’emanazione del c.d. decreto correttivo ter (d.lgs. 13 settembre 2024, n. 136) si v. PRESTI, *Adeguatezza delle misure e degli assetti in funzione di rilevazione tempestiva della crisi d’impresa*, in *Il Codice della crisi. Commentario* a cura di P. Valenzise, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, Torino, 2024, 19.

<sup>89</sup> Per un commento sulla disposizione v. ALBERTI M., *Sub. art. 3*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d’impresa ed insolvenza*, a cura di Maffei Alberti e Speranzin, Milano, 2023, 49 ss. e A. ROSSI, *Sub. art. 3*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d’impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023, 49 ss.

<sup>90</sup> Sotto quindi un profilo temporale e sempre nell’ottica della costruzione di un sistema di *forward-looking*, che consente di verificare cosa presumibilmente accadrà nei prossimi dodici mesi attraverso un’analisi dei possibili debiti a scadenza, oltre al permanere o meno della continuità aziendale.

<sup>91</sup> Così art. 3, comma 3, lett. b) CCII

<sup>92</sup> Cfr. GINEVRA, *Obblighi e responsabilità nella rilevazione tempestiva della perdita di continuità aziendale ai sensi del CCII*, in *dirittodellacrisi.it*, 22 luglio 2024, 3.

del potenziale venir meno della capacità dell'impresa a operare efficacemente nel consentendo, attraverso la predisposizione di misure idonee (comma 1) di prevederne tempestivamente l'emersione. In quest'ottica si comprendono le ragioni che hanno determinato l'elisione dal Codice della crisi delle c.d. misure d'allerta<sup>93</sup>, le quali, a differenza degli "indici" di cui all'art. 3, comma 4, CCII, si riferivano ad una situazione già compromessa, alle quale sarebbero dovute necessariamente seguire conseguenze automatiche, pertanto lontane dalla possibilità di una valutazione dell'impresa dell'effettiva situazione di potenziale crisi<sup>94</sup>.

La determinazione della "soglia" della *twilight zone* porta con sé anche una questione interpretativa relativa alla possibile coincidenza di questa fase con quella che ampia dottrina<sup>95</sup> qualifica con il termine di pre-crisi o probabilità di crisi. Quest'ultima viene definita dall'art. 12, comma 1, CCII come uno stato caratterizzato da uno squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che rende probabile la crisi e ha assunto rilievo con riferimento alla disciplina dei requisiti di accesso alla composizione negoziata<sup>96</sup>. La teorizzazione di una fase antecedente alla crisi trova le sue origini nella dottrina fallimentarista<sup>97</sup>, la quale in più occasioni ha trattato della pre-crisi e della *twilight zone* come sinonimi e termini intercambiabili. Le ragioni di una tale sovrapposizioni possono rinvenirsi nella stessa difficoltà della dottrina di tentare di dare una definizione giuridica alla fase in parola in rapporto alla nozione di insolvenza o al concetto di crisi di cui all'art. 160 l.f.<sup>98</sup>. Tuttavia, le motivazioni che hanno portato la dottrina alla predetta equiparazione non possano essere riprese, sotto un profilo prettamente logico, anche nell'ambito del Codice della crisi, in ragione del fatto che con il recepimento della *Direttiva Insolvency* si è giunti non solo a definire in modo chiaro l'"insolvenza" e la "crisi", riconoscendone la reciproca autonomia, ma anche a disciplinare in modo esplicito i diritti e gli obblighi in capo all'impresa prima del loro verificarsi. Parrebbe, dunque, non

---

<sup>93</sup> D. Lgs. 17 giugno 2022, n. 83.

<sup>94</sup> Sul punto v. PRESTI (nt. 88), 29.

<sup>95</sup> V. in luogo di molti: LA MARCA E., *Insolvenza, crisi e pre-crisi nel Codice della crisi, a valle della emanazione del Decreto Attuativo della Direttiva Insolvency*, in *dirittodellacrisi.it*, 2022, 13 ss., DE MATTEIS, *L'emersione anticipata della crisi d'impresa*, Milano, 2017, 32 ss. e sempre v. Luciano (nt. 66), 10 ss.

<sup>96</sup> Sul punto v. AMBROSINI, *Il codice della crisi dopo il d. lgs. n. 83/2022: brevi appunti su nuovi istituti, nozione di crisi, gestione dell'impresa e concordato preventivo (con una notazione di fondo)*, in *Quaderni di rist. az.*, 2022, II, 13 e 14. Per un primo commento sui presupposti dell'istituto v. ID, *La nuova composizione negoziata della crisi: caratteri e presupposti*, in *ilcaso.it*, 23 agosto 2021, 6 ss. e L. PANZANI, *La composizione negoziata dopo lo schema di decreto legislativo del C.d.M. del 17 marzo 2021*, in *dirittodellacrist.it*, 19 aprile 2022, 2 ss.

<sup>97</sup> In luogo di molti v. MONTALENTI (nt. 71), 820 e LA MARCA (NT. 95) 32

<sup>98</sup> Sul punto v. LUCIANO (nt. 66), 19.

potersi determinare una totale equiparazione dei termini pre-crisi e *twilight zone*; poiché la prima identifica una situazione o momento in cui le inefficienze sono parziali, localizzate e non diffuse, ove risulta difficile, se non inverosimile, pensare che si profilino già inadeguatezze dei flussi di cassa prospettici, per fronteggiare le obbligazioni nei successivi dodici mesi<sup>99</sup>; dunque, una situazione lontana dal verificarsi di una crisi. Secondo un'autorevole dottrina<sup>100</sup>, la probabilità di crisi a cui l'art. 12 CCII<sup>101</sup> si riferisce sarebbe riconducibile ad un "fatto" che scorre parallelo rispetto ai dati della *twilight zone*, del tutto indipendente dall'esistenza dei segnali di crisi più o meno qualificati. Dall'altro canto la zona crepuscolare sarebbe identificabile come una fase dinamica, caratterizzata dalla presenza di segnali che agevolano la previsione dell'art. 3, comma 3, CCII, che ha la sua eventuale "fine" con il verificarsi della crisi; evento che potrebbe accadere qualora alla situazione patologica non conseguiva alcuna "reazione" o contromisura da parte dell'impresa. Inoltre, sotto il profilo della rilevanza di tale stato alla stregua di una fase, l'aggravamento della situazione verso il manifestarsi della crisi d'impresa va di pari passo alla graduale emersione di fattori esteriori ed inadempimenti.

#### 4.2. *Il confine tra la twilight zone e la crisi*

Una volta definita la *twilight zone* come fase dinamica che trova il suo primo confine nella piena solvibilità, non resta che individuare il limite superato il quale l'impresa entra nello stato di crisi come qualificato ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. a) CCII. Ciò che caratterizza, sotto il profilo economico e finanziario, la *twilight zone*, è l'eventuale presenza sì di uno squilibrio al quale, però, si affianca la permanenza della continuità aziendale (o *going concern*)<sup>102</sup>. Quest'ultima si fonda sul presupposto che

---

<sup>99</sup> In questi termini, BASTIA (nt. 31), 83.

<sup>100</sup> Sul punto GINEVRA (nt. 92), 6.

<sup>101</sup> Per un commento v. A. ROSSI, *Sub. art. 12*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023, 74 ss.

<sup>102</sup> In argomento si v. Per una ricognizione dell'istituto si v. D'ATTORRE, *La continuità aziendale tra "scommessa" e "tradimento"*, in *Fallimento*, 2024, XVIII e IX, 1049 ss.; PICARDI, DI MARZIO, IVONE, VACCARELLA, *La continuità aziendale*, Milano, 2024; RORDORF, *Crisi, continuità aziendale, adeguati assetti organizzativi, composizione negoziata: le parole chiave del nuovo codice (una prefazione)*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 30 novembre 2022, 4 ss.; PACILEO, *Continuità e solvenza nella crisi d'impresa*, Milano, 2017, 83 ss. e ID, *Riflessioni a proposito della continuità aziendale*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, II, 283; FORTUNATO, *Le valutazioni per il bilancio: possibili sviluppi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 42 ss.; RACUGNO, *Venir meno della continuità aziendale e adempimenti pubblicitari*, in *ivi.*, 2010, I, 208 ss., SASSO, *Principio di continuità e irregolarità nei bilanci di esercizio e consolidati*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 690 ss. Mentre per osservazioni sulla continuità aziendale nelle procedure concorsuali si v. il volume di M. FERRO, PACCHI, NONNO E R. BROGI (a cura di), *La continuità aziendale nelle procedure concorsuali*, Pisa, 2018.

l'impresa risulti essere in grado, durante il normale svolgimento dell'attività aziendale, non solo di realizzare le proprie attività ma anche di far fronte alle proprie passività<sup>103</sup>. La continuità aziendale, oltre ad essere la prospettiva in base alla quale, ai sensi dell'art. 2423 *bis*, comma 1, n. 1 c.c.<sup>104</sup>, devono essere valutate le voci del bilancio<sup>105</sup>, assume un ruolo centrale nella disciplina della crisi con il cambio di prospettiva operato dalla Direttiva Insolvency<sup>106</sup>. Infatti, cardine e oggetto della tutela del Codice della crisi diviene la salvaguardia della continuità aziendale<sup>107</sup>. Riferimenti alla medesima possono rivenirsi in diverse disposizioni "sparse" nel Codice: il già richiamato art. 3, comma 3, lett. b) prevede come le misure idonee<sup>108</sup> a rilevare tempestivamente lo stato di crisi<sup>109</sup> debbano consentire di verificare, oltre alla sostenibilità dei debiti, le prospettive di continuità aziendale, almeno per i successivi dodici mesi. Quest'ultima diviene non solo principio in base al quale, ai sensi dell'art. 22, comma 1, CCII, il Tribunale verifica la funzionalità degli atti che l'imprenditore chiede di poter porre in essere nel corso della composizione negoziata - fra i quali a titolo di esempio, contrarre nuovi finanziamenti (lettere a, b e c) o il trasferimento dell'azienda o di suoi rami- ma anche il fine che le parti devono prevedere, ex art. 23 CCII, nella stipula del contratto per la conclusione delle trattative. Scopo che viene ripreso nel piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione, ex art. 64 *bis*, comma 9-bis, CCII, nell'ipotesi in cui sia previsto il trasferimento dell'azienda o di uno o più rami, ma che viene meglio specificato e diviene cardine del concordato

---

<sup>103</sup> In questi termini, Principio di revisione internazionale (ISA italia) n. 570 continuità aziendale, paragrafo 2.

<sup>104</sup> Sul punto v. RORDORF, *La continuità aziendale tra disciplina di bilancio e diritto della crisi*, in *Società*, XVII e IX, 2014, 917 ss.

<sup>105</sup> Principio contabile OIC n. 11, paragrafo 21.

<sup>106</sup> La continuità aziendale veniva, infatti, fatta rientrare "principi generali" dall'art. 2, comma 1, lett. g), della legge delega n. 155/2017, da intendersi come momento di "distacco" rispetto al fine del maggior soddisfacimento dei creditori come perseguito sotto il vigore del r.d. n. 267/1942. Si veda in argomento anche: LEUZZI, *L'evoluzione del valore della continuità aziendale nelle procedure concorsuali*, in *Nuove leggi civ.*, 2022, II, 479 ss.; SOLDATI, *La Direttiva (UE) 2019 /1023 e l'evoluzione delle procedure concorsuali nell'ottica della continuità aziendale e dell'emersione tempestiva della crisi d'impresa*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2020, I, 217 ss. e SPIOTTA, *La continuità aziendale: una nuova "stella polare" per il legislatore*, in AA.VV., *UE e disciplina dell'insolvenza*, a cura di L. Boggio, in *Giur. it.*, 2018, I, 265 ss.

<sup>107</sup> In dottrina v. SPIOTTA, *La (rafforzata) continuità aziendale nel contesto dei rinnovati strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza*, in *dirittodellacrisi.it*, 31 marzo 2025 e AMBROSINI, *Finalità del concordato preventivo e tipologie di piano: gli interessi protetti e lo "statuto" della continuità aziendale*, in *Dir. fall.*, 2024, I, 449 ss., il quale tratta di un "statuto" della continuità aziendale. In giurisprudenza da ultimo: Cass., 8 gennaio 2025, n. 348, in *dirittodellacrisi.it*.

<sup>108</sup> Come si vedrà nel Capitolo III, paragrafo 4.1, il riferimento al recupero della continuità aziendale si rinviene all'art. 2086, comma 2, c.c., come modificato dall'art. 375 CCII.

<sup>109</sup> Di recente v. GINEVRA, *Obblighi e responsabilità nella rilevazione tempestiva della perdita di continuità aziendale ai sensi del ccii*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025, 267 ss.

preventivo, segnatamente per il disposto dell'art. 84, comma 2, CCII, che specifica come la continuità aziendale tuteli l'interesse dei creditori e, ove possibile, i posti di lavoro.

Tuttavia, nonostante l'ampio utilizzo della locuzione "continuità aziendale" nel Codice della crisi, il legislatore non ne ha dato definizione alcuna, a differenza di quanto effettuato con la "crisi" e l'"insolvenza"<sup>110</sup>, portando gli interpreti non solo ad un necessario confronto con la nozione contabile-aziendalistica<sup>111</sup> ma anche a domandarsi se la continuità aziendale debba intendersi come "valore mezzo" ovvero "valore fine". Sotto quest'ultimo profilo, la concezione di una strumentalità della continuità alla tutela dei diritti dei creditori, sarebbe, rispetto al passato, caratterizzata dal venire meno della prevalenza del *best-interest of creditor test* a favore della clausola del *no creditor worse off*, essendo l'obiettivo finale non più il "migliore" soddisfacimento dei creditori ma l'attribuzione delle attività "in misura non inferiore a quella realizzabile in caso di liquidazione giudiziale"<sup>112</sup>. Invece, il concepire la continuità come un valore autonomo e prioritario, da perseguire indipendentemente dagli interessi dei singoli creditori, troverebbe la propria fonte nella funzione sociale dell'impresa stessa, di cui l'ordinamento deve favorire nel tempo il mantenimento a tutela ai fini della tutela degli *stakeholders*, della preservazione del *know-how* aziendale e della salvaguardia dell'occupazione. Senza volersi distogliere dalla predetta ricostruzione, pare potersi rinvenire dal dettato codicistico lo sforzo del legislatore di operare un bilanciamento delle due concezioni prediligendo la salvaguardia della continuità aziendale e il salvataggio dell'impresa nella sola ipotesi in cui una tale scelta risulti sostenibile economicamente, senza che ciò comporti un ingiusto sacrificio degli interessi dei creditori<sup>113</sup>; si assiste, dunque, al prevalere di un'impostazione *firm oriented* rispetto a quella *creditor-oriented*.

L'individuazione del fine attraverso cui leggersi la continuità aziendale non colma, tuttavia, l'assenza di una definizione codicistica, sicché quest'ultima deve essere

---

<sup>110</sup> Per un confronto di detti termini con quello della continuità aziendale, v. FORTUNATO, *Insolvenza, crisi e continuità aziendale nella riforma delle procedure concorsuali: ovvero la commedia degli equivoci*, in *Dir. fall.*, 2021, I, 3 ss.

<sup>111</sup> Sul punto v. SPIOTTA (nt. 107), 2, la quale precisa che il sintagma "continuità aziendale" è usato in due distinte accezioni: «i) una più contabile ed aziendalistica (che rievoca il principio di revisione ISA Italia 570) al fine di verificare la prospettiva di funzionamento dell'azienda per almeno i dodici mesi successivi (art. 3, comma 3, lett. b, CCII), aumentati a due anni affinché il primo sbocco della composizione negoziata della crisi (per brevità, CNC) delle imprese sopra-soglia possa garantire le misure premiali (art. 23, comma 1, lett. a, CCII); ii) l'altra più giuridica, come parametro di qualificazione di un concordato (ma anche di altri strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza: *breviter* SRCI) e d'individuazione della disciplina applicabile».

<sup>112</sup> In questi termini SPIOTTA (nt. 107), 4 e 5.

<sup>113</sup> Sul punto si v. SPIOTTA, *Dal "danno ingiusto" (del c.c.) al "pregiudizio giusto" (del CCII): un'analisi trasversale*, in *Dir. fall.*, 2024, I, 1059 ss.

ricavata dalla scienza aziendalistica e in particolare dalle elaborazioni contenute nel Principio di revisione internazionale ISA n. 570 e nell'OIC 11<sup>114</sup>. Esse hanno portato parte della dottrina<sup>115</sup> a riconoscere a tale nozione una matrice economico-aziendale pur essendo la stessa, come già visto, postulato fondamentale per la redazione del bilancio. Per contro altra autorevole dottrina la individua nella nozione stessa di azienda, intesa quale «istituto economico destinato a perdurare che, per il soddisfacimento dei bisogni umani, ordina e svolge in continua coordinazione, la produzione, o il procacciamento e il consumo della ricchezza»<sup>116</sup>. A tale ricostruzione consegue l'identificazione della continuità alla stregua di una condizione "sistemica" - a cui concorre una pluralità di fattori<sup>117</sup> di diversa natura accumulati dall'essere prospettici e dal comportare significativi cambiamenti adattivi degli assetti aziendali fortemente dipendente dalla volatilità, dalle dinamiche esterne e dalla capacità dell'azienda<sup>118</sup> di adattarsi. L'impresa in continuità, dunque, è quella che asseconda la propria vocazione aziendalistica di essere autonoma sul mercato e ciò in genere si verifica quando il compendio dinamicamente inteso soddisfa altresì le condizioni di efficacia e di efficienza<sup>119</sup>. Sotto il profilo temporale, invece, si configura una differenza tra la concezione aziendalistica e quella del Codice della crisi, poiché la prima viene intesa dalle scienze economiche come prospettazione indefinita della vita dell'impresa<sup>120</sup>, mentre l'art. 3, comma 3, lettera b) CCII e le raccomandazioni dell'OIC 11 pongono un orizzonte temporale di riferimento per la continuità aziendale di breve durata, limitato ad un periodo di dodici mesi<sup>121</sup>.

Ebbene da tali elementi, si può evincere la sussistenza di un collegamento fra la continuità aziendale e l'assenza di crisi<sup>122</sup>; ne consegue che l'impresa per cui si possa

---

<sup>114</sup> In questi termini e per un approfondimento v. GALLETTI (nt. 12) 76 e 77.

<sup>115</sup> Sul punto v. ABRIANI e BASTIA, *Valutazione e presidio della continuità aziendale tra scienze economiche e diritto societario della crisi*, in *dirittodellacrisi.it*, 24 novembre 2022, 4.

<sup>116</sup> Cfr. ZAPPA, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Milano, 1956, 37, come richiamato a nota 1 da ABRIANI e BASTIA (nt. 115), 4.

<sup>117</sup> Fattori riferibili al mercato e all'ambiente, nonché di diversa natura: gestionale, organizzativa, relazionale con gli stakeholders.

<sup>118</sup> Cfr. ABRIANI e BASTIA (nt. 115), 5 e 6.

<sup>119</sup> Cfr. GALLETTI (nt. 12), 78.

<sup>120</sup> Ragione di tale assunto si rinverrebbe nel fatto che la continuità aziendale da un lato troverebbe la propria fonte nel principio di matrice aziendalistica dell'unitarietà della gestione, nel tempo e nello spazio e dall'altro implica una prosecuzione *sine die* della gestione aziendale e la conservazione e valorizzazione del complesso di elementi, tangibili e intangibili, che ne costituiscono la dimensione patrimoniale, da integrare con le energie lavorative e professionali del personale.

<sup>121</sup> Sul punto v. sempre ABRIANI e BASTIA (nt. 115), 7 e 8, i quali discutono della possibilità di una posizione mediana in cui l'orizzonte temporale possa essere almeno di medio-lungo periodo e che le condizioni di continuità aziendale non siano indeterminate, provvisorie o temporanee, bensì (solide e strutturali).

<sup>122</sup> Sul punto v. AMBROSINI, *La continuità aziendale (diretta e indiretta) fra diritto contabile e disciplina della crisi d'impresa. profili ricostruttivi e sottotipi concordatari*, in *Quaderni di rist. az.*, 2024, III, 45, il

fondatamente preconizzare la «chiusura» nei mesi successivi è «oggetto dell'accertamento di maturata discontinuità»<sup>123</sup>. Sebbene dalla lettera del secondo comma dell'art. 2086 c.c. possa ipotizzarsi la sussistenza di una certa equipollenza tra la crisi d'impresa e la perdita della continuità aziendale, essendo l'amministratore tenuto ad istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva delle medesime, parte della dottrina ritiene che il rischio del verificarsi della crisi (o dell'insolvenza) non coincida con quello della perdita della continuità aziendale, piuttosto ne costituisca un potenziale fattore<sup>124</sup>. Ulteriore conferma della distinzione fra i due eventi si evince dalla lettera a) dell'art. 2, comma 1, CCII che definisce la crisi come uno stato del debitore in cui la verifica dell'insolvenza risulta probabile e che, soprattutto, si manifesta con «inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi». Circostanza quest'ultima di certo diversa e non riconducibile alla perdita della continuità aziendale, la quale costituisce il momento terminale della vita dell'impresa, nonché di dissoluzione del principio di unitarietà della gestione. Ne consegue che il limite entro il quale l'impresa può considerarsi ancora in *twilight zone*, e dunque non in crisi, è la possibilità di prevedere flussi positivi derivanti dall'attività che non solo consentano un soddisfacimento dei creditori non deteriore rispetto alla liquidazione, ma anche legittimino lo strumento per la continuità e la permanenza sul mercato in via diretta o indiretta<sup>125</sup>.

Dall'importanza attribuita con il Codice della crisi alla continuità aziendale è possibile denotare come il centro dell'attuale valutazione della situazione di difficoltà della società, non sia più il patrimonio e l'idoneità del medesimo al soddisfacimento dei creditori, ma la propensione dell'impresa alla sua prosecuzione e, dunque, alla sua continuità. Prosecuzione (*Fortführungsprognose*) sulla quale il legislatore tedesco, ai sensi del § 252 (1) frase 2 HGB, prevede che debba essere effettuata la valutazione

---

quale precisa però come la perdita di continuità aziendale non comporti *ipso iure* il verificarsi di uno stato di crisi facendo l'esempio delle cc.dd. liquidazioni *in bonis*, nelle quali la decisione di cessare l'attività e dismettere il patrimonio aziendale prescinde completamente dalla probabilità dell'insolvenza.

<sup>123</sup> Cfr. GALLETTI (nt. 12), 77, il quale si domanda: «Può forse apparire singolare come invece la (in)«sostenibilità» del passivo sia proiettata dall'art. 13 CCII in un arco temporale non già annuale, bensì semestrale. Un debito insostenibile nel semestre d'altro canto non può che costituire un indicatore grave di crisi; ma questo non vuol dire che prospettive di insostenibilità soltanto proiettate nell'arco temporale intermedio fra il semestre e l'anno non possano costituire comunque «fondato» indizio della crisi stessa, per i fini di cui all'art. 14».

<sup>124</sup> In questi termini v. BASTIA (nt. 64) 19 ss.

<sup>125</sup> Cfr. PACCHI, *La scelta dello strumento di regolazione della crisi*, in *Rist. az.*, 4 marzo 2024, 2.

dell'attivo e del passivo iscritta nel bilancio d'esercizio, istituto che, nonostante la similitudine semantica, deve essere tenuto distinto dalla *Fortbestehensprognose* dell'*Insolvenzordnung*, disciplinata al § 19(2)<sup>126</sup>. Secondo quest'ultima disposizione, la prognosi della continuità aziendale costituisce la prima delle due fasi dell'accertamento dello stato di sovraindebitamento e consiste nella verifica della copertura dell'attivo dell'impresa rispetto alle passività esistenti<sup>127</sup>. Il fine sotteso alla *Fortbestehensprognose*, al pari dell'art. 3, comma 3, lett. b) CCII, è dunque quello di valutare se la prosecuzione dell'attività nei successivi dodici mesi sia o meno probabile in base alle circostanze; ove infatti, tale previsione abbia esito negativo, si desume che la stessa società si troverà in una situazione di sovraindebitamento. Si notano, quindi, coincidenze nell'impiego della continuità aziendale tra il legislatore tedesco e quello italiano, essendo la medesima non solo cardine della valutazione dell'impresa nel bilancio d'esercizio alla stregua dell'art. 2423 *bis*, comma 1, n. 1 c.c., ma anche nella verifica della sussistenza dello *Überschuldung* e dell'emersione della crisi d'impresa.

Un simile impiego della continuità aziendale quale presupposto la cui sussistenza è oggetto di valutazione, si riscontra nelle procedure d'allerta<sup>128</sup> come disciplinate dal legislatore francese nel Code de Commerce. È, infatti, la stessa L234-1, a prevedere l'obbligo del revisore legale di informare il consiglio di amministrazione qualora si riscontrino fatti suscettibili di mettere a repentaglio il proseguimento dell'attività dell'impresa<sup>129</sup>, nonché - in mancanza di riscontro entro quindici giorni o se il riscontro non consenta di garantire la continuità aziendale, d'invitare il presidente del consiglio di amministrazione o il consiglio di gestione, con comunicazione scritta da inoltrare in copia anche al presidente del Tribunale Commerciale, a convocare una riunione del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza per discutere le questioni sollevate. Inoltre, sempre sotto il profilo temporale, L. 821-42 Code de Commerce prevede che la continuità aziendale venga valutata su un periodo di dodici mesi dalla chiusura

---

<sup>126</sup> «Überschuldung liegt vor, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt, es sei denn, die Fortführung des Unternehmens in den nächsten zwölf Monaten ist nach den Umständen überwiegend wahrscheinlich.» (*nostra l'omissione*).

<sup>127</sup> A meno che la prosecuzione dell'attività nei dodici mesi successivi non sia prevalentemente probabile in base alle circostanze

<sup>128</sup> In merito a queste ultime v. fra molti: GHIOTTO, *Il modello francese di allerta: spunti di riflessione sul modello italiano alla luce della Direttiva Insolvency*, in *Riv. dott. comm.*, 2023, I, 117 ss. e INNOCENTI, *Le procedure di allerta nella legislazione francese e nella prossima riforma delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza: due modelli a confronto*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, IV, 971 ss.

<sup>129</sup> «(...) faits de nature à compromettre la continuité de l'exploitation [de l'exercice de sa mission]» (*nostra elisione*).

dell'esercizio e che qualora il revisore legale individui dei fatti che possano comprometterla, debba applicare le disposizioni relative alla procedura di allerta e trarne le conseguenze nella sua relazione sul bilancio.

Infine, nell'ottica del recepimento della Direttiva Insolvency, anche il legislatore spagnolo ha condiviso la finalità di garantire a quelle «*actividades económicamente viables, pero con dificultades financieras*» l'accesso a procedure finalizzate a ristrutturare le passività in modo da garantire sia i diritti dei creditori sia la continuità dell'azienda<sup>130</sup>. La continuità che, al pari del Codice della crisi italiano, viene ripresa da una pluralità di disposizioni della Ley 16/2022; infatti sia nel caso di vendita all'asta (artículo 219) che in merito alla domanda di apertura di una procedura concorsuale con presentazione di un'offerta per l'acquisto di una o più unità produttive (artículo 224 *bis*(6)), nonché nell'ipotesi di trasferimento dell'impresa o delle sue unità produttive (artículo 710(1)) il giudice, nel compiere le proprie valutazioni deve privilegiare l'offerta che garantisca in misura maggiore la continuità dell'impresa nel suo complesso o, a seconda dei casi, dell'unità produttiva e dei posti di lavoro, nonché il migliore e più rapido soddisfacimento delle ragioni dei creditori.

Compresa, quindi, la centralità della continuità aziendale, occorre osservare come con il recepimento della Direttiva Insolvency si sia passati da una concezione della crisi quale uno stato dinamico e progressivo<sup>131</sup> al dover riconoscere tale dinamismo unicamente alla *twilight zone*, in ragione da un lato della varietà di cause che possono determinare un aggravamento della situazione economico-finanziaria della società in piena solvibilità e, dall'altro, dal venir meno della sovrapponibilità della nozione di insolvenza e di crisi della legge fallimentare, a favore della qualificazione di quest'ultima al pari di una probabile verifica della prima.

In conclusione, passaggio successivo rispetto all'avvenuta individuazione di una specificità della *twilight zone* è comprendere quali interessi debbano essere perseguiti dagli amministratori, in quanto attraverso la risposta a predetto quesito sarà possibile determinare come si declini l'obbligo di diligenza e il principio di correttezza con riferimento ai loro doveri e condotte.

---

<sup>130</sup> In questi termini v. Preámbulo I, Ley 16/2022, de 5 de septiembre, de reforma del texto refundido de la Ley Concursal, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo.

<sup>131</sup> Così LUCIANO (nt. 66), 76. Contro, invece, la qualificazione di "crisi" come stato ma a favore del riconoscimento alla stregua di una "fase dinamica" v. PRESTI, *Rigore è quando arbitro fischia?*, in *Fall.*, 2009, 27.



## CAPITOLO II

### Interessi perseguiti dall'organo gestorio nelle diverse "fasi": dalla piena solvibilità all'insolvenza.

SOMMARIO: 1. Mutamento del rischio dell'attività d'impresa, - 2. Interessi perseguiti nell'impresa solvibile, - 3. Prevalenza degli interessi dei creditori rispetto ai debitori nell'insolvenza, - 4. Interessi perseguiti nella crisi, - 4.1. Il conflitto di interessi, - 4.2. L'attuabilità dello *shifting of duties*, - 5. Interessi perseguiti nella *twilight zone*.

#### 1. Mutamento del rischio dell'attività d'impresa

L'impresa è tradizionalmente intesa come l'attività che persegue l'obiettivo di un risultato produttivo<sup>132</sup>, il quale non sempre è garantito stante una molteplicità di variabili di diversa natura<sup>133</sup> che possono renderla non solo non conveniente ma anche rischiosa<sup>134</sup>. Rischio che ricade sia sul colui che ne organizza e dirige la stessa attività, ovverossia l'imprenditore, sia sui soggetti esterni all'impresa quali i creditori<sup>135</sup> e gli altri *stakeholders*<sup>136</sup>. Si delinea in questo senso la concezione di una natura probabilistica

---

<sup>132</sup> Cfr. BRIZZI (nt. 78), 1. Vastissima è la dottrina sulla nozione di impresa, tema non solo di derivazione giuridica essendo diverse le definizioni mutate dalle scienze economiche. V. fra molti a titolo di esempio: CETRA, *La fattispecie "impresa"* in *Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, Vol. 1, Torino, 2020, 11 ss., MARCHETTI, *La «nexus of contracts theory»*. *Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000, 7 ss. e ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, Vol. 1, 2004, 106 ss., con riferimento alla *nexus of contracts theory* v. anche R.H. COASE, *The Nature of the Firm*, in *Economica*, 1937, 386-405.

<sup>133</sup> Sul punto v. in luogo di molti BASTIA (nt. 31), 46 ss., il quale nel cogliere il mutamento e l'aumento dei fattori di rischio rispetto al passato li indica: «i) la maggiore complessità interna dell'azienda; ii) il più largo impiego di tecnologie; iii) il maggiore rischio competitivo per la globalizzazione e per la pressione competitiva aumentata; iv) l'accorciamento dei cicli di vita dei prodotti e dei processi produttivi; v) l'importanza della compliance e del rispetto delle sempre più numerose e dettagliate normative, anche di quelle specifiche di settore; vi) la turbolenza ambientale, con ritmi e frequenze sempre più ricorrenti e imprevedibili, ivi compresi i fenomeni imprevedibili della pandemia, sì da rendere quasi obsoleto il vecchio concetto di «ciclo economico»; vii) la velocità e l'intensità della transizione tecnologica (rivoluzione digitale), con esigenze di investimenti per l'innovazione; viii) l'impatto della transizione eco-logica, con la rapida obsolescenza di materiali plastici e inquinanti ed esigenze di rigenerazione dei prodotti e dei processi produttivi; ix) la finanziarizzazione dell'economia e lo sviluppo dell'intermediazione finanziaria non bancaria; x) per l'Italia, la consapevolezza dei limiti della piccola dimensione, con l'esigenza tendenziale della crescita, anche attraverso strutture di gruppo e di reti e alleanze aziendali».

<sup>134</sup> Fra i capisaldi sulle tematiche del rischio e dell'incertezza nell'attività d'impresa v. H. SIMON, *Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Processa in Administrative Organization*, London, 1976 e F.H. KNIGHT, *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston, 1921 mentre più di recente v. fra molti A. DAMODARAN, *Strategic Risk Taking. A Framework for Risk Management*, Upper Saddle River (NJ), 2008.

<sup>135</sup> Per qualche spunto comparatistico v. HERTIG e KANDA, *La tutela dei creditori*, in *Diritto societario comparato*, a cura di L. Enriques, Bologna, 2006, 104 ss. e MÜLBERT, *A synthetic view of different concepts of creditor protection, or: a high-level framework for corporate creditor protection*, in *ECGI - Law Working Paper*, 2006, 60.

<sup>136</sup> Sul rapporto fra *shareholderism* e *stakeholderism* v., in generale sulla ANGELICI, *Divagazioni sulla «responsabilità sociale-d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, I, 3 ss., mentre fa riferimento alla gestione c.d. multi stakeholders nella crisi, si v. GALLETTI (nt. 12), 165.

dell'impresa come sistema aperto e dinamico, sensibile sia ad eventi esterni sia ad alterazioni dei suoi assetti interni, organizzativi, gestionali e informativi, che si intrecciano non solo con i c.d. fattori inintenzionali (esterni ed interni), ma anche intenzionali<sup>137</sup>. Rischi differenti hanno la potenzialità di ledere interessi diversi riconducibili a distinte posizioni appartenenti ai soggetti che interagiscono con l'impresa, la quale viene così a costituire un polo di attrazione di interessi diversificati<sup>138</sup>. Fra di essi non assumono rilievo esclusivo quelli degli investitori<sup>139</sup>, caratterizzati dal rischio insito nella loro posizione di una possibile perdita del capitale investito<sup>140</sup>, a cui si accosta quello di non ricevere la remunerazione sperata<sup>141</sup>, ma anche gli interessi dei creditori<sup>142</sup> e degli altri *stakeholders*<sup>143</sup>. Gli interessi dei primi si sostanziano nell'adempimento da parte del debitore nei tempi e nei modi previsti, a cui si affianca il rischio di subire le esternalità negative della crisi della società con l'estremo pregiudizio di veder solamente in parte soddisfatta la propria pretesa; pericolo che difficilmente può ritenersi bilanciato dalla possibilità dell'esercizio dell'azione revocatoria ai sensi dell'art. 171 CCII<sup>144</sup>, essendo quest'ultima mezzo utilizzabile in una fase diversa da quella oggetto della presente analisi e che, ad ogni modo, presuppone l'insolvenza.

Con riguardo agli altri *stakeholders*, nonostante la molteplicità degli interessi sottesi e perseguiti dai diversi soggetti appartenenti a tale categoria, rischio comune è il possibile depauperamento del patrimonio della società. Tale evenienza risulta essere ulteriore conferma della sussistenza di un contrasto fra l'interesse dei soci con quello di

---

<sup>137</sup> In questi termini, BASTIA (nt. 115), 5, il quale con riferimento a questi ultimi fattori intenzionali rimanda ad errori strategici e manageriali caratterizzati dall'irrazionalità decisionale e dall'opportunismo. Lo stesso A. richiama inoltre la letteratura strategica e organizzativa internazionale con riferimento all'esistenza delle cosiddette «inerzie organizzative» e delle «resistenze al cambiamento» quali potenziali cause di crisi, in presenza di esigenze di adeguamento frenate e distorte da condizionamenti di fattori interni strutturali e comportamentali (tradizioni, rituali, cultura arretrata, procedure e prassi obsolete, tecnologie superate, vincoli contrattuali, articolazione rigida e burocratica delle responsabilità funzionali).

<sup>138</sup> Cfr. PACCHI, *La gestione sostenibile della crisi d'impresa*, in *Rist. Az.*, 3 settembre 2022, 5.

<sup>139</sup> Sul diritto al disinvestimento v. di molti: FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*<sup>2</sup>, Milano, 2009 e FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 119 ss.

<sup>140</sup> Non si approfondirà l'ulteriore rischio di subire l'esigenza di dover aumentare le risorse investite.

<sup>141</sup> Cfr. GALLETTI, (nt. 12), 10 e 11.

<sup>142</sup> Vasta è la letteratura che tratta del rischio dei creditori rispetto all'esternalizzazione degli esiti negativi dell'attività d'impresa, v. PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013, 81 ss.

<sup>143</sup> Interessi questi tutti che la Direttiva Insolvency all'art. 19, lett. a) impone debbano essere "tenuti" in considerazione dagli amministratori di società in crisi, senza, tuttavia determinare una gerarchia. In argomento v. D'ATTORRE, *Sostenibilità e responsabilità sociale nella crisi d'impresa*, in *dirittodellacrisi.it*, 13 aprile 2021.

<sup>144</sup> Sulla revocatoria fallimentare quale mezzo di "tutela" per i creditori, v. al posto di molti: BRIZZI (nt. 78), 97 e DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. soc.*, 2017, II e III, 344.

soggetti diversi dai creditori non attuali quali, ad esempio, i lavoratori che, oltre al pagamento della retribuzione mensile e dei contributi da parte del datore di lavoro, avranno anche l'interesse alla conservazione dell'occupazione e, quindi, allo futuro dell'impresa<sup>145</sup>. Infine, come meglio si vedrà nel proseguo, gli interessi degli *stakeholders* (diversi dai creditori) si caratterizzano per avere una “funzione accessoria” in ogni fase della società. Non è da ritenersi eccessivo affermare che questi non solo mai assumeranno un ruolo primario, ma nemmeno verranno a ricoprire l'ultimo gradino di un'ipotetica scala di interessi che si ritiene debbano essere perseguiti dagli amministratori qualora la società sia solvibile, oppure in *twilight zone*, in crisi o in insolvenza.

Con riferimento al rapporto tra interessi da perseguire e i rischi da assumere, mentre da un lato l'individuazione dei primi si traduce in un'operazione di “sintesi” compiuta dagli amministratori in quanto soggetti a questa legittimati<sup>146</sup>, dall'altro è l'impresa in primo luogo ad essere chiamata a prendere decisioni inerenti al rischio da assumere nell'esercizio dell'attività. Rischio che è, dunque, parametrato alle aspettative reddituali dei soci; tuttavia tale bilanciamento non è esente da asimmetrie o disfunzioni, poiché esse si potranno verificare qualora l'impresa venga dotata di una disponibilità patrimoniale e di un'organizzazione insufficiente ad «assorbirne» gli effetti, con la conseguenza che le esternalità negative dell'insuccesso<sup>147</sup> si scaricherebbero su altri soggetti quali i creditori e gli *stakeholders*. Tuttavia, in una situazione di solvibilità le pretese vantate dai singoli soggetti che interagiscono con l'impresa si caratterizzano sì per essere differenti ma allo stesso modo gerarchizzate; infatti, secondo la tradizionale distinzione<sup>148</sup>, quelli dei creditori assumeranno un ruolo primario, o comunque superiore

---

<sup>145</sup> In questi termini v. MUCCIARELLI (nt. 54), 699 ss.

<sup>146</sup> I quali sono chiamati a tradurre in scelta concreta il coacervo di «spinte» in una direzione o nell'altra, che derivano dalla considerazione delle sfere soggettive che la legge assume come rilevanti ai fini della decisione,

<sup>147</sup> In questi termini v. GALLETTI (nt. 12), 36 e 37, il quale precisa come l'imprenditore sia sì libero di fissare il livello di rischio nell'ambito del quale la sua impresa si muoverà, ma il medesimo deve essere oggetto di una valutazione preventiva delle conseguenze pregiudizievoli, sia in termini statistici, di probabilità di verificazione dell'evento temuto che quantitativi, rispetto alle concrete conseguenze dannose per il patrimonio.

<sup>148</sup> Sulla distinzione fra *fixed* e *residual claimants* v. in luogo di molti FERRI JR., *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, III, 477; STANGHELLINI (nt. 71), 36; ID, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, 1041 ss. e ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*. Padova, 2003, 50 ss. Mentre con riferimento a contributi della dottrina straniera si v. le risalenti osservazioni di FAMA e JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *J.L. & Econ.*, Vol. 26, II, 1983, 301 ss.

in quanto *fixed claimants*, rispetto a quelli dei soci, quali *residual claimants*, poiché prima di questi ultimi si colloca il soddisfacimento degli interessi degli *stakeholders*<sup>149</sup>.

La difficoltà di un tale bilanciamento delle diverse posizioni dei soggetti che interagiscono con la società si accentua nell'ipotesi in cui la stessa si trovi in situazione di difficoltà, se non di crisi. In quest'ultimo caso il contemperamento degli interessi coinvolti risulta essere arduo e complesso sia sul piano teorico che su quello operativo, stante la diversità delle pretese vantate da creditori, finanziatori, lavoratori, consumatori, ecc.<sup>150</sup> Ne consegue, la necessità, di valutare il rapporto sussistente fra gli interessi dei soci, dei creditori e degli "altri" *stakeholders* nei diversi "momenti della vita" della società, in modo da poter individuare quale di questi debba essere perseguito nella *twilight zone*.

## 2. Interessi perseguiti nell'impresa solvibile

Dalla distinzione compiuta nel precedente paragrafo degli interessi perseguibili dagli amministratori, il primo che in una fase "normale" della vita della società assume, secondo la dottrina tradizionale, un rilievo primario<sup>151</sup>, è quello dei soci in quanto detentori del capitale sociale nonché autori della dotazione alla società dei mezzi necessari per lo svolgimento dell'attività produttiva, economica e organizzata. Tuttavia, tale interesse non deve essere frainteso con quello proprio della società, essendo non solo distinto da quello dei singoli soci ma nemmeno equiparabile ad una sintesi degli esclusivi interessi di questi<sup>152</sup>. L'interesse sociale, dunque, - premesso che la sua determinazione

---

<sup>149</sup> Nella molteplicità di definizioni di *stakeholders* si v. in luogo di molti: R. PHILLIPS, *Stakeholder Theory and Organizational Ethics*. Oakland, 2003, 66; A. L. FRIEDMAN e S. MILES, *Developing Stakeholder Theory*, in *J. Manag. Stud.*, 2002, Vol. 39, I, 1-21 e R. E. FREEMAN, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge, 1984 e con riferimento alla crisi d'impresa v. B. WESSELS e S. MADAUS, *Rescue of business in insolvency law*, in *Instrument of European Law Institute*, 2017, 73 ss., reperibile in [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3032309](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3032309).

<sup>150</sup> Cfr. MONTALENTI (nt. 71), 820.

<sup>151</sup> Vasta la letteratura sul rilievo primario dell'interesse dei soci si indicano in luogo di molti: A. BLANDINI, *Conflitto di interessi ed interessi degli amministratori di società per azioni. Prime riflessioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 405 ss., e PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 2004, Vol. 3, 8 ss. Ancora più risalente si v. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1963 e ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951, 1149 ss.

<sup>152</sup> Sul punto v. GALLETI (nt. 12), 164, il quale a nota 77 oltre a richiamare la disputa dogmatica circa la qualificazione della società come «istituzione» od «organismo» fa riferimento al c.d. «neoinstituzionalismo» e all'istituzionalismo debole. Per un'introduzione, invece, al tema dei doveri fiduciari del *board of directors* e del *senior management* di una *solvent company* v. BAINBRIDGE, *Corporation law and economics*. New York, 2002, 191 ss. e KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTIG, G., ET AL., *The anatomy of corporate law*<sup>2</sup>, Oxford, 2009. Si rimanda a quest'ultima opera per un commento sulla nota pronuncia *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92, 99-101 (Del. 2007).

ha scaturito un acceso dibattito in dottrina<sup>153</sup> portando alla coniazione, non da tutti condivisa<sup>154</sup>, del termine «neo-istituzionalismo»<sup>155</sup> - è definibile come una composizione di interessi plurimi dei diversi azionisti, che trova un limite in quelli di altri soggetti, tutti coordinati dagli amministratori attraverso un'opera di sintesi che converge nell'interesse all'efficienza dell'impresa caratterizzato anche da un equilibrato bilanciamento con gli interessi degli *stakeholder*<sup>156</sup>. Tale ricostruzione dell'interesse sociale è derivata dal passaggio dalla concezione di sovranità del socio e dei propri interessi alla ricerca del miglior esito possibile per l'impresa societaria<sup>157</sup>. Cambiamento che pare trovare ulteriore conferma nell'ormai consolidato abbandono della concezione del socio come comproprietario dell'impresa<sup>158</sup> e alla riconduzione del diritto di proprietà del medesimo alle sole azioni della società<sup>159</sup> e, dunque, al riconoscimento di una titolarità di diritti e poteri derivanti esclusivamente da questa sua posizione<sup>160</sup>. Di pari avviso è quella dottrina che, pur non riconoscendo al socio nemmeno la posizione di creditore originario della società<sup>161</sup>, non esclude l'ipotesi che egli possa vantare la titolarità di un credito. Circostanza, quest'ultima che in una situazione di piena solvibilità dell'impresa potrebbe ricondursi ai casi di distribuzione degli utili e di perfezionamento dell'*iter* previsto per il recesso, mentre in caso di aggravamento della posizione, conseguente al verificarsi di uno stato di crisi o di insolvenza, si limiterebbe al diritto a quanto ricavato dalla liquidazione del compendio della società al fine di consentire il soddisfacimento degli altri creditori. I

---

<sup>153</sup> Una cui esaustiva trattazione non potrebbe essere riassunta nelle poche righe dedicate nel presente paragrafo. Si v. in luogo i molti TOMBARI, *“Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019, 27 ss.; ANGELICI, *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 255 ss. e G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo, (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppò)*, in *Riv. soc.*, 2005, 695 ss.

<sup>154</sup> F. DENOZZA, *Logica dello scambio e “contrattualità”: la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 5 ss.; ID., *Quattro variazioni sul tema: “contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici”*, *ivi*, 2013, I, 480 ss.;

<sup>155</sup> V. M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello «istituzionalismo debole»*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 699 ss.

<sup>156</sup> Cfr. MONTALENTI, *Lezione aperta. L'Università e il diritto commerciale, oggi. L'evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Rivista ODC.*, 2021, III, 1120; v. anche GALLETTI, (12), 44.

<sup>157</sup> In questi termini v. BLANDINI, DE CICCO, LOCASCIO ALIBERTI, *Socio e Società nella società per azioni (in crisi): dal diritto di opzione al bail-in (con notazioni sulle ragioni di Mazzarò)*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, IV, 751 e 752.

<sup>158</sup> Per tutti v. PORTALE, *Capitale sociale e mancata attuazione dei conferimenti in natura nella s.p.a.*, Torino, 2004; ID, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, Milano, 1967 e con riferimento alle società di persone v. DI SABATO, *Capitale sociale e responsabilità interna nelle società di persone*, Napoli, 1967.

<sup>159</sup> V. fra molti: ANGELICI (nt. 136), 40, il quale parla di “duplicazione della proprietà” distinguendo quella delle azioni spettante ai soci e quella del patrimonio alla società.

<sup>160</sup> In luogo di molti v. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1952, I, 387 ss.

<sup>161</sup> Sul punto si rimanda a BLANDINI, DE CICCO, LOCASCIO ALIBERTI (nt. 157), 753.

soci, come anticipato, ricoprono il ruolo di *residual claimant*, e vedono le loro pretese soddisfatte in un momento successivo rispetto a quelle dei creditori e degli *stakeholders*. Gli interessi di questi ultimi, come visto, prevalgono su quelli dei singoli soci determinando un deterioramento della disciplina della c.d. *Shareholder Primacy*<sup>162</sup>, la quale cede il passo rispetto ad una visione della società più vicina ad un modello di *business* socio-economico<sup>163</sup>, inteso come un sistema aperto che conduce un incessante dialogo con un crogiuolo<sup>164</sup> di relazioni nascenti da una pluralità di interessi differenti in rapporto all'iniziativa economica. Trattasi di un'elaborazione da ritenersi conforme all'approccio della c.d. *Stakeholder Theory*<sup>165</sup> e, comunque non lontana da una visione che non esclude il perseguimento dell'utile per i soci purché si tenga conto delle aspettative di soggetti diversi cercando, di soddisfare le attese di coloro che apportano un contributo allo svolgimento efficiente dell'attività economica. Tale coinvolgimento, conosciuto come *stakeholder engagement*<sup>166</sup>, vede come *drivers* fondamentali per la sua attuazione la costituzione di un efficiente sistema di comunicazione e informazione che consente non solo la conoscenza di tutti i soggetti ma che favorisce anche la legittimazione delle azioni dell'impresa<sup>167</sup>.

Non potendosi in questa sede approfondire ulteriormente il tema della sostenibilità e della CSR (*corporate social responsibility*)<sup>168</sup>, pare comunque utile, rispetto al citato rapporto fra i diversi interessi che assumono rilievo nella società *in bonis*, evidenziare come parte della dottrina<sup>169</sup> nel trattare della distinzione tra orientamenti *stakeholderist* e *shareholderist* ha osservato che la medesima risulta più “più apparente che reale”. Il compimento di investimenti sociali non assumerebbero, secondo questo filone, un rilievo

---

<sup>162</sup> V. in luogo di molti . A. STOUT, *New Thinking on “Shareholder Primacy”*, in *AEL*, 2012, II, 7 ss., W.T. ALLEN, et AL., *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*, in *Chi. L. Rev.*, 2002, Vol. 69.1007; RHEE, *The legal theory of shareholder primacy*, in *Minn. L. Rev.* 2018, 102; J.E. FISH, *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, in *J. Corp. L.*, 2005, 31, 637 ss. e HANSMANN e KRAAKMAN, *The end of history for corporate law*, in *Geo. L.J.*, 2000, Vol. 89, 468. Sull'origine della *Shareholders Primacy* v. W. BRATTON e M. L. WACHTER, *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolph Berle and the Modern Corporation*, *J. Corp. L.*, 2008, 34. 99 e M. C. JENSEN e W. H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, in *J. Fin. Econ.*, 1976, III, 305 e M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits*, in *N.Y. Times Mag.*, 13 September 1970.

<sup>163</sup> G. P. LANTOS, *The Boundaries of Strategic Corporate Social Responsibility*, . *J. Int. Consum. Mark.*, 2001, 18(7), 595-630.

<sup>164</sup> Cfr. PACCHI (nt. 125), 6.

<sup>165</sup> In merito si rimanda a FREEMAN (nt. 149).

<sup>166</sup> Vasta la letteratura sul tema, v. fra molti A. L. FRANKLIN, *Stakeholder Engagement*, Berlin, 2020.

<sup>167</sup> In questi termini v. PACCHI (nt. 125), 9.

<sup>168</sup> ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, I, 3 ss.

<sup>169</sup> Cfr. BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism*, Milano, 2022, 201 ss.

autonomo e diverso rispetto a quelli funzionali alla mera massimizzazione del profitto; tanto in ragione del fatto che la preferenza di investimenti *long term*, al fine di ottenere una migliore reputazione nel mercato non coincide con l'assunzione di un canone effettivamente *stakeholderist*, in quanto è piuttosto da ricondurre a una decisione degli amministratori frutto di una valutazione di opportunità e fruttuosità dell'investimento rispetto ad uno di breve termine.

Sia che si voglia propendere per l'uno o l'altro orientamento, elemento in comune è l'esigenza che l'impresa rimanga in *bonis*, determinando un allineamento degli interessi dei soggetti coinvolti, in quanto né i soci, né i creditori<sup>170</sup> e nemmeno gli *stakeholders*, avrebbero ragione alcuna per ostacolare l'attività di creazione di valore dell'impresa ovvero di adottare condotte che causerebbero un deterioramento della percezione della società da parte del mercato. Tuttavia, la fattibilità dell'allineamento incontra un limite nell'effettiva realizzazione del medesimo, che presuppone la sussistenza di un mercato privo dei c.d. costi di transazione, così come di esternalità negative e di comportamenti opportunistici da parte dei *residual claimant*. Comportamenti, questi ultimi, che troverebbero un incentivo nel principio della responsabilità limitata dei soci<sup>171</sup> quale tratto ineludibile delle società di capitali che, pur fungendo da stimolo degli investimenti nell'attività imprenditoriali<sup>172</sup>, indurrebbe una trasposizione dei rischi dell'impresa sui creditori<sup>173</sup>.

La limitazione, sancita dall'art. 2325, comma 1, c.c.<sup>174</sup>, è descrivibile alla stregua di un sistema in cui le perdite restano in capo a coloro che le hanno subite e, quindi, in *primis* i creditori; tuttavia vi è anche chi ritiene che tale responsabilità non comporti una vera e propria trasposizione del rischio, quanto piuttosto un accordo implicito tra società e creditori in forza del quale «the loss lies when it falls»<sup>175</sup>. Da ciò, in parte, potrebbe

---

<sup>170</sup> Con riferimento all'allineamento tra interessi dei soci e dei creditori v. fra molti MUCCIARELLI (nt. 54), 698 ss.

<sup>171</sup> Ampia la letteratura sul tema, si v. in luogo di molti: A. ROSA, *Responsabilità limitata e partecipazione sociale nella nuova s.p.a.*, Milano, 2016; GAMBINO, *Limitazione di responsabilità, personalità giuridica e gestione societaria*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2007, Vol. I, 41 ss., più risalente v. VISENTINI, *la teoria della personalità giuridica ed i problemi della società per azioni*, in *Riv. soc.* 1999, 89 ss. e ASCARELLI, *Considerazioni in tema di società e persona giuridica*, in *Riv. dir. com.* 1954, 245 ss.

<sup>172</sup> V. fra molti P. IRELAND, *Capitalism without capitalists: The joint stock company shares and the emergence of the modern doctrine of the separate corporate personality*, in *J. Leg. Hist.*, Vol. 17 1996, 46;

<sup>173</sup> Sull'impermeabilità dei soci ai risultati negativi della gestione in forza dell'autonomia patrimoniale perfetta della società di capitali v. anche STANGHELLINI (nt. 71), 20 ss.; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, 2009, 9 e M.C. JENSEN e W.H. MECKLING (nt. 162), 331 ss.

<sup>174</sup> Per un commento sulla disposizione v. A. ROSA (nt. 171), 63 ss.

<sup>175</sup> Cfr. B.R. CHEFFINS, *Company Law: Theory, Structure, and Operation*, Oxford, 2000, 497.

derivare l'accoglimento di una concezione della responsabilità limitata quale compromesso per fra la tutela del credito e l'incentivo all'esercizio dell'attività imprenditoriale<sup>176</sup>; concezione che, tuttavia, non troverebbe applicazione nell'ipotesi in cui i soci rispondano illimitatamente delle obbligazioni sociali poiché, al contrario, si verificherebbe una riallocazione<sup>177</sup> dei rischi rispetto al primo comma dell'art. 2325 c.c. La predetta inapplicabilità deve essere tenuta distinta dall'indirizzo di matrice nordamericana del «*piercing the corporate veil*»<sup>178</sup>, che prevede il mancato riconoscimento della *limited liability* nelle ipotesi in cui essa venga utilizzata in modo non compatibile con gli schemi che ne hanno permesso la concessione secondo l'ordinamento, con l'effetto del riconoscimento di una responsabilità patrimoniale personale degli azionisti per le obbligazioni accertate giudizialmente<sup>179</sup>. Quest'ultima situazione non del tutto estranea alla giurisprudenza e dottrina del vecchio continente e ha trovato un approdo sia nelle corti inglesi che in quelle tedesche. Con riferimento alle prime, l'indirizzo denominato della «*judicial lifting the corporate veil*»<sup>180</sup> veniva descritto come un'eccezione al principio dell'autonomia della *company* rispetto alla posizione dei singoli soci, articolata dall'House of Lord nel caso *Salomon v. Salomon & Co Ltd* del 1987<sup>181</sup>, al fine di evitare un utilizzo delle persone giuridiche come strumento per “coprire” eventuali condotte fraudolente<sup>182</sup>. Finalità, quest'ultima, condivisa dalla giurisprudenza tedesca che ha visto il consolidamento del «*durchriff durch die rechtspersönlichkeit*»<sup>183</sup>, il quale a sua volta ha influenzato la giurisprudenza iberica<sup>184</sup>.

---

<sup>176</sup> Cfr. BRIZZI (nt. 78), 3 ss.

<sup>177</sup> In merito all'utilizzo di tale espressione si v. G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischi d'impresa*, Milano, 1967, 99 ss. e BUONOCORE, *La responsabilità dell'impresa fra libertà e vincoli*, in AA. VV., *La responsabilità d'impresa. Per i trent'anni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2006, 21 ss.

<sup>178</sup> Per l'origine del termine v. W.I. MAURICE, *Piercing the Veil of Corporate Entity*, in *Colum. L. Rev.*, 1912, vol. 12, 498 ss.; per una ricostruzione della teoria v. T. CHENG-HAN e C. HOFMANN, *Piercing the corporate veil: historical, theoretical and comparative perspectives*, in *Berkeley Bus. L.J.*, 2019, XVI, 140 ss.

<sup>179</sup> Dalla dottrina americana emerge come il *leading case* fu *Walkovsky v. Carlton*, 223 N.E.2d 6 (N.Y. 1966), sul punto v. M. BAINBRIDGE, *Abolishing Veil Piercing*, 26 *J. Corp. L.*, 2001, 479 ss.

<sup>180</sup> V. fra molti P. ZIEGLER e L. GALLAGHER, *Lifting the corporate veil in the pursuit of justice*, in *International themes in business law*, a cura di S.T. Hardy, 2007, Vol. 1. 51-70.

<sup>181</sup> *Salomon v A Salomon & Co Ltd* [1896] UKHL 1, [1897] AC 22, da cui il nome.

<sup>182</sup> Sul punto v. N. BOURNE, *Bourne on Company Law*, Abingdon, 2008<sup>4</sup>, 15 ss. e P.L. DAVIES, S. WORTHINGTON e E. MICHELER, *Gower's Principles of modern company law*, London, 1997<sup>10</sup>, 2 ss.

<sup>183</sup> Per un commento in merito si v. PORTALE, *Capitale sociale e mancata* (nt. 158), 95 ss.

<sup>184</sup> In argomento si parla di «*doctrina del levantamiento del velo jurídico*», v. in luogo di molti R. ÁNGEL YÁGÜEZ, *La doctrina del levantamiento del velo de la persona jurídica en la jurisprudencia*, Navarra, 2017<sup>7</sup> e C. BOLDÓ RODA, *Levantamiento del velo y persona jurídica en el Derecho privado español*, Pamplona, 2006.

### 3. *Prevalenza degli interessi dei creditori rispetto ai debitori nell'insolvenza*

Compreso il rapporto gerarchico fra i vari interessi che vengono in luce in una situazione di piena solvibilità, occorre compiere la medesima analisi nell'ipotesi diametralmente opposta dell'insolvenza della società<sup>185</sup>. Come compreso, in uno stato caratterizzato dallo svolgimento dell'attività d'impresa in *bonis*, la tutela degli interessi dei creditori non può dirsi estranea rispetto alla ricerca del profitto dei soci; ricerca che concorre a conservare il valore complessivo dei beni organizzati per l'esercizio dell'impresa<sup>186</sup>, nonché un'allocatione ottimale delle risorse<sup>187</sup>. Tuttavia, il manifestarsi di inadempimenti od altri fatti esteriori, che comprovano l'incapacità dell'impresa di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni, determina un'alterazione del rapporto fra i predetti interessi, disallineandoli e comportando l'emergere di un antagonismo fra i soci e creditori. L'accertamento dell'insolvenza<sup>188</sup> da un lato determina l'esigenza di una rapida riallocazione del patrimonio del debitore attraverso la cessione degli attivi residui al migliore offerente<sup>189</sup>, con il probabile effetto di una totale perdita del valore dell'intera partecipazione all'apertura di una procedura regolatrice dell'insolvenza<sup>190</sup>, dall'altro produce un pregiudizio per i creditori non solo sotto il profilo quantitativo del minore soddisfacimento rispetto all'esatto adempimento, ma anche in termini temporali di ritardo nel rimborso<sup>191</sup>. Con l'effetto di una generica predilizione dei creditori a che il rischio d'impresa sia ridotto al minimo indispensabile a garantire la capienza del patrimonio rispetto alle pretese avanzabili sul medesimo. Patrimonio che da sempre, assieme agli esiti positivi dell'attività d'impresa, costituisce la principale garanzia del soddisfacimento delle obbligazioni vantate dai creditori<sup>192</sup>, i quali, come anticipato, nella gerarchia degli

---

<sup>185</sup> Per una comparazione dell'ordinamento americano, con quello tedesco e giapponese v. WOOD, *Director duties and creditor protection in the zone of insolvency: a comparison of the United States, Germany and Japan*, in *Penn State Internat. Law Rev.*, 2007, Vol. 26.

<sup>186</sup> Sul punto v. BRIZZI, (nt. 78), 19 ss.

<sup>187</sup> In argomento v. ZOPPINI, *Emergenza della crisi e interesse sociale (Spunti dalla teoria dell'Emerging Insolvency)*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014, 57.

<sup>188</sup> Ciò non toglie che l'insolvenza coinvolga interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci e dei creditori sociali, in quanto gli effetti della medesima si estendono per l'intera collettività, tanto da portare una parte della dottrina ad affermare come i medesimi coinvolgono, a cascata, un numero di soggetti indeterminato e non predeterminabile in anticipo in questi termini v. MUCCIARELLI (nt. 54), 704 ss.

<sup>189</sup> Cfr. STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, II, 316.

<sup>190</sup> Cfr. STANGHELLINI (nt. 58), 24, il quale precisa come la prosecuzione dell'attività sia in ogni caso una strategia preferibile per i soci di una società in crisi.

<sup>191</sup> Cfr. GALLETTI (nt. 12), 65

<sup>192</sup> V. fra molti BRIZZI, *Responsabilità gestorie dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. com.*, 2008, X, 1027 ss.

interessi dell'impresa *in bonis* ricoprono la posizione di *fixed claimants*. Tale posizione risulta accentuata nel caso di insolvenza, stante peraltro, il primato che viene attribuito alle pretese di questi ultimi rispetto a quelle degli altri soggetti, tra cui i soci che subiscono l'esito degli eventi che hanno determinato il venir meno della solidità della stessa società. Il predetto "primato" o "primizia"<sup>193</sup> assumeva tradizionalmente un ruolo centrale nell'impianto della legge fallimentare<sup>194</sup>, essendo la gestione dell'insolvenza e della crisi, quali situazioni sovrapponibili, di fatto orientate all'ottenimento della migliore liquidazione giudiziale del compendio della società a favore dei creditori in *par condicio*, per poi, prima con la riforma del 2006 e in modo definitivo con il Codice della crisi, propendere per soluzioni privatistiche volte al ripristino della continuità aziendale e della capacità produttiva della società. La tendenza prende il nome di *business rescue culture*<sup>195</sup> ma, occorre rilevare, nel momento di massima vicinanza alla dissoluzione aziendalistica, che l'insolvenza non ha sovvertito né il primato dell'interesse dei creditori né l'esigenza di tutelare i medesimi attraverso l'assunzione di condotte conservative<sup>196</sup>. Il primato in parola, nell'ottica della nuova prospettiva portata dal legislatore europeo, è stato specificato dallo stesso Codice della crisi in recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023. Difatti, l'art. 19 lettera a) di quest'ultima pone l'interesse dei creditori come oggetto dell'attenzione dell'agire dei dirigenti nell'ipotesi in cui sussista una probabilità di insolvenza dell'impresa, come ribadito nel Considerando 71 della stessa Direttiva in cui si precisa l'importanza di proteggere gli interessi dei creditori dalle decisioni gestorie che potrebbero diminuire la massa fallimentare disponibile, con l'effetto di determinare un pregiudizio per coloro che vedevano nel patrimonio della società la principale fonte di tutela, assicurandosi che le condotte poste in essere dai dirigenti stessi non determinino nemmeno l'ingiusta preferenza di uno o più portatori di interessi. Tuttavia, seppur lo stesso legislatore europeo nel testo della direttiva<sup>197</sup> abbia inteso di non voler «stabilire

---

<sup>193</sup> Tratta di interesse "prioritario" o "prevalente" GALLETTI (nt. 9), 245 e 246, v. anche ID, *Sulla gerarchia fra gli interessi tutelati nel diritto concorsuale: soddisfacimento dei creditori, ristrutturazioni aziendali, e conservazione dell'occupazione*, in *Giorn. dir. lav. e rel. ind.*, 2020, 251 ss.

<sup>194</sup> V. in luogo di molti MONTALENTI (nt. 71), 820-829.

<sup>195</sup> V. in luogo di molti GOODE, *Principles of corporate insolvency law*, London, 2011, 58 ss.

<sup>196</sup> In argomento v. fra molti C. BRIDGE, *Insolvency – A second chance? Why Modern Insolvency Laws Seek to Promote Business Rescue*, in *Law in Transition*, 2013, 28 ss. e M. HUNTER, *The nature and functions of a rescue culture*, in *Com. LJ* 104, 1999, 426. Nella dottrina italiana v. fra molti SCOGNAMIGLIO, *Le trasformazioni del diritto fallimentare*, in *L'impresa italiana. Il contesto*, a cura di F. Amatori e M. D'Aliberti 2020, 565 ss. Tuttavia, la tematica della gestione del rischio non risulta limitata alla sola impresa solvente, in quanto anche nell'ipotesi in cui l'insolvenza risulta imminente, sul punto si v. GALLETTI (nt. 12), 132 ss. il quale osserva come anche in questa fase le scelte oscillano fra soluzioni a breve ed a lungo termine, e fra progetti più o meno *rischiosi*.

<sup>197</sup> Sempre Considerando 71.

alcuna gerarchia tra le varie parti i cui interessi devono essere tenuti in debita considerazione», ha rimesso alla libertà degli Stati Membri la decisione sulla definizione di una tale gerarchia.

Questa impostazione è stata veicolata nel Codice della crisi d'impresa con l'attribuzione, ai sensi dell'art. 4, comma 2, lett. c)<sup>198</sup>, in capo al debitore del dovere di gestire nella composizione negoziata, nel corso delle trattative e dei procedimenti per l'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, il patrimonio o l'impresa «nell'interesse prioritario dei creditori» e, dunque, in prospettiva del soddisfacimento delle loro pretese; dovere che, per espressa previsione, è specificazione dei criteri di buona fede e correttezza di cui al primo comma. La disposizione trova un raccordo con il secondo comma dell'art. 84 CCII<sup>199</sup>, il quale, nell'ipotesi in cui il debitore si trovi nello stato di crisi o di insolvenza, precisa come la continuità aziendale abbia il compito di preservare l'interesse dei creditori. Ulteriori riferimenti alla finalità della tutela di quest'ultimo si evincono nella disciplina della composizione negoziata ed in particolare nella verifica compiuta dal Giudice sugli atti ex art. 22 CCII<sup>200</sup>, i quali devono essere funzionali alla prospettiva della continuità aziendale nonché alla «migliore soddisfazione dei creditori». Essa trova un'ulteriore tutela, sempre nella composizione negoziata all'art. 21, comma 4, CCII, nell'esperto, il quale deve compiere un'azione di monitoraggio degli atti di straordinaria amministrazione posti in essere dal debitore e della potenzialità dei medesimi di arrecare un danno ai creditori.

Sempre con riferimento agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, un ulteriore rafforzamento della tutela e del perseguimento degli interessi dei creditori anziché dei soci è rinvenibile indirettamente dal disposto dell'art. 120 *bis* CCII<sup>201</sup>. L'attribuzione ai soli amministratori della decisione all'accesso ai predetti strumenti,

---

<sup>198</sup> Per un commento v. A. BASSI, *Doveri delle parti*, in *Il Codice della crisi. Commentario* a cura di P. Valenzise, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, Torino, 2024, 31 ss. e M. ALBERTI, *Sub. art. 4*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di Maffei Alberti e Speranzin, Milano, 2023, 52 ss.

<sup>199</sup> Per un commento A. AUDINO, *Sub. art. 84*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di Maffei Alberti e Speranzin, Milano, 2023, 74 ss.

<sup>200</sup> Per un commento v. fra molti RICCIARDELLO, *Sustainability and going concern*, in *Riv. soc.*, 2022, I, 52 ss.; P. BORTOLUZZI, *Sub. art. 22*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di Maffei Alberti e Speranzin, Milano, 2023, 136 ss. e A. CAIAFA, *Art. 22 - Autorizzazioni del tribunale*, in *Il Codice della crisi. Commentario* a cura di P. Valenzise, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, Torino, 2024, 135.

<sup>201</sup> Vasta è la letteratura che analizza tale discussa disposizione v. di recente FAUCEGLIA, *Osservazioni sull'art. 120-bis, comma 4, CCII e su qualche pericolosa aporia interpretativa*, in *Dir. fall.*, 2025, I, 27 ss.; e GRIECO, *The role of directors in crisis management pursuant to article 120-bis of the Italian Corporate Crisis and Insolvency Code*, in *ivi*, 2025, III e IV, 519 ss. Per un commento sulla disposizione v. F. IZZO e C. SCRIBANO, *Sub. art. 120 bis*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di Maffei Alberti e Speranzin, Milano, 2023, 880 ss.

accompagnata ai doveri di cui all'art. 4, comma 2, lett. c) CCII, è potenzialmente atta a determinare, in caso di un'accertata insolvenza, l'esclusione *tout court* dei soci dalla competenza all'assunzione delle scelte concernenti la gestione di tale stato<sup>202</sup>.

Seppure il sistema ideato dal legislatore italiano nel recepimento della Direttiva Insolvency appia orientato alla prevenzione della crisi e all'anticipazione della tutela della medesima al fine di preservare o, in caso di maggiori difficoltà, di recuperare la continuità aziendale, è comunque rinvenibile una prospettiva di tutela dei creditori dovendo le scelte operate del debitore evitare il verificarsi di pregiudizi dei loro interessi. Aspetti, tutti, come analizzato, maggiormente rinvenibili nella disciplina della composizione negoziata che, come si vedrà nel proseguo, ha visto una dilatazione del margine di operatività e di applicabilità, non da tutti condiviso<sup>203</sup>.

Tuttavia, la tutela degli interessi dei creditori e la perseguibilità dei medesimi non è riscontrabile esclusivamente nella disciplina del Codice della crisi o nella precedente Legge Fallimentare, in quanto il diritto societario conosce una pluralità di strumenti, di applicazione diretta o indiretta. Tradizionalmente tali mezzi di tutela vengono distinti dalla dottrina, in base alla tecnica legislativa di *rules* e *standards*, in rimedi *ex ante* ed *ex post*<sup>204</sup>, ove i primi avrebbero la finalità di evitare il verificarsi di una determinata condotta lesiva, mentre i secondi si concretizzano nella previsione di clausole generali volte a disciplinare la responsabilità di soggetti che possono danneggiare le pretese creditorie o che, comunque, sono tenuti a garantire che detto evento non si realizzi.

La tutela *ex ante* contro eventuali abusi della società a discapito degli interessi creditori s'incentra sul capitale sociale<sup>205</sup> e, in particolare, sulla sua discussa funzione di garanzia<sup>206</sup>, riconosciuta da parte della dottrina in relazione all'ammontare minimo che dovrebbe essere "immobilizzato"<sup>207</sup>, ma al contempo fortemente criticata per la sussistenza di una serie di problematiche attinenti alle pretese creditorie<sup>208</sup>. Prima fra tutte

---

<sup>202</sup> Sul punto si v. BORDIGA (nt. 61), 34.

<sup>203</sup> V. DE LUCA (nt. 18), 462 e 463.

<sup>204</sup> V. LUCIANO (nt. 66), 24 ss., il quale, oltre a precisarne l'utilizzabilità dei medesimi in caso di crisi pre-concorsuale, considera anche la distinzione tra *rules* e *standards*. Sul punto v. anche BRIZZI (nt. 78), 84 ss; contrario all'idea di una coincidenza fra le categorie delle *rules* e *standards* v. DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, *Giur. comm.*, 2006, IV, 501.

<sup>205</sup> V. sempre PORTALE, *Capitale sociale e mancata* (nt. 158), 95 ss

<sup>206</sup> Sul punto v. STRAMPELLI (nt. 173), 45 ss.

<sup>207</sup> Sul punto v. ENRIQUES e MACEY, *Creditor versus capital formation: The case against the european legal capital rules*, in *Cornell L. Rev.*, 2001, 1195 e, in luogo di molti v. GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca borsa. tit. cred.*, 2013, I, 176 ss.

<sup>208</sup> Cfr. LUCIANO (nt. 66), 26 ed in particolare nt. 84.

l'insufficienza della regola "ricapitalizza o liquida"<sup>209</sup> concernente il mantenimento del capitale sociale - per la quale la funzione di "garanzia" si realizzerebbe mediante l'imposizione, in caso di diminuzione di capitale, di una scelta tra la ricapitalizzazione, lo scioglimento e la trasformazione - rispetto alla decisione dei creditori di agire per il soddisfacimento delle proprie pretese. Risorse che, deve considerarsi, andranno con l'avvicinarsi dell'insolvenza sempre più a ridursi tanto da poter rendere addirittura inopportuna l'apertura della liquidazione giudiziale. Tuttavia, come anche anticipato nella vigenza della disciplina fallimentare, un'ulteriore conferma di una sfiducia<sup>210</sup> nell'idoneità del capitale sociale a ricoprire la funzione di protezione per i creditori, si evince dalla sospensione della disciplina della riduzione del capitale ex artt. 2446, comma 2 e 3, 2447, 2482 *bis*, comma 4 e 5, e 2482 *ter* del Codice civile e dello scioglimento della società per riduzione o perdita del medesimo di cui agli articoli 2484, n. 4, e 2545 *duodecies* c.c. disposta dall'art. 182 *sexies* l.f., e oggi rinvenibile nel disposto dell'art. 20, comma 1, CCII con riferimento alla composizione negoziata, del successivo art. 64, comma 1 per gli accordi di ristrutturazione e dell'art. 89 CCII per il concordato preventivo. La scelta operata dal legislatore trova la propria ragione nella volontà di evitare che la società in "difficoltà" si trovi nelle condizioni di dover effettuare onerose operazioni sul capitale al solo fine di eludere le possibili azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori, per effetto della prosecuzione dell'attività non improntata alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale imposta dall'art. 2486 c.c. al verificarsi di una causa di scioglimento.

Ulteriore rimedio, riconducibile alla categoria *ex post*<sup>211</sup> è la responsabilità ai sensi dell'art. 2394 c.c.<sup>212</sup>, ascrivibile agli amministratori ed esercitabile esclusivamente dai creditori sociali, qualora si siano resi inadempienti degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale e purché, come specificato da autorevole dottrina<sup>213</sup>, tale condotta abbia determinato l'insufficienza di quest'ultimo al

---

<sup>209</sup> Espressione di Cfr. ENRIQUES e MACEY (nt. 207), 1185 ss.

<sup>210</sup> Sul punto v. BENAZZO, *Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2016, II e III, 241, C. IBBA, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (Diritto societario quo vadis?)*, in *ivi*, 2016, VI, 1064 e STRAMPELLI (nt. 73), 660

<sup>211</sup> Sul punto v. GALLETTI (nt. 12), 44 e LUCIANO (nt. 66), 29 ss., il quale ricorda come in presenza di uno stato di crisi (come inteso dalla dottrina e legge fallimentare) il ricorso a rimedi *ex ante* si caratterizzi per essere una costante internazionale.

<sup>212</sup> Vasta è la letteratura su predetta disposizione, con particolare riferimento alla tutela dei creditori v. in luogo di molti MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella S.r.l.*, 2007, Torino, 31 ss

<sup>213</sup> Cfr. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Vol. 4, Torino, 1991, 443 ss.

soddisfacimento delle ragioni creditorie<sup>214</sup>. Il danno risulterà risarcibile qualora sia ricollegabile, in base ad un rapporto di causa ed effetto, alla violazione non solo degli obblighi direttamente o indirettamente finalizzati alla conservazione dell'integrità<sup>215</sup> ma anche del dovere di gestire con diligenza l'impresa, essendo ogni suo atto una disposizione del patrimonio sociale suscettibile di essere valutato in base al pregiudizio a quest'ultimo recato<sup>216</sup>. Tuttavia, tale violazione ha indotto ad ipotizzare una coincidenza, sotto il profilo dei comportamenti, con la fattispecie di responsabilità di cui all'art. 2393 c.c., stante il dovere di diligenza contemplato dall'art. 2392 c.c., portando all'emersione di un orientamento più restrittivo degli obblighi sanciti dall'art. 2394 c.c. Secondo quest'opinione, tale responsabilità sussisterebbe nei casi in cui vi siano obblighi specifici con un contenuto già determinato, aventi come interesse comune la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale<sup>217</sup>.

La dottrina ha appuntato la propria attenzione non solo al profilo del contenuto delle obbligazioni desumibili dal disposto dell'art. 2392 c.c., ma anche alla qualificazione dell'azione di responsabilità come contrattuale o extracontrattuale<sup>218</sup>, oltre a nutrire dubbi a riguardo sulla sua natura diretta<sup>219</sup> ovvero surrogatoria<sup>220</sup>. Ferma la ritenuta coincidenza della *causa petendi* dell'azione ex art. 2394 c.c. con quella surrogatoria ex art. 2900 c.c.<sup>221</sup>, consistente nell'inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione

---

<sup>214</sup> In dottrina v. in luogo di molti LA MARCA, *Variazioni in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni verso i creditori sociali*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, IV, 691 ss., mentre nella giurisprudenza della Suprema Corte si v. in particolare Cass. sez. I, 5 agosto 2008, n. 21131, e Cass. 6 dicembre 2000, n. 15487, in *Giust. civ. Mass 2000*.

<sup>215</sup> Ad esempio si v. gli artt. 2446 e 2447 in caso di riduzione del capitale per perdite, nonché l'obbligo di cui al primo comma art. 2486 c.c.

<sup>216</sup> In argomento v. F. VASSALLI, *Sub. art. 2394 e 2394 bis*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società di capitali*, diretto da D'Alessandro, Vol. II, Tomo 2, 2011, Padova, 172 e MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 333.

<sup>217</sup> MOZZARELLI (nt. 212), 47 e 48.

<sup>218</sup> V. in luogo di molti: SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori sociali*, in G.D. Mosco, D. Regoli, M. Rescigno, *L'amministrazione. La responsabilità gestoria*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*<sup>5</sup>, diretto da C. Ibba e G. Marasà, Padova, 2012, 411 ss. e BRIZZI (nt. 192), 1077; ID (nt. 78), 329 ss. Per alcune riflessioni sull'utilizzo della responsabilità ex art. 2043 c.c. come tutela per i creditori v. in luogo di molti: MAZZAMUTO, *Spunti in tem di danno ingiusto e di danno meramente patrimoniale*, in *Europa e dir. priv.*, 2008, II, 349 ss., TRIMARCHI, *Sulla responsabilità del terzo per il pregiudizio del diritto di credito*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, 224 ss.; nonché l'opera di FRANZONI, *Il danno al patrimonio*, Milano, 1996;

<sup>219</sup> In favore v. fra molti DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2005, 345.

<sup>220</sup> In favore v. MINERVINI (nt. 216), 330 ss. e BORGIOLO, *I direttori generali di società per azioni*, Milano, 1974, 338 ss., mentre per una riflessione generale sull'art. 2497 c.c. v. ANGELICI, *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2007, IV, 1236.

<sup>221</sup> A cui si contrappone la visione di COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2006, 411, il quale sostiene la natura surrogatoria dell'azione per poi rilevare come l'unica differenza sostanziale tra art. 2393 e 2394 c.c. sarebbe rinvenibile nella loro più ristretta sfera di applicazione.

dell'integrità del patrimonio sociale<sup>222</sup>, parte della dottrina ha rilevato come gli argomenti portati a favore dell'una o dell'altra posizione di fatto non fossero decisivi<sup>223</sup>. Tuttavia è ormai da ritenersi, anche per il mancato seguito del filone che riconosce la matrice surrogatoria, una predilizione in dottrina per la natura diretta della medesima.

Analoghe tutele sono previste dal legislatore tedesco sia con riferimento alla GmbHG - disponendo il § 43(3) che gli amministratori delegati sono tenuti al pagamento di un'indennità qualora in violazione dell'obbligo di mantenimento del capitale sociale (*Kapitalerhaltung*) ex § 30 abbiano effettuato pagamenti attingendo ad esso o acquistando quote della società contrariamente a quanto disposto dal § 33 - che alla StaRUG. Peraltro, il § 57<sup>224</sup> prevede una fattispecie di responsabilità nei confronti dei creditori qualora gli amministratori del debitore abbiano ottenuto un ordine di stabilizzazione tramite informazioni e nell'ipotesi di violazione dell'obbligo di distribuzione e custodia dei proventi. Tale fattispecie di responsabilità sostituisce quella generale degli amministratori prevista dalla stessa StaRUG al §43<sup>225</sup>, essendo responsabili nei confronti del debitore non solo per non essersi adoperati affinché questo gestisse la ristrutturazione con la diligenza di un amministratore prudente e coscienzioso, ma anche per il danno subito dai creditori. In simili misure, le predette fattispecie di responsabilità ascrivibili agli amministratori devono essere tenute distinte dalla generale responsabilità per danni prevista ai sensi del § 823(2) BGB; infatti sono ricondotte a quest'ultima disposizione anche le menzionate fattispecie, qualora la condotta dei gestori abbia determinato la violazione di una norma di protezione. Tuttavia l'esperibilità di quest'azione di responsabilità, in combinato disposto col § 15a InsO, deve ritenersi esclusa durante pendenza di una "causa di ristrutturazione" (*Rechtshängigkeit der Restrukturierungssache*), stante la sospensione dell'obbligo di dichiarazione di fallimento ai sensi del § 42(1) StaRUG.

Il perseguimento degli interessi dei creditori in una situazione di probabile insolvenza si riscontra nella disciplina Britannica contenuta nell'Insolvency Act del

---

<sup>222</sup> Cfr. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 1992, 194.

<sup>223</sup> Così MINERVINI (nt. 216) 332, il quale parla proprio di "match pari".

<sup>224</sup> Per un commento sulla disposizione v. FRITZ, § 57 *Haftung der Orange*, in *Münchener Kommentar StaRUG. §§ 1-102 StaRUG, Anhänge*, a cura di Stürmer, Eidenmüller, Schoppmeyer e Madaus, München 2023, 872 ss.

<sup>225</sup> J. SCHMIDT, § 43 *Pflichten und Haftung der Orange*, in *Münchener Kommentar StaRUG. §§ 1-102 StaRUG, Anhänge*, a cura di Stürmer, Eidenmüller, Schoppmeyer e [Madaus](#), München 2023, 738 ss. Gli obblighi del debitore ai sensi dello StaRUG sono doveri degli amministratori delegati in virtù dell'obbligo di legalità, si v. BRÜNKMANS, *Geschäftsleiterpflichten und Geschäftsleiterhaftung nach dem StaRUG und SanInsFoG*, in *ZInsO*, 2021, 1 ss.).

1986<sup>226</sup> ed in particolare nelle fattispecie di responsabilità del *fraudolent* e *wrongful trading* ascrivibili agli amministratori ed esperibili in pendenza di una procedura di liquidazione, dalle quali è possibile desumere la sussistenza di doveri in capo all'organo gestorio a tutela dell'interesse dei creditori. Segnatamente, ai sensi dell'art. 213 *Insolvency Act* è prevista la condanna di chiunque abbia con coscienza preso parte ad attività fraudolente condotte con l'intento specifico di defraudare i creditori, o alcuni di essi. Una responsabilità specifica degli amministratori è disciplinata all'art. 214, in forza del quale possono essere condannati a risarcire il danno causato al patrimonio della società qualora fossero stati o avrebbero dovuto essere a conoscenza dell'insussistenza di ragionevoli prospettive per la società di evitare l'insolvenza e non abbiano adottato ogni possibile soluzione a disposizione al fine di minimizzare il rischio potenziale per i creditori<sup>227</sup>. Da tali disposizioni si ricava un generale dovere degli amministratori di agire, nel caso di una probabile insolvenza, per evitare un aumento del rischio dei creditori, obbligo che a sua volta ha trovato una conferma anche nelle corti inglesi stante l'affermazione di un orientamento che ritiene che gli interessi dei creditori debbano essere perseguiti sin da quando l'insolvenza è divenuta probabile, ancorché non ancora attuale<sup>228</sup>.

Trattasi comunque di obblighi "interni" verso la società che impongono agli amministratori di una società insolvente o quasi insolvente di tenere in considerazione gli interessi dei creditori nell'adempimento dei loro *fiduciary duties*. Peraltro, l'assenza di un esplicito dovere di perseguire gli interessi di questi ultimi in capo ai gestori, ha determinato il verificarsi di una sorta di estensione dei doveri fiduciari<sup>229</sup>, i quali solo indirettamente<sup>230</sup> coinvolgeranno la sfera giuridica di coloro che vantano dei crediti verso

---

<sup>226</sup> Per una approfondita analisi dei doveri v. BUTA, *Tutela dei creditori e responsabilità gestoria all'approssimarsi dell'insolvenza: prime riflessioni*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, 2022, 2546 ss.

<sup>227</sup> Cfr. MUCCIARELLI (nt. 54), 4703 ss. il quale oltre ad osservare come il mutamento dei doveri degli amministratori sia individuato sia individuato dal "diritto fallimentare" inglese per mezzo di una clausola generale che implica come spetti agli stessi amministratori valutare, secondo diligenza l'insussistenza di ragionevoli possibilità di sottrarsi all'insolvenza; evidenzia che tale aspetto determinerebbe un depotenziamento dell'istituto del *wrongful trading* che troverebbe una rara applicazione a scelte geostorie antecedenti la vera e propria insolvenza. Per un commento in questo senso: P. DAVIES, S. WORTHINGTON E E. MICHELER, *Gower's Principles of modern company law*, London, 1997<sup>10</sup>, 2016, 216-218 e G. BACHNER, *Wrongful Trading – A New European Model for Creditor Protection?*, in *EBOLR*, 2006, 310-304.

<sup>228</sup> Tra le diverse pronunce si v. *Systems Building Services Group Limited* [2020] EWHC 54 (Ch), *BTI 2014 LLC v. Sequana SA*, [2019] BCC 63R e *West Mercia Safetywear Ltd v. Dodd* [1988] BCLC 250 (CA), 252h-253b;

<sup>229</sup> V. KEAY (nt. 72), 616, ss.

<sup>230</sup> V. *N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92 (Del. 2007)

la società. Tale situazione determina conseguenze anche sotto il profilo dei soggetti che saranno legittimati ad agire nei confronti dei gestori per l'inadempimento dei predetti obblighi "indiretti". Essendo, infatti, una responsabilità "interna", nei confronti della società, sarà solamente quest'ultima a poter esperire la relativa azione.

Ulteriore conferma dell'insussistenza di un *direct dutys* degli amministratori nei confronti dei creditori è rinvenibile nell'art. 172(3) del *Companies Act 2006*, che afferma, in generale, che gli amministratori nel loro agire devono tenere conto degli interessi dei creditori in determinate circostanze. Dovere questo che per espressa previsione del *Companies Act*, § 170(4), dovrà essere interpretato alla luce dei principi giurisprudenziali del *common law* ed *equity*.

Parte della dottrina italiana<sup>231</sup>, nel delineare le differenze tra il diritto nazionale e quello tedesco ed inglese in relazione alla sussistenza di doveri c.d. "ulteriori" in capo agli amministratori in prossimità dell'insolvenza, evidenzia come la logica di questi obblighi sia rinvenibile nella sostituzione dei creditori agli azionisti come *residual risk takers*<sup>232</sup> qualora l'investimento di questi ultimi sia venuto meno.

Compreso il contenuto dei rimedi esperibili e il loro raffronto con la disciplina tedesca e inglese, occorre da ultimo domandarsi quale rapporto sussista fra le misure *ex ante* e quelle *ex post*, se quindi le une prevalgano o meno sulle altre sotto il profilo della rispettiva applicazione, con particolare riferimento all'esperibilità stessa dei rimedi. La sussistenza della distinzione fra questi ultimi non viene condivisa da chi da un lato riconosce al capitale sociale una funzione di salvaguardia dei creditori in una prospettiva esclusivamente *ex ante*, e dall'altro assegna alla responsabilità degli amministratori una tutela solamente *ex post*<sup>233</sup>. Una siffatta concezione dei rimedi è da ritenersi limitata, in quanto la sussistenza di una responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori è idonea a produrre incentivi di corretta gestione non solo esclusivamente in un momento in cui il danno risulta essersi verificato ma anche *ex ante*; mediante la disciplina della tutela dell'integrità del capitale sociale, in pari misura è possibile individuare e applicare le giuste sanzioni operanti *ex post*<sup>234</sup>. La riprova della correttezza di tale impostazione si

---

<sup>231</sup> Cfr. BUTA (nt. 226), 2547.

<sup>232</sup> V. in luogo di molti KALSS, ADENSAMER, OELKERS, *Directors's duties in the vicinity of insolvency – a comparative analysis with reports from Germany, Austria, Belgium, Denmark, England, Finland, France, Italy, The Netherlands, Norway, Spain and Sweden*, in *Legal Capital in Europe*, 2006, Berlino e Boston, 112 ss.

<sup>233</sup> Cfr. BRIZZI (nt. 78), 84

<sup>234</sup> Cfr. F. STEFFEK, *Gläubigerschutz in der Kapitalgesellschaft. Krise und Insolvenz im englischen und deutschen Gesellschafts- und Insolvenzrecht*, 2011, Tübingen, 65 ss.

riscontra nel confronto tra la responsabilità ai sensi dell'art. 2486 c.c. e dell'art. 2394 c.c., in quanto mentre con quest'ultima gli amministratori devono astenersi dal compiere atti e operazioni da cui possono derivare effetti negativi e pregiudizievoli per il patrimonio sociale, la prima, qualora non sia integrata una causa di scioglimento, richiede una ponderazione *ex ante* del rischio e l'adozione delle necessarie tutele<sup>235</sup>.

In conclusione, la migliore tutela degli interessi dei creditori di una società in stato insolvenza è attuabile in un momento antecedente al verificarsi della medesima, attraverso la combinazione delle due tipologie di rimedi, non sussistendo incompatibilità nell'applicazione dell'una e dell'altra<sup>236</sup>.

#### 4. *Interessi perseguiti nella crisi*

Una volta compreso che nell'impresa solvibile il perseguimento della massimizzazione dell'interesse dei soci si accompagna a quello della collettività e dei creditori e che quest'ultimo in caso di insolvenza prevale su quello dell'imprenditore - che vede concretizzarsi il rischio di essere "spogliato" della sua stessa impresa della quale ormai non sopporta più il rischio - occorre comprendere quali interessi debbano essere perseguiti dagli amministratori in quella "fase" intermedia che è la crisi. Infatti, a mano a mano che ci si allontana dallo stato in cui si manifesta l'incapacità dell'impresa debitrice di adempiere regolarmente alle obbligazioni assunte, si pone l'esigenza di contemperare l'interesse dei creditori con quello della società di giungere al risanamento senza incorrere in una dispersione di valore. Primo indizio su quale dei diversi interessi deve essere perseguito si riscontra nella già richiamata Direttiva Insolvency, che all'art. 19, lett. a), esplicita come i dirigenti, qualora sussista una probabilità d'insolvenza, debbano tenere debitamente conto degli interessi dei creditori oltre a quelli dei detentori di strumenti di capitale, nonché degli altri portatori d'interesse, questi ultimi individuabili, come già specificato, con gli *stakeholders* diversi dai titolari di un diritto di credito nei confronti della società. Il recepimento di tale principio da parte del legislatore italiano ha assunto i connotati della determinazione di una serie di obblighi che gli amministratori devono adempiere al fine di tutelare l'interesse dei creditori. Tale declinazione è rinvenibile, in particolare, in alcune disposizioni del Codice della crisi, sistematicamente collocate nella Parte prima, Titolo II, Capo I contenente la disciplina della composizione negoziata. In questo senso l'art. 16, comma 4, CCII prevede in capo all'imprenditore, oltre al dovere

---

<sup>235</sup> Cfr. NIEDDU ARRICA, *Principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale nella prospettiva della tutela dei creditori*, Torino, 2017, 40.

<sup>236</sup> Sul punto v. sempre LUCIANO (nt. 66), 29.

di una completa e trasparente rappresentazione della propria situazione, «di gestire il patrimonio senza pregiudicare ingiustamente gli interessi dei creditori»<sup>237</sup>; trattasi di una clausola generale sinteticamente ricognitiva della disciplina prevista dagli artt. 20<sup>238</sup> e 21 CCII<sup>239</sup>, che non distingue il caso in cui l'impresa si trovi in uno stato d'insolvenza da quella di crisi. In quest'ultima ipotesi l'art. 21 CCII impone di gestire l'impresa in modo da evitare pregiudizio alla sostenibilità economico-finanziaria e, dunque, il peggioramento dei risultati della gestione corrente, che dovranno, quantomeno essere, medio tempore, inalterati, se è in programma l'adozione di iniziative volte al risanamento dell'impresa e, dunque, finalizzate al mantenimento della continuità aziendale.

Con la crisi si verifica, quindi, il passaggio dalla tutela dell'impresa concepita come fenomeno produttivo oggettivamente considerato, ad una conservazione della medesima orientata non più agli interessi dell'imprenditore ma a quelli di tutti coloro che sono coinvolti nel dissesto<sup>240</sup>, fra cui, appunto, gli *stakeholders* ed in particolare i creditori, i quali vengono ad acquisire un diritto di *voice* nella gestione della crisi<sup>241</sup>. In detta situazione si accentua l'interesse di questi ultimi non solo a realizzare la propria pretesa nella misura più ampia possibile tramite la riduzione dei tempi di recupero, ma anche ad evitare la c.d. *Claim dilution*, ovverossia il rischio che altri titolari di un diritto di credito nei confronti della società siano legittimati ad avanzare pretese concorrenziali sullo stesso patrimonio (*Haftungskonkurrenz*<sup>242</sup>), con l'effetto di determinare un aumento del rischio del concretizzarsi di situazione di *default* determinata dall'eccedenza dei valori del passivo su quelli dell'attivo<sup>243</sup>. Ne consegue che con il verificarsi della crisi l'interesse dei creditori assumerà rilievo primario<sup>244</sup> rispetto all'ipotesi di solvibilità, imponendo l'adozione di iniziative e azioni volte al perseguimento di obiettivi che ne determinano una migliore tutela, con l'effetto di riconoscere legittimità alle scelte degli amministratori

---

<sup>237</sup> Per un commento sulla disposizione v. C. AVOLIO, *Sub. art. 16*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023, 96 ss.

<sup>238</sup> S. ADDAMO, *Sub. art. 20*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di Maffei Alberti e Speranzin, Milano, 2023, 125 ss.

<sup>239</sup> S. ADDAMO, *Sub. art. 21*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di Maffei Alberti e Speranzin, Milano, 2023, 130 ss. Per un commento sul rapporto tra tale disposizione e l'art. 19, lettera a), Direttiva Insolvency v. GALLETTI (nt. 9), 269, il quale precisa come l'art. 21 CCII non sembri "ridisegnare" la gerarchia degli interessi da tutelare avendo recepito quella già presente nel sistema e riadattato gli obblighi rispetto al conseguimento delle peculiari finalità della composizione negoziata.

<sup>240</sup> Cfr. MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel nuovo diritto della crisi*, Torino, 2013, 2 ss., come richiamato a nota 41 da BLANDINI, DE CICCO, LOCASCIO ALIBERTI (nt. 157), 753.

<sup>241</sup> Sul punto v. BENAZZO (nt. 219), 272. e STANGHELLINI (nt. 71), 25 e 50 ss.

<sup>242</sup> Cfr. STEFFEK (nt. 234), 43.

<sup>243</sup> Cfr. BRIZZI (nt. 78), 22.

<sup>244</sup> Utilizza questo termine GALLETTI (nt. 12), 206.

qualora queste non comportino conseguenze deterioranti per i creditori. Il fine perseguito dal legislatore determina, di fatto, per gli amministratori una riduzione delle scelte attuabili, le quali saranno più ispirate ad una «continenza», rispetto alle prospettive future del ceto creditorio<sup>245</sup>, stante il verificato mutamento delle condizioni della società che hanno comportato il verificarsi della crisi. Tali risultati non sono univocamente condivisi dalla dottrina, poiché mentre alcuni ritengono che nelle scelte della soluzione regolatoria della crisi gli interessi c.d. *multistakeholders* - tenendo conto dell'importanza riconosciuta al soddisfacimento del ceto creditorio - devono ritenersi postergati anche rispetto a quelli dei soci<sup>246</sup>, altri ribadiscono come in una situazione di crisi, gli amministratori siano, invece, tenuti ad agire in discontinuità<sup>247</sup> rispetto al passato in modo da conseguire il riequilibrio (economico-finanziario), perseguendo l'interesse dei creditori in una prospettiva di minimizzazione del rischio. Prospettiva che si traduce, per alcuni, in un'anticipazione dei doveri di conservazione della consistenza patrimoniale e di coinvolgimento dei soci, a prescindere dalla sussistenza di perdite rilevanti ai sensi degli artt. 2447 e 2482 *ter c.c.*<sup>248</sup>

Le situazioni descritte devono tenersi comunque distinte dalla tutela prevista in caso di insolvenza degli interessi dei creditori, i quali, come analizzato nel paragrafo che precede, dovranno essere perseguiti in maniera rigorosa<sup>249</sup> attraverso l'adozione di condotte «conservative», in attesa d'individuare la soluzione regolatoria più consona, senza assumere decisioni che pregiudichino la prospettiva liquidatoria del patrimonio sociale<sup>250</sup>.

Infine, seppure non oggetto di analisi del presente elaborato, ma sempre con riferimento agli interessi tutelati, non ci si può esimere dal rilevare come la sostenibilità abbia influenzato la disciplina della crisi d'impresa, impatto rinvenibile in particolar modo negli strumenti per la ristrutturazione dell'impresa e nell'obiettivo ad essi intrinseco di consentire alla medesima di tornare a produrre. Il conseguimento di tale fine avrebbe, infatti, effetti benefici per tutti gli *stakeholder* e, in particolare dei creditori,

---

<sup>245</sup> In questo senso v. GALLETTI (nt. 12), 47.

<sup>246</sup> Cfr. MUCCIARELLI (nt. 54), 207.

<sup>247</sup> In questo senso v. GALLETTI (nt.9), 246.

<sup>248</sup> Cfr. BUTA (nt. 226), 2586, la quale a nota 142 richiama STRAMPELLI (nt. 73), 613, il quale in merito all'attivazione dei rimedi di cui agli artt. 2447 e 2482-ter c.c. osserva come la medesima possa avere il beneficio di allontanare il rischio di insolvenza spingendo i soci ad investire ulteriori risorse anche nell'ipotesi in cui la società sia in grado di adempiere alle proprie obbligazioni.

<sup>249</sup> Sul punto v. ADDAMO (nt. 239), 131 e 132.

<sup>250</sup> Sul punto v. CAIAFA, *Art. 21, in Il codice della crisi: commentario*, a cura di P. Valensise, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, 2024, 131.

“scardinando”, però, come rilevabile dall’introduzione del Codice della crisi, il primato degli interessi di questi ultimi come unico ed esclusivo mezzo per la loro tutela<sup>251</sup>. Tuttavia, la tendenza alla conservazione dell’attività d’impresa attraverso gli strumenti della regolazione di quest’ultima, trova un limite proprio nella sostenibilità, essendo elemento indefettibile di quest’ultima un adeguato utilizzo delle risorse a disposizione a disposizione, con l’effetto da un lato di realizzare una distribuzione equa del costo della crisi fra i diversi soggetti che gravitano attorno all’attività d’impresa e dall’altro di “risolvere” esclusivamente le realtà meritevoli in grado di mantenere una duratura la capacità produttiva. Tale ultima attuazione della sostenibilità non solo si traduce nel divieto di continuazione *tout court* dell’impresa fallibile a danno dei creditori, ma è anche strettamente connessa all’attuazione di quei stessi *creditor-regarding duties* ricavabili, per lo più in modo indiretto, dal diritto “fallimentare” o dell’insolvenza tedesco e inglese.

Per contro, l’agire della società determina esternalità negative, le quali anche nell’ipotesi di piena solvibilità producono conseguenze sui diversi soggetti che sono influenzati dall’attività economica della medesima. In una situazione di crisi, alle predette diseconomie, eventualmente accentuate dalle difficoltà economico-finanziarie che contraddistinguono l’impresa in questa fase, si aggiunge il disallineamento degli interessi dei soci e degli *stakeholders*, in particolare dei creditori, il quale determina il verificarsi di veri e propri conflitti, imponendo agli amministratori di individuare i soggetti a favore dei quali orientare il proprio agire. In tale prospettiva si rende necessario comprendere non solo quale o quali interessi dovranno essere tutelati in modo prioritario dai gestori, ma anche se con il verificarsi della crisi d’impresa avvenga o meno quel “passaggio” della tutela che in dottrina assume il nome di *shifting of duties*.

#### 4.1 *Il conflitto di interessi*

Con il verificarsi della crisi ai sensi dell’art. 2, comma 1, lett. a) CCII, l’allineamento tra gli interessi dei creditori e dei soci, tipico della solvibilità, viene meno andando a generare situazioni di conflitto<sup>252</sup> in cui ciascun soggetto, vantante un diritto

---

<sup>251</sup> Sul punto v. PACCHI, *Sostenibilità, fattori ESG e crisi d’impresa*, in *Rist. az.*, 26 maggio 2023, 31.

<sup>252</sup> Quello fra i creditori e i soci nella crisi d’impresa non è l’unico momento in cui può verificarsi un conflitto. Sul punto v. GALLETI, (nt. 12), 26, il quale distingue con riferimento alla decisione attinente alla determinazione del “grado” di rischio dell’impresa in conflitti «orizzontali», ad esempio fra i finanziatori e gli investitori, oppure «verticali» che interessano l’impresa come controparte, tipicamente fra creditori ed investitori, intermediati dagli amministratori. Sul punto v. anche TOMBARI (nt. 153), 27 ss. e STANGHELLINI (nt. 58), 24 ss. Sempre sul conflitto fra scelte a favore dei creditori e degli shareholders v. L. LIN, *Shift of*

nei confronti dell'impresa, sarebbe propenso ad indurre ad una gestione più vicina ed idonea al perseguimento dei propri interessi. In tal modo si possono generare contrasti, in quanto la tenuta di una condotta o di un'altra, in una "stato" della vita della società caratterizzato per definizione dalla probabilità del verificarsi dell'insolvenza, ha conseguenze rilevanti e allo stesso tempo potenzialmente idonee a produrre effetti irrimediabili sulla situazione economico-finanziaria dell'impresa. Il verificarsi di un aggravio del dissesto determinerebbe per i creditori il rischio non solo di non vedersi ripagato il proprio credito nei tempi previsti ma nemmeno di ottenere l'intero importo di quanto dovuto, oppure di riceverlo in "moneta procedurale"<sup>253</sup>, con il sempre presente fantasma di non ottenere nulla dalla distribuzione<sup>254</sup>.

Inoltre la posizione dei creditori rispetto a quella dei soci risulta ulteriormente aggravata dall'assenza di una vera e propria asimmetria informativa, in quanto i primi, trovandosi all'esterno dell'impresa, subiscono il rischio di non essere recettori di informazioni da parte dei gestori sull'andamento della società e sull'esposizione debitoria della medesima, con l'effetto di creare un ulteriore disallineamento con i soci a riguardo della valutazione complessiva dell'impresa e, dunque, dell'effettiva probabilità per i creditori di ottenere il soddisfacimento dei propri interessi<sup>255</sup>. Nel sopraggiungere della crisi il conflitto con i soci è accentuato dal beneficio della responsabilità limitata, la quale, come analizzato<sup>256</sup>, è sì strumento essenziale per incentivare l'investimento in attività imprenditoriali<sup>257</sup>, ma, il verificarsi di condizioni che aggravano il pericolo dell'insolvenza, induce i soci a scaricare sui creditori parte del rischio d'impresa<sup>258</sup>. Tale

---

*Fiduciary Duty upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, in 46 *Vand. L. 10 Rev.*, 1993, 1488 ss.

<sup>253</sup> Si perdoni il termine che voleva essere un riferimento alla c.d. "moneta fallimentare" spesso in uso nel gergo forense, ma ad oggi "errata" in considerazione dell'introduzione della liquidazione giudiziale.

<sup>254</sup> La distinzione in classi dei creditori non sarà oggetto di analisi ma si rimanda alla vasta letteratura v. in di recente A. ROSSI, *Le nuove classi negli strumenti di regolazione della crisi*, in *dirittodellacrisi.it*, 17 marzo 2025.

<sup>255</sup> In particolare sull'inquadrabilità del conflitto in termini di *agency problems* v. AGSTNER, *Gli azzardi morali dei soci nelle s.r.l. in crisi*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, III, Torino, 2014, 2478 ss. e ID, *Il diritto al ristorno tra resistenza legislativa e prospettive di riforma*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 321 ss. In generale sugli *agency costs* v. in luogo di molti M.C. JENSEN e W.H. MECKLING (nt. 162), 305-360.

<sup>256</sup> Si v. in luogo di molti MUCCIARELLI (nt. 54) 699 ss. e BRIZZI (nt. 78), 3 ss.

<sup>257</sup> NOTA 2 → Si vedano, tra i moltissimi contributi: P. IRELAND, *Capitalism without capitalists: The joint stock company shares and the emergence of the modern doctrine of the separate corporate personality*, 17 *Journal of Legal History*, 1996, p. 46; A. LEGNANI ANNICHINI, *L'emersione della responsabilità limitata nella storia del diritto commerciale*, in *Capitale sociale, responsabilità limitata e tutela dei terzi*, Novara, 2016, p. 1 ss.

<sup>258</sup> Il legislatore tedesco ha previsto contro i rischi di abuso della responsabilità limitata rimedi *ex post* di natura societaria che possono individuarsi la *Disqualifizierungsstrategie* (e la controparte inglese della

eventualità potrebbe essere in parte eliminata qualora l'organo amministrativo adottati scelte gestorie più conservative, volte a preservare il patrimonio della società per ottenere una migliore liquidazione dell'intero compendio e, dunque, una maggiore distribuzione per ciascun titolare di un diritto di credito nei confronti dell'impresa, oppure una prosecuzione dell'attività volta, comunque, a incrementare risorse aggredibili con la "speranza" di fondo di risollevarne le sorti.

Le iniziative, tuttavia, potrebbero non essere compatibili con quelle dei soci, i quali trovandosi ormai in una situazione in cui il rischio per il proprio patrimonio è pressoché nullo, preferirebbero l'adozione di scelte gestorie dalla bassa probabilità di successo, ma ipoteticamente positive per l'impresa, in quanto finalizzate a risollevare l'attività e di salvaguardare anche il loro investimento (c.d. *gambling for resurrection*). L'insuccesso di detti tentativi porta con sé il prevedibile ed infausto esito di riversarne gli effetti negativi sul ceto creditorio, che vedrà ulteriormente ridursi il patrimonio attivo e, la possibilità di una migliore soddisfazione. Queste scelte, produttive di effetti potenzialmente dannosi per il patrimonio, vengono qualificate da più attenta dottrina in termini di "azzardi morali" (*moral hazards*), fattispecie di opportunismo post-contrattuale la cui origine si rinviene in decisioni aventi per oggetto disposizioni del patrimonio sociale con prevalente riguardo alla posizione di responsabilità del socio<sup>259</sup>. La varietà delle situazioni che caratterizzano un aumento del rischio di insolvenza, rispetto alla situazione economico-finanziaria in cui la società versa, ha portato la dottrina aziendalistica e giuridica, in particolare tedesca<sup>260</sup>, a elaborare un'approssimativa classificazione, distinguendole in due *Fallgruppen*: la c.d. speculazione ai danni dei creditori e la liquidazione della società fredda o "selvaggia". Apparterrebbero a quest'ultima categoria le ipotesi in cui i soci si appropriano di cespiti in modo da operare un'estromissione economica dei creditori con il fine di privare questi della possibilità di soddisfarsi sul patrimonio societario, attuando quella che in dottrina è definita *asset*

---

Disqualification), la *Belohnungsstrategie* (previsione di vantaggi patrimoniali a favore degli amministratori quali inventivo al fine di evitare la realizzazione di abusi), nonché la *Kontrollstrategie*. Cfr. LUCIANO (nt. 66), 30, nota 101.

<sup>259</sup> Cfr. AGSTNER (nt. 244), 2479. V. anche LUCIANO (nt. 66), 5 ss., NIEDDU ARRICA (nt. 235), 8 ss.; A. Rosa (nt. 180), 9 ss. e STANGHELLINI (nt. 71), 27 ss. Mentre con riferimento alla dottrina straniera v. in luogo di molti K.L. ARROW, *The economics of moral hazard: futher comment*, in *AER*, 1968, 537 ss.

<sup>260</sup> V in luogo di molti THOLE, *Gläubigerschutz durch Insolvenzrecht. Anfechtung und verwandte Regelungsinstrumente in der Unternehmensinsolvenz*, Tübingen, 2010, 12 ss. e MÜLBERT (nt. 135), 357 ss. e STEFFEK (nt. 249), 30 ss.

*dilution (Liquidation auf kaltem Weg)*<sup>261</sup>. La condotta, oltre ad essere abusiva, in genere viene posta in essere in prossimità dell'insolvenza con l'effetto di impoverire ulteriormente l'impresa che verosimilmente sarà soggetta ad una procedura concorsuale. Sono, invece, speculazioni a danno dei creditori quelle operazioni ad alto rischio eccessivamente aleatorie (*gambling for resurrection* o *overinvestment*)<sup>262</sup> compiute dagli amministratori, ma supportate dai soci. Questi, in ragione proprio della "dissociazione" fra potere e rischio, e dunque della loro impermeabilità agli esiti negativi della gestione<sup>263</sup>, sono propensi ad indurre il compimento di tali scelte gestorie, sicuri sia di poterne godere i benefici in caso di successo, così come di non subirne le conseguenze in caso di insuccesso. La stessa sicurezza di non essere soggetti agli esiti negativi può portare i soci ad agevolare un "prolungamento" dell'attività sociale con la speranza di un recupero dell'equilibrio economico-finanziario; tuttavia, tale scelta, più che guidata da una volontà di scommettere sul futuro a danno dei creditori, pare essere mossa da una sopravvalutazione delle capacità dell'impresa di far fronte alla situazione difficoltà (*overoptimism*)<sup>264</sup> oppure da una sottovalutazione di quest'ultima. La volontà di continuare un'attività d'impresa a tutti gli effetti non sostenibile può portare a scelte altrettanto non convenienti (c.d. *at an undervalue*) finalizzate a conseguire il predetto "prolungamento", ad es. ottenendo forniture a condizioni e prezzi meno vantaggiosi di quelli che si avrebbero in assenza di difficoltà, che porterebbero ad un pregiudizio alle pretese dei creditori.

Gli esiti negativi per la consistenza del patrimonio sociale e, quindi, per i creditori possono essere conseguenza anche del disinteresse per il futuro della società da parte dei soci, che comporta un abbassamento eccessivo della propensione al rischio c.d. *underinvestment*. Una delle ragioni di tale "abbandono" delle sorti della società potrebbe rinvenirsi nella consapevolezza che qualunque decisione volta a far fronte alla gravità

---

<sup>261</sup> In merito v. in luogo di molti: DAVIES (nt. 72), 309 e e MÜLBERT (nt. 135), 368, mentre nella dottrina italiana si v. F. BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, in *Riv. soc.*, 2016, I, 66 ss.; M. MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive a cura di Carcano*, Balzarini, Ventoruzzo, 2007, 421 ss.

<sup>262</sup> V. STANGHELLINI (nt. 71) 41.

<sup>263</sup> MÜLBERT (nt. 135), 357 ss.

<sup>264</sup> Per un'attenta analisi v. sempre LUCIANO (nt. 66), 7, in particolare nota 22, il quale richiama la ricostruzione operata da STEFFEK (nt. 249), 105 ss., che distingue il fenomeno del *Überoptimismus* dalla *Kontrollillusion (illusion of control)*, da intendersi come la sopravvalutazione della propria capacità di condizionare l'andamento di eventi futuri, e dalla *selektive Wahrnehmung* (o *selective perception*). Quest'ultima identificabile come la conoscenza selettiva delle informazioni funzionale ad ignorare quelle che contraddicono le convinzioni personali dell'amministratore o a sopravvalutare quelle che le confermano. Causa di tali situazioni è rinvenibile nella prassi nei casi in cui la proprietà azionaria risulti concertata nelle mani di pochi soggetti.

della situazione sarebbe ad esclusivo vantaggio dei creditori, salvaguardando la capienza del patrimonio (*residual claims*) a discapito, quindi, degli interessi dei soci.

Minimo comune denominatore delle fattispecie riconducibili ai due *Fallgruppen* è la presenza, in situazioni caratterizzate dall'avvicinamento della crisi, di forti incentivi economici (c.d. *perverse incentives*) per gli amministratori a non rilevare l'entità della probabile perdita e a continuare l'attività per proteggere gli interessi propri e degli azionisti<sup>265</sup>. Le motivazioni di tali condotte sono da rinvenire non solo nel cumulo in capo ai medesimi soggetti della qualità di socio e di amministratore, come spesso accade nelle società di minori dimensioni, ma anche nel tentativo dei gestori di proteggere la propria reputazione e posizione, assecondando il desiderio dei soci di ottenere la massima distribuzione di dividendi.

Infine, non privo di potenziali esiti negativi sarebbe perseguire, in modo cieco, gli interessi dei creditori, i quali di norma propendono per una riduzione del rischio d'impresa al minimo indispensabile ad assicurare la capienza del patrimonio, con il rischio, tuttavia, che siano poste in essere condotte eccessivamente caute da parte degli amministratori (c.d. *conservatism* o *Entscheidungsverhalten*)<sup>266</sup>. Tali scelte gestorie, pur assecondando le pretese del ceto creditorio avrebbero le medesime conseguenze delle condotte *underinvestment*: favorire un lento declino della società portando, addirittura, ad un'anticipazione della liquidazione ad una fase in cui permarrebbero ancora buone possibilità di recupero dello stato "fisiologico".

#### 4.2 *L'attuabilità dello shifting of duties*

Quando la società è in crisi l'ampiezza delle scelte adottabili dagli amministratori impone l'individuazione degli interessi da perseguire: o quelli dei soci con il rischio di porre in essere veri e propri azzardi morali, oppure quelli dei creditori con il pericolo di un'eccessiva cautela nelle decisioni. La soluzione del dilemma porta con sé anche la necessità di verificare se in una situazione di probabile insolvenza si verifichi uno *shifting of duties*<sup>267</sup>, ovvero sia uno spostamento di quei "doveri fiduciari" che in una situazione di solvibilità imporrebbero, come inteso dalla dottrina anglo americana, di agire

---

<sup>265</sup> Cfr. BUTA (nt. 226), 2542 e 2543. BITZ, RAUSCH, HEMMERDE, *Gesetzliche Regelungen und Reformvorschläge Zum Gläubigerschutz*, Berlin-Heidelberg, 1986, 71 ss.

<sup>266</sup> Come indicato nelle scienze economiche: *overdeterrence* o *overcompliance*

<sup>267</sup> V. in luogo di molti KEAY, *The Shifting of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency*, in 24 *Int. Insolv. Rev.*, 2015, 144 ss. e ID, *A Theoretical Analysis of the Director's Duty to Consider Creditor Interests: The Progressive School's Approach*, in 4 *J. Corp. L. Stud.*, Vol. 4, 2004, 313 ss.

principalmente a vantaggio degli azionisti (*shareholder wealth maximization*). Tuttavia, come analizzato nei paragrafi che precedono, gli amministratori sono chiamati a perseguire una molteplicità di interessi, compresi quelli dei soci, attuando una sintesi dei diversi “desiderata”; ci si chiede, dunque, se tale operazione debba o meno essere effettuata in quella fase della vita della società in cui la medesima, pur essendo ancora in grado di adempiere alle proprie obbligazioni, presenti difficoltà economico-finanziarie generative di conflitti fra i soggetti coinvolti dal suo agire. Ebbene, storicamente il primato del perseguimento degli interessi dei soci nella *vicinity of insolvency* venne “scardinato”, in favore di una protezione di quella comunità di interessi che sostengono la società, da una nota pronuncia delle Corti del Delaware, *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Communications Corp*, No. Civ. A 12150, 1991 WL 277613 (Del. Ch. Dec. 30, 1991)<sup>268</sup>, che ritenne che il *board of directors* «(...) owes its duty to the corporate enterprise». Tale arresto, oggetto di un ampio dibattito nella letteratura americana<sup>269</sup>, pur non indicando espressamente la sussistenza di *fiduciary duties*<sup>270</sup> a favore dei creditori, nonostante parte della dottrina abbia interpretato in questo senso il convincimento della Corte, ha assunto il ruolo di *leading case* per la teoria della *shifting of duties*, avendo previsto come già in una fase precedente al verificarsi dell’insolvenza operasse uno spostamento della linea di condotta dei *directors* dal perseguimento della *shareholder maximization* alla *entity maximization*<sup>271</sup>. Tuttavia, tale cambio di prospettiva non è stato ugualmente condiviso dalla *Court of Chancery* del Delaware, la quale con la successiva pronuncia *Production Resources Group, L.L.C. v. NCT Group, Inc.*, 863 A.2d 772 (Del. Ch. 2004)<sup>272</sup> ha non solo reinterpreto i principi espressi nella *Credit Lyonnais*, specificando che essa indica una modalità di tutela di quelle scelte degli amministratori, in buona fede, che abbiano perseguito strategie imprenditoriali meno rischiose avverso

---

<sup>268</sup> Consultabile in *Delaware Journal of Corp. Law*, vol. XVII, 1992, 1099 ss e su <https://corpgov.law.harvard.edu/>.

<sup>269</sup> V. in luogo di molti S.M. BAINBRIDGE, *Much Ado about Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *J. Bus. & Tech. L.*, Vol. 1, 2007, 335, R.K.S. RAO, D.S. SOKOLOW e D. WHITE, *Fiduciary Duty a la Lyonnais: An Economic Perspective on Corporate Governance in a Financially-Distressed Firm*, in *J. Corp. L.*, Vol. 22, 1996, 72 ss. Nella dottrina italiana, in particolare, v. F. RAFFAELE, *La responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori nelle società di capitali statunitensi*, in *Dir. fall.*, 2011, I, 191 ss. e A. VICARI, *I doveri degli amministratori in caso di insolvenza della società nel diritto statunitense*, in *Riv. soc.*, 1999, 1244 ss.;

<sup>270</sup> Sulla definizione di v. il luogo di molti T. FRANKEL, *Fiduciary Law*, in 71 *Calif. L. Rev.*, Vol. 71, 1983, 795-800, mentre con riferimento alla distinzione fra *Duty of loyalty* e *duty of care* v. R.L. MESSINEO, *Fiduciary Duties of Officers and Directors of the Financially Troubled Company: A Primer*, in 971 *Practicing l. inst. Corp. L.*, 1996, Vol. 971, 171 ss.

<sup>271</sup> Cfr. BRIZZI (nt. 78), 120.

<sup>272</sup> Per un commento su tale pronuncia v. R.K. SAHYAN, *The myth of the zone of insolvency: Production Resources Group v. NCT Group, Inc.*, in *Hastings Bus. L. J.*, 2006, 181 ss.

eventuali contestazioni dei soci, ma anche che la sussistenza dell'insolvenza e la sua prossimità non muta il dovere degli amministratori di perseguire l'interesse dei soci<sup>273</sup>. Simili critiche sono state mosse anche da successive pronunce delle Corti del Delaware, le quali hanno avvalorato il superamento dell'orientamento del *leading case*; fra di esse la nota *North American Catholic Educational Programming Foundation Inc. v. Ghewalla*, 930, A.2 d 92 (Del. Supr. 2007) e *Quadrant Structured Products Company Ltd v. Vertin Laster*, 102, (Del. Ch. 2014)<sup>274</sup>. In particolare, mentre nella prima pronuncia veniva precisato che i creditori sociali non vantano alcuna pretesa diretta nemmeno in caso di insolvenza, stante il potenziale conflitto con l'interesse dei soci, la seconda ribadiva come i componenti dell'organo gestorio non siano responsabili nei confronti dei creditori sociali nell'ipotesi di violazione dei *fiduciary duties*<sup>275</sup>. L'immutabilità dei doveri degli amministratori pare potersi ricondurre a quella stessa *trust fund theory*<sup>276</sup> che può considerarsi l'antecedente della *shifting of duties*; infatti, pur sostenendo che i *directors* di una società insolvente assumono la posizione di *trustees*, con l'obbligo di conservare i beni sociali alla stregua di un *trust fund* nell'interesse dei creditori<sup>277</sup>, a tale riguardo è stato rilevato dalla dottrina<sup>278</sup> che la teoria non individua un vero dovere degli amministratori di perseguire l'interesse dei creditori nella normale gestione della società, bensì si limita a contrastare i comportamenti scorretti dei gestori incaricati della liquidazione della società, senza riconoscere un dovere "diretto" nei confronti degli interessi dei creditori in capo agli amministratori. Tale aspetto, assieme al progressivo allentamento dalla *shifting of duties* da parte delle Corti del Delaware, nonché della dottrina ha confermato come gli unici legittimati all'esercizio dell'azione di responsabilità diretta nei confronti degli amministratori siano i soci, con l'effetto che la tutela dei diritti dei creditori può avvenire solamente da una *derivative action on behalf of the insolvent corporation*.

---

<sup>273</sup> In questi termini v. STANGHELLINI, *Director's Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A Reassessment of the "Recapitalize or Liquidate" Rule*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, a cura di P. Benazzo - M. Cera - S. Patriarca, Torino, 2011, 752 ss.;

<sup>274</sup> Per un commento si v. G. SANDRELLI, *Orientamenti della giurisprudenza del Delaware in tema di doveri degli amministratori verso i creditori di società insolvente*, in *Riv. soc.*, 2014, 1445 ss.

<sup>275</sup> Se non *under only highly unusual circumstances*.

<sup>276</sup> *Leading case* è ritenuto essere *Wood v. Dummer*, 30 F.Cas. 435 (no. 17.944) (C.C.D. Me. 1824), a cui per più di un secolo si sono susseguite ulteriori pronunce conformi, soprattutto nel Delaware, v. fra le molte *In re RegO Co.*, 623 A.2d 92, 95 (Del. Ch. 1992), *Holloway v. Sharon*, 4. CA. No. 5001 (Del. Ch. 1977) e *MacKenzie Oil Co. v. Omar Oil & Gas Co.*, 120 A. 852, 857 (Del. Ch. 1923).

<sup>277</sup> Cfr. BRIZZI (nt. 78), 119.

<sup>278</sup> V. in luogo di molti H.T.C. HU e J.L. WESTBROOK, *Abolition of the corporate duty to creditors in Columbia L. R.*, Vol. 107, 2007, 1335 ss.

Con riferimento al nostro ordinamento, la risposta al quesito della sussistenza di un mutamento dei doveri degli amministratori in una fase antecedente all'insolvenza, dove la medesima sia probabile, impone in primo luogo di distinguere tra la disciplina della legge fallimentare e quella del Codice della crisi. Prima del recepimento della Direttiva Insolvency, la dottrina<sup>279</sup> si era interrogata sul momento in cui avviene quello "scivolamento" delle scelte gestorie verso la tutela degli interessi dei creditori, per giungere, parte della medesima, a ritenere che tale cambiamento si verificasse esclusivamente al materializzarsi dell'insolvenza<sup>280</sup> e non in "fasi" antecedenti; inoltre, la fonte di tale sostituzione non doveva rinvenirsi in una specifica disposizione normativa, quanto, piuttosto nella diligenza che delimita l'agire degli amministratori e che riempie di contenuto i loro obblighi<sup>281</sup> e, dunque, nel principio di corretta gestione ex art. 2497 c.c. e di conservazione del patrimonio ex art. 2394 c.c.<sup>282</sup>. Ne consegue che, in assenza di uno stato di insolvenza, gli amministratori dovranno perseguire prioritariamente l'interesse dei soci, salva la sussistenza delle cause di scioglimento di cui all'art. 2484 c.c.<sup>283</sup>, al cui verificarsi conseguirebbe l'obbligo di agire in modo "conservativo" ai sensi dell'art. 2486 c.c., al fine di preservare il patrimonio sociale evitando l'assunzione di condotte che possano alterare negativamente il valore del patrimonio in vista della sua liquidazione o della futura cessazione dell'attività. Sotto quest'ultimo profilo, alcuni<sup>284</sup> non solo ha evidenziato come la disciplina sottesa alla regola «ricapitalizza o liquida» sia da ricondurre esclusivamente nell'ambito dei rapporti tra soci e sia diretta a regolare non una situazione di crisi o insolvenza dell'impresa, bensì una situazione di crisi dell'investimento societario<sup>285</sup>; ma ha anche rilevato che la percepita manifestazione di una delle cause di scioglimento, ai sensi dell'art. 2484 c.c., determina un allineamento

---

<sup>279</sup> Per una ricostruzione delle diverse teorie si v. GALLETTI (nt. 9), 268 e 269.

<sup>280</sup> Sul punto v. CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in *Società, banche e crisi di Impresa - Liber amicorum Pietro Abbadesse*, 2014, 2596 ss., v. anche BOZZA, *Diligenza e responsabilità degli amministratori di società in crisi*, in *Fall.*, 2014, XX, 1104

<sup>281</sup> Sull'unicità della prestazione degli amministratori in relazione al patrimonio della società v. BARCELLONA, *Business judgment rule e interesse sociale nella "crisi". L'adeguatezza degli assetti organizzativi alla luce della riforma del diritto concorsuale*, Milano, 2020, 15 ss.,

<sup>282</sup> Per un'analisi del principio in parola si rimanda al primo paragrafo del Capitolo III.

<sup>283</sup> Non si approfondisce in questa tesi il dibattuto tema se la perdita della continuità aziendale possa essere ricompresa tra le cause di cui all'art. 2484 c.c., per un commento sulla questione v. SPIOTTA (nt. 130), 71 ss., BRIZZI (nt. 78), 280 ss., ID., *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 1087 ss., e STRAMPELLI (nt. 73), 627 ss.;

<sup>284</sup> Cfr. G. FERRI JR, *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, IV, 753 ss.

<sup>285</sup> Sul punto si v. anche il commento di FRIGENI, *Evoluzione dei doveri degli amministratori di società di capitali nella gestione della crisi di impresa e conseguenze in punto di responsabilità*, in *AGE*, 2023, I e II, 267 ss..

normativo tra gli interessi dei soci e dei creditori, essendo la discrezionalità dei gestori limitata allo svolgimento di quelle attività idonee a conseguire la migliore liquidazione del patrimonio sociale e, dunque, a tutelare gli interessi dei creditori.

Infine, altra parte della dottrina, proprio in forza di quei principi di correttezza che dovrebbero caratterizzare la condotta dei gestori, ha riconosciuto in capo ai medesimi il dovere di bilanciare l'interesse dei soci con quello dei creditori in una fase antecedente l'insolvenza e, dunque, di tenere conto di entrambi<sup>286</sup> escludendo un netto *shifting of duties*.

Dalla disciplina del Codice della crisi, invece, sembrerebbe emergere una chiara connessione tra il verificarsi della crisi e lo spostamento (c.d. *shifting*) dell'interesse della società da quello lucrativo dei soci a quello conservativo dei creditori che, come visto, diverrebbero in tale situazione i sostanziali detentori del patrimonio<sup>287</sup>. Tale passaggio si rinviene da una serie di disposizioni analizzate all'inizio del quarto paragrafo e inerenti alla disciplina della composizione negoziata della crisi. Il riferimento è agli artt. 12, 16, comma 4, e 21 CCII, i quali costituiscono articolazione dell'art. 1° art. 4, comma 2, lett. b) e c) che lo stesso Codice eleva a principio generale, poiché risultano accumulati dalla previsione di mutamenti della discrezionalità gestoria nelle scelte da intraprendere nel momento in cui la verifica dell'insolvenza diviene probabile<sup>288</sup>. Quest'ultima disposizione pur prescrivendo in modo chiaro che, in caso di pendenza della composizione negoziata, nel corso delle trattative e dei procedimenti per l'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, sia la gestione dell'impresa che del patrimonio debbano privilegiare l'interesse dei creditori, porta con sé un dubbio circa l'applicazione dei predetti doveri. Occorre, infatti, domandarsi se l'esplicito obbligo di perseguire l'interesse dei creditori sia riferibile solamente alla circostanza dell'effettivo accesso alla composizione negoziata o agli strumenti di regolazione della crisi, oppure possa trovare applicazione anche a quelle imprese in crisi che non vi abbiano ancora provveduto. La soluzione di tale questione assume particolare importanza sotto il profilo della ricostruzione dei doveri dei gestori, in quanto il propendere per l'ipotesi

---

<sup>286</sup> Cfr. MUCCIARELLI (nt. 54), 701.

<sup>287</sup> Cfr. BORDIGA (nt. 61), 35. Sul punto v. anche M. CAMPOBASSO, *La posizione dei soci nel concordato preventivo della società*, in questa *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 169 ss. il quale nell'ammettere che dall'art. 4 CCII si possa desumere l'esplicito accoglimento della teoria della *shift of the fiduciary duties*, precisa come tale spostamento non possa avvenire con effetto immediato all'atto del deposito di una domanda finalizzata ad accedere ad uno strumento di regolazione o procedura concorsuale, ma si realizza in modo progressivo e proporzionale al manifestarsi e all'aggravarsi della condizione di crisi.

<sup>288</sup> Cfr. anche per altri richiami v. MUCCIARELLI (nt. 54), 698 ss. e CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *NLCC*, 2019, IV, 1166;

interpretativa che riconosce l'applicazione di predetti obblighi alla sola sussistenza del verificarsi di ipotesi di probabilità dell'insolvenza, implica non solo di elevare il secondo comma dell'art. 4 CCII a fonte di doveri degli amministratori in crisi, ma segna quest'ultima come momento a partire dal quale le scelte gestorie dovranno considerarsi illegittime se pregiudicano<sup>289</sup> l'interesse dei creditori.

Ebbene, qualora nel dirimere tale questione interpretativa si seguisse un approccio prettamente formalistico, il perseguimento non pregiudizievole degli interessi dei creditori nella crisi d'impresa da parte dei gestori dovrebbe avvenire esclusivamente a seguito dell'accesso alla composizione negoziata oppure agli strumenti di regolazione. Stando, quindi, alla lettera della norma, in caso di probabile verifica dell'insolvenza, i creditori dovrebbero riporre la propria speranza di vedere non pregiudicato il proprio diritto di credito solo nella diligenza e correttezza della condotta dell'organo gestorio. Se, invece, si ritenesse di dover favorire la prevalenza del dato sostanziale rispetto a quello formale, c.d. approccio sostanzialistico, gli amministratori sarebbero tenuti a porre in essere condotte non pregiudizievoli per gli interessi dei creditori, in ragione della sola circostanza che l'impresa versi in una situazione di crisi e non nel caso di un formale accesso agli strumenti, indipendentemente dall'effettiva pendenza delle trattative o di altra procedura<sup>290</sup>.

Pare condivisibile quest'ultimo approccio (favorevole all'estensione) in quanto non solo coerente con il principio espresso all'art. 19, lettera a, della Direttiva Insolvency, che orienterebbe l'operato degli amministratori ad una migliore tutela degli interessi dei debitori, ma anche in ragione della stessa distinzione in fasi che emerge dalle definizioni di cui all'art. 2, comma 1, CCII e al rilievo che la stessa disciplina del Codice attribuisce alla crisi d'impresa, quale situazione in cui il verificarsi dell'insolvenza è probabile e il cui superamento impone un repentino cambio di prospettiva nel perseguimento degli interessi da parte degli amministratori. Deve, inoltre, osservarsi come in dottrina vi siano opinioni divergenti in merito alla natura del condizionamento operato dal secondo comma dell'art. 4 CCII<sup>291</sup>, giacché per alcuni l'interesse dei creditori viene inteso come il nuovo oggetto dell'attività dell'impresa una volta che la crisi deflagra, mentre per altri viene

---

<sup>289</sup> Per un commento sull'utilizzo del termine "pregiudizio" da parte del legislatore v. GALLETTI (nt. 9), 269 e 270.

<sup>290</sup> Contraria a quest'applicazione estensiva del secondo comma dell'art.4 CII è quella parte della dottrina che ritiene che il richiamo operato agli artt. 16, comma 4, e 21 CCII sia di per sé segnale che tale disposizione possa trovare applicazione esclusivamente limitata all'accesso alla procedura v. CIAN (nt. 288), 1166.

<sup>291</sup> In questi termini GALLETTI (nt. 12), 160 e 161 e M. CAMPOBASSO (nt. 287), 169.

ricostruito alla stregua di un limite esterno all'adozione di scelte gestorie<sup>292</sup>, pur non legittimando l'adozione di iniziative idonee a porre a rischio il predetto interesse. Anche sotto questo profilo si ritiene di condividere che il secondo comma dell'art. 4, pur non prevedendo un netto passaggio dell'azione degli amministratori dal perseguimento dell'interesse dei soci a quello dei debitori, non può avere come unico presupposto di operatività l'accesso alla composizione negoziata oppure ad uno strumento di regolazione della crisi, dovendo ben prima i gestori orientare le proprie scelte.

Sempre sotto il profilo di una quanto più compiuta analisi delle disposizioni che concernono gli interessi dei creditori in quella fase che è la crisi, gli artt. 16, comma 4, e 21 CCII<sup>293</sup>, come analizzato, specificano maggiormente il contenuto del dovere nei confronti del ceto creditorio<sup>294</sup> ai sensi dell'art. 4. Mentre al quarto comma dell'art. 16 è previsto che successivamente all'apertura della composizione negoziata la gestione dell'impresa non deve determinare un ingiusto pregiudizio per gli interessi dei creditori, l'art. 21 CCII pare fissare un criterio per la selezione delle condotte dell'impresa in crisi, ovvero sia non pregiudicare la "sostenibilità economica-finanziaria". Con riferimento a quest'ultima disposizione, la dottrina che recepisce la gerarchia degli interessi da tutelarle, già presente nel sistema, adattando il contenuto degli obblighi al raggiungimento dei fini peculiari della composizione negoziata<sup>295</sup>.

Entrambi i predetti articoli non orientano la gestione alla prioritaria soddisfazione dei creditori, quanto, piuttosto si limitano ad elevare la tutela dell'interesse dei creditori alla stregua di un chiarimento della condotta che i gestori devono adottare. In questo senso la "specificazione" operata dagli articoli 16, comma 4, e 21 CCII in parola non farebbe altro che "alleggerire" o diminuire l'impatto sul fine ultimo delle scelte gestorie come individuato dall'art. 4 CCII<sup>296</sup>. Può, pertanto specificarsi come gli amministratori, nella crisi così come nel caso di piena solvibilità della società, sono comunque chiamati ad operare un bilanciamento dei diversi interessi, con la sola differenza che la probabile verifica dell'insolvenza porti con sé la necessità che l'adempimento di tale obbligo determini l'impiego di una maggiore attenzione alla tutela degli interessi dei creditori

---

<sup>292</sup> Sul punto v. BRIZZI (nt. 78), 170 ss.

<sup>293</sup> In merito a tali disposizioni prima del correttivo *ter v. AMBROSINI, Appunti sui doveri degli amministratori di s.p.a. e sulle azioni di responsabilità alla luce del codice della crisi e della "miniriforma"* in *Rist. az.*, 2021, 22 ss.

<sup>294</sup> PANZANI, *I doveri delle parti*, in *Studi sull'avvio del Codice della Crisi*, in *dirittodellacrisi.it*, 14 settembre 2022, 25 ss.

<sup>295</sup> GALLETTI (nt. 9), 269.

<sup>296</sup> Sul punto si v. anche BORDIGA (nt. 61), 37, il quale osserva come l'art. 16, comma 4, CCII, sembri dettare un criterio diverso (se non opposto) rispetto a quello prescritto dallo stesso art. 4 CCII.

senza operare un netto *shifting of duties*, e, dunque, senza che i gestori siano obbligati a perseguirli immediatamente. Come correttamente osservato il Codice fornisce sì espresse indicazioni circa gli interessi dei creditori in caso di crisi della società, ma la tutela di questi non avviene in modo repentino con il manifestarsi della probabile verifica dell'insolvenza, quanto, piuttosto, nella forma di una "curva decrescente" con lo spostamento graduale del baricentro da quello della rilevanza della valorizzazione dell'investimento dei soci a quello "conservativo" dei creditori<sup>297</sup>.

In ambito comparatistico, il recepimento della Direttiva Insolvency da parte del legislatore tedesco ha portato ad alcuni ripensamenti circa il perseguimento e la tutela degli interessi dei creditori da parte degli amministratori. Il progetto governativo della StaRUG, oltre a prevedere un sistema di rilevamento tempestivo delle crisi, riconosceva, ai sensi del § 2(1) StaRUG-RegE, agli amministratori delle società a responsabilità limitata (*GmbH*) il dovere di tutelare gli interessi di tutti i creditori dall'imminente insolvenza, con l'effetto che gli interessi degli azionisti dovessero passare in secondo piano, determinando di fatto uno spostamento degli obblighi fiduciari<sup>298</sup>. La violazione del predetto obbligo avrebbe comportato una responsabilità per il danno derivato nei confronti del debitore ai sensi del § 3 comma 1 StaRUG-RegE e dei creditori ai sensi del § 45 StaRUG-RegE. Tuttavia, su raccomandazione della Commissione giuridica del Bundestag, il legislatore non ha incorporato nella versione definitiva della StaRUG il contenuto dei paragrafi in parola in ragione della loro relazione poco chiara con gli obblighi di risanamento previsti dal diritto societario (*Gesellschaftsrecht verankerten Sanierungspflichten gestrichen*), ritenendo che la riduzione delle norme di responsabilità a tutela dei creditori interessati sarò compensata da quelle previste dal diritto societario<sup>299</sup>. Nella versione odierna della StaRUG al §43(1) è disposto che i gestori devono assicurarsi che il debitore governi la questione della ristrutturazione con la diligenza di un amministratore prudente e coscienzioso tutelando gli interessi di tutti i creditori; in caso di violazione di detto obbligo, i primi sono responsabili nei confronti del secondo per l'importo del danno subito dal creditore; ne consegue come non possa desumersi dalla predetta disciplina la sussistenza in capo agli amministratori di un dovere fiduciario

---

<sup>297</sup> V. BORDIGA (nt. 61) 36.

<sup>298</sup> Cfr. PIEKENBROCK, *Übersicht zu den neuen Insolvenzgründen*, in *NZI-Beilage 2021*, 82. Per un commento su tale disposizione si v. fra molti GOETKER, *§1 Krisenfrüherkennung und Krisenmanagement bei haftungsbeschränkten Unternehmensträgern*, in *StaRUG - Unternehmensstabilisierung und Restrukturierungsgesetz. Kommentar*, a cura di Flöther, 2021, 17 ss.

<sup>299</sup> In questi termini: *Deutscher Bundestag - 19. Wahlperiode* (Drucksache 19/25353), reperibile in <https://dservet.bundestag.de/btd/19/253/1925353.pdf>

diretto nei confronti dei creditori. Di pari avviso è anche la giurisprudenza della Suprema Corte del Regno Unito, la quale con la pronuncia *BTI 2014 LLC v Sequana SA* (UKSC 25) (*'Sequana'*)<sup>300</sup> pur riconoscendo l'esistenza di un dovere degli amministratori di dedicare specifica considerazione all'interesse creditorio nelle situazioni in cui l'insolvenza sia prossima, ribadisce che la società sia l'unico soggetto beneficiario, ai sensi dell'art. 172 del Companies Act, dell'attuazione di tale obbligo, nonché titolata all'esercizio di un'azione di responsabilità nei suoi confronti in caso di inadempimento<sup>301</sup>. Pronuncia, la prima che ha lasciato forti dubbi applicativi, fra i quali l'individuazione del momento a partire dal quale gli amministratori devono tenere conto degli interessi dei creditori, e in particolare se la sussistenza dell'insolvenza della società fosse o meno sufficiente a far scattare gli stessi, indipendentemente dalla conoscenza di tale stato da parte dei gestori. Questo in ragione del fatto che nel caso *Sequana* non vi fosse dubbio alcuno sulla solvibilità della società, dovendosi solo esaminare se gli amministratori avrebbero potuto o meno rendersi conto che le scelte intraprese avrebbero aumentato il rischio di insolvenza e, quindi, se il pagamento dei dividendi avesse o meno aggravato il rischio. Con la pronuncia *Hunt v Singh*[2023] EWHC 1784 (Ch), l'High Court ha fatto applicazione del principio di diritto del caso *Sequana*<sup>302</sup>, precisando che per l'insorgenza dei *Creditors Duty* è necessaria da parte degli amministratori una qualche forma di conoscenza (effettiva o implicita) affinché adempiano a tale obbligo. Nel caso *Hunt*, il Giudicante (Mr. Zacaroli J) ha rilevato che la società si trovava di fronte a una richiesta di risarcimento per una passività corrente di rilevanti dimensioni (nel caso di specie, passività fiscali esistenti nei confronti dell'HMRC per 38 milioni di sterline), tale che la sua solvibilità dipendeva dal successo della contestazione di tale richiesta. Ne consegue che la Corte ha accettato la tesi del signor *Hunt* secondo cui i *creditor duty* sorsero alla data in cui la società aveva ricevuto la richiesta di pagamento delle passività fiscali, avendo quindi gli amministratori consapevolezza della sussistenza di un rischio reale di *bankruptcy* della società.

A prescindere dalla comprovata non sussistenza di un immediato *shifting of duties* da parte degli amministratori, è evidente che con l'attuazione della Direttiva Insolvency

---

<sup>300</sup> Per un attento commento sulla pronuncia v. SANTONI, *Doveri degli amministratori e interessi dei creditori nelle società in crisi: spunti da una recente decisione della UK Supreme Court*, in *Riv. dir. soc.*, 2023, 615.

<sup>301</sup> V. fra molti LOWRY, *The duty of loyalty of company directors: bridging the accountability gap through efficient disclosure* (2009), in 68(3) *Cambridge L. J.*, 614 ss.

<sup>302</sup> Il giudice ha seguito l'approccio suggerito obiter da Lord Reed nel caso *Sequana* al punto [82].

il legislatore italiano ha percepito la *ratio* di attribuire una maggiore attenzione nei confronti dei creditori nell'ipotesi della probabile verifica dell'insolvenza. Tale indirizzo ha portato con sé la necessità di una determinazione del ruolo assunto in ragione di quel disallineamento degli interessi che si verifica con la crisi d'impresa.

Ebbene, prima dell'introduzione del Codice della crisi<sup>303</sup>, le disposizioni di diritto societario consentivano, in modo più o meno ampio, l'ingerenza dei soci<sup>304</sup> nell'adozione o esecuzione delle scelte relative alla gestione della crisi: si pensi in particolare alle operazioni straordinarie e agli interventi sul capitale<sup>305</sup>. Tali possibilità di intervento hanno ricevuto una definitiva battuta d'arresto con l'introduzione del discusso art. 120 *bis* CCII, il quale dispone l'esclusione dei soci<sup>306</sup> dalla competenza di assunzione di scelte concernenti la gestione della crisi e dell'insolvenza, assegnandola in modo esclusivo agli amministratori<sup>307</sup> e rendendo inefficaci eventuali diverse previsioni dello statuto<sup>308</sup>. Viene anche "spuntata", se non addirittura rimossa, l'arma della revoca senza giusta causa, la quale non solo è da ritenersi inefficace, ma ai sensi del quarto comma non risulta integrata dalla presentazione di una domanda di accesso ad uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza. Tuttavia, tale regola non determina l'esclusione della sindacabilità nel merito, sulla quale meglio ci si esprimerà nel quarto capitolo, che ben potrebbe configurarsi nell'ipotesi di conflitto di interessi ovvero in occasione ricorrenza di processi decisionali manifestamente irrazionali<sup>309</sup>.

Pare, dunque, sussistere con il verificarsi della crisi oppure dell'insolvenza una vera e propria autonomia operativa degli amministratori rispetto a possibili condizionamenti dei soci; tale supposizione, oltre a costituire una risposta all'esigenza di

---

<sup>303</sup> In particolare, come meglio verrà analizzato nel seguente capitolo, prima che della modifica del secondo comma dell'art. 2086 c.c.

<sup>304</sup> In questi termini v. BORDIGA (nt. 61), 34.

<sup>305</sup> Sul punto, vi fra molti A. ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in *Società*, 2022, VIII e IX, 945 ss. e BENEDETTI, *La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi (o di sopportare) (Aufopferungs o Duldungspflicht)?*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, III, 755 ss.

<sup>306</sup> In argomento v. FERRI JR., *Poteri e responsabilità degli amministratori nel concordato preventivo*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I, 15 e M. CAMPOBASSO (nt. 287), 166; SANFILIPPO, *L'accesso delle società agli strumenti di regolazione. Note mi nime a margine dell'art. 120-bis del codice della crisi*, in *Dir. fall.*, 2023, I, 493. In giurisprudenza sull'in applicazione del nuovo art. 120 *bis* CCII. in forza della quale è stata negata la sussistenza di una giusta causa di revoca degli amministratori, cfr. Trib. L'Aquila, 18 aprile 2023

<sup>307</sup> Non pare che la competenza sulle scelte possa essere oggetto di delega da parte del consiglio, v. in lugo di molti O. CAGNASSO, C.F. GIULIANI, G.M. MICELI, *L'accesso delle società al concordato preventivo*, in *Società*, 2023, VIII, 985 ss..

<sup>308</sup> In merito alla presunta, ma non condivisa, invalidità delle clausole statutarie che riservino ai soci la decisione sull'accesso v. BRIOLINI, *I conflitti tra amministratori e soci in sede di accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza*, in *NDS*, 2023, I, 10 ss. il quale ritiene sia pacifica.

<sup>309</sup> Cfr. SANFILIPPO (nt. 306), 507.

certezza nella gestione delle predette situazioni, - accentua oltre modo l'importanza della sintesi degli interessi che i gestori nel corso del loro mandato sono chiamati ad operare anche nell'ipotesi in cui l'insolvenza sia probabile. In particolare dal momento dell'accesso allo strumento<sup>310</sup> e fino alla conclusione del relativo procedimento i soci non possono revocare gli amministratori se non per giusta causa, la cui sussistenza deve sì essere verificata dal tribunale delle imprese, ma in ogni caso non può essere integrata dal solo fatto che gli amministratori abbiano deciso l'accesso allo strumento, se ne sussistevano le condizioni di legge<sup>311</sup>.

## 5. Interessi perseguiti nella *twilight zone*

Occorre comprendere se la graduale riduzione della discrezionalità gestoria a favore di scelte a tutela del ceto creditorio possa operare anche in una fase antecedente la crisi, oppure se sia legittima l'adozione di comportamenti analoghi a quelli che gli amministratori pongono in essere nella piena solvibilità dell'impresa. Deve premettersi che per la determinazione di eventuali limiti alla discrezionalità gestoria non è dato prescindere dall'individuazione degli interessi che questi devono perseguire e, dunque, stante la ricostruzione compiuta nel presente capitolo, è necessario considerare le risultanze delle analisi condotte con riferimento a quelle "fasi" o "stadi" che delimitano la *twilight zone*: la piena solvibilità e la crisi.

Come esposto con riferimento alla distinzione in "fasi" elaborata dalla dottrina<sup>312</sup> in base alle definizioni di cui art. 2 CCII, la crisi d'impresa si caratterizza per essere una "curva" che, in assenza di scelte oculate, può decrescere fino al verificarsi dell'insolvenza. Al pari di questa, anche la società che ha perso la piena solvibilità e si trova nella *twilight zone*, in mancanza di significative azioni e risposte volte a recuperare lo stadio fisiologico stadio, aumenta il rischio di incorrere in una crisi. Maggiore è il pericolo di giungere ad un peggioramento della situazione e minore sarà la discrezionalità dell'organo gestorio, dovendo quest'ultimo porre in essere condotte che tutelano l'interesse dei creditori al rimborso. Condotte che si differenziano, come meglio si vedrà

---

<sup>310</sup> In questo senso v. F. GUERRERA e M. MALTONI, *La decisione degli amministratori sull'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza delle società (art. 120-bis c.c.i.i.)*, in, *Studio n. 42/2023/I* a cura di Consiglio Nazionale del Notariato, paragrafo 4

<sup>311</sup> Art. 120-bis, comma 4, c.c.i.i. La norma ricalca lo schema dell'art. 2400, secondo comma, c.c., relativo alla revoca dei sindaci. In argomento v. M.S. SPOLIDORO, *I soci dopo l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi*, in *Società*, 2022, V e VI, 1260.

<sup>312</sup> V. fra molti BORDIGA (nt. 61), 38.

nel seguente capitolo, per l'intensità della tutela attuabili rispetto all'ipotesi in cui l'impresa si trovi in una situazione di probabile verifica dell'insolvenza. Tuttavia, pur non essendo le condizioni economico-finanziarie della società in *twilight* gravi come nello stato di crisi - ove si riscontra l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici «a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi» -, ma avendone la potenzialità l'interesse dei creditori sia che la società si posizioni più vicina alla piena solvenza piuttosto che alla crisi, rappresenta sempre un limite esterno alla discrezionalità degli amministratori, la cui tutela varia a seconda delle condizioni della società.

Qualora i soci mirassero esclusivamente a una cieca massimizzazione del profitto, potrebbero essere indotti a mantenere inalterato l'agire della società; tuttavia è ragionevole pensare che in conseguenza dell'evoluzione della disciplina di gestione della crisi, si verifichi una graduale considerazione del rilievo dei segnali di difficoltà che premoniscono l'aggravamento del rischio, al fine di giungere un recupero dell'equilibrio economico-finanziario.

Diversamente, i creditori avranno tutto l'interesse ad evitare un peggioramento della situazione economico-finanziaria e l'adozione da parte dell'organo gestorio delle iniziative volte al recupero della solvibilità tramite la piena funzionalità della società stessa, benché, nel caso in cui il rischio di crisi sia sempre più concreto, il paniere delle scelte attuabili dagli amministratori si riduca, dovendo tendere a prediligere l'adozione di iniziative più conservative. A loro volta i gestori non devono nemmeno ritenere il proprio agire vincolato ad uno stringente obbligo di conservazione dell'integrità del patrimonio, variando, anche in questa ipotesi l'intensità della tutela in base alle condizioni in cui versa l'impresa.

In sintesi, e provando ad utilizzare una metafora, gli interessi dei soci e degli *stakeholders* di un'impresa solvibile sono sì allineati ma, al pari di due strade dotate di corsie parallele, con il verificarsi dei primi sintomi di una difficoltà nell'equilibrio economico-finanziario, queste iniziano gradualmente a divergere per giungere nel momento del manifestarsi della crisi a prendere direzioni diverse. Pertanto gli interessi nel momento in cui l'impresa entra in *twilight zone* sono allineati ma con il graduale peggioramento delle condizioni e l'avvicinamento alla crisi tendono a divergere.

In tale peculiare situazione gli amministratori si trovano in una via di mezzo tra la piena solvibilità e la crisi e sono indotti ad operare un difficile bilanciamento dei vari desiderata, che tuttavia non preclude il perseguimento di una non più totalmente corretta "massimizzazione del valore dell'impresa"; tale condotta dovrà comunque essere

accompagnata dall'assunzione di rischi non sproporzionati o inadeguati rispetto alla situazione concreta in cui si trova la società. Il criterio di condotta che deve guidare le scelte degli amministratori, come per altro meglio si vedrà nel proseguo, è quello della "ragionevolezza": più la *twilight zone* si avvicina alla crisi e più è "ragionevole" pensare che il profilo di rischio delle attività e delle scelte degli amministratori sia minore. Ciò comunque non toglie che la situazione concreta in cui l'impresa è chiamata ad operare possa suggerire l'adozione di operazioni più rischiose, idonee a perseguire l'eventuale recupero dell'equilibrio economico-finanziario<sup>313</sup>. La dottrina "fallimentare" si riferisce alle decisioni assunte dagli amministratori in una fase antecedente alla crisi in termini di "rischio prudente"<sup>314</sup> o "ragionevole"<sup>315</sup>, dalle quali è pensabile attendersi un risultato positivo per la stessa impresa; tale tipologia di rischio è da ritenersi pienamente applicabile alla *twilight zone*.

Da ultimo in ragione della modifica operata all'art. 12 CCII con il "Correttivo *ter*" del Codice della crisi", che ha consentito l'accesso alla composizione negoziata anche ad una fase antecedente alla crisi, si ritiene, che anche ai debitori che si trovino in *twilight zone* possano essere applicati le "regole di comportamento" ricavabili dall'art. dell'art. 4, comma 2, c) e d) CCII, in conformità al già menzionato approccio sostanzialistico.

Sussiste, dunque, nella *twilight zone* un'inversione di proporzionalità tra il perseguimento dell'interesse dei soci e l'avvicinamento della crisi d'impresa: più questa è "lontana" e meno gli amministratori dovranno porre in essere scelte gestorie conservative a tutela del patrimonio. Più la crisi è vicina e più gli interessi di soci e creditori (e degli altri *stakeholders*) si allontanano fino a giungere, con il verificarsi della crisi, ad una situazione di conflitto, per poi riallinearsi nel momento in cui la società insolvente sia sottoposta alla liquidazione giudiziale. In quest'ultimo caso, infatti, soci e creditori sarebbero più favorevoli al conseguimento della massima valorizzazione degli *asset* della società insolvente.

Pertanto, compresi gli oggetti della tutela delle scelte gestorie, occorre individuare quali siano i doveri degli amministratori nella *twilight zone* alla luce del principio di corretta amministrazione.

---

<sup>313</sup>Tali tematiche sono state oggetto di un'approfondita analisi nella pendenza della legge fallimentare da parte della dottrina v. fra molti LUCIANO (nt. 66), 90 e BRIZZI (nt. 78), 162 e 185. Sempre sul punto si v. anche COUWENBERG O., LOUBBEN S., *Solving creditor problems in the twilight zone: superfluous law and inadequate private solutions*, in *Int rew law and econ*, 2013, Vol. 34, 61 ss.

<sup>314</sup> Cfr. A. ROSSI, *Dalla crisi tipica ex CCI alle persistenti alterazioni delle regole di azione degli organi sociali nelle situazioni di crisi atipica*, in *ilcaso.it*, 11 gennaio 2019.

<sup>315</sup> Così LUCIANO (nt. 66), 197 ss.



## CAPITOLO III

### I doveri degli amministratori nella *twilight zone*.

SOMMARIO: 1. Il principio di corretta amministrazione quale limite alla discrezionalità degli amministratori, - 2. La disciplina dell'art. 2086, comma 2, c.c. come "prima" declinazione della corretta amministrazione, - 3. (Segue) Applicazione della *business judgment rule* nella predisposizione degli assetti, - 4. I doveri degli amministratori inerenti all'equilibrio economico-finanziario quali declinazioni del principio di corretta amministrazione, - 4.1. Il dovere di mantenimento della continuità aziendale, - 4.2. L'obbligo eventuale di agire anche in discontinuità, - 5. Le scelte in esecuzione dei doveri gestori nella *twilight zone*, - 5.1 Le iniziative gestorie "interne": l'immissione di nuova finanza e la ripianificazione, - 5.2 Le iniziative gestorie "esterne" di natura finanziaria: i finanziamenti ponte, *debt for equity swap*, operazioni di ristrutturazione del debito - 5.3. Le iniziative gestorie "esterne" di natura non finanziaria: gli accordi "stragiudiziali" e la composizione negoziata.

#### 1. *Il principio di corretta amministrazione quale limite alla discrezionalità degli amministratori*

Dal sistema costituito dal Codice della crisi emerge come la funzione svolta dagli amministratori non è solamente limitata al mero contemperamento dei diversi interessi dei soggetti che interagiscono con l'impresa e che subiscono le conseguenze della perdita dell'equilibrio economico-finanziario che caratterizza l'impresa solvibile, ma è anche di prevenire con un certo grado di certezza quando l'impresa non sarà più in grado di adempiere alle proprie obbligazioni, nonché di evitare che il patrimonio sociale subisca una grave e crescente privazione di valore nella fase che precede l'emersione dell'insolvenza<sup>316</sup>. È lo stesso Unicredit a ribadire l'importanza dell'esatta determinazione del momento in cui sorgono gli specifici obblighi degli amministratori nella *twilight zone* in ragione della posizione che i medesimi assumono nella difficile assunzione di decisioni tempestive volte a mitigare le conseguenze negative sugli interessi dei diversi soggetti che "gravitano" attorno al sistema impresa<sup>317</sup>.

Per poter comprendere e determinare le scelte attuabili dai gestori nella *twilight zone* è necessario non solo identificare i doveri degli amministratori, i quali assumono il ruolo di veri e propri limiti dell'operato dell'organo gestorio e della sua discrezionalità,

---

<sup>316</sup> Cfr. STANGHELLINI (nt. 58), 46 ss.

<sup>317</sup> UNICREDITAL (nt. 74).

ma anche verificare se in questa fase che precede la crisi d'impresa, gli specifici obblighi riconosciuti in capo agli amministratori siano una concretizzazione del principio di corretta amministrazione oppure "operino" sul piano della generale diligenza nella gestione.

Nel precedente capitolo si è esposto che il limite dell'operato degli amministratori nella *twilight zone* è individuabile nell'interesse dei creditori, conclusione che trova il proprio fondamento nel più generale principio di correttezza<sup>318</sup>, inteso come un limite imposto alla discrezionalità degli amministratori che vieta l'adozione di scelte gestorie idonee a arrecare pregiudizio ai terzi che fanno affidamento sulla capacità dell'organizzazione di salvaguardarne gli interessi<sup>319</sup>. Inoltre, conferma che la fonte dei limiti esterni sia rinvenibile nel generale dovere di correttezza si ricava anche dalla dottrina<sup>320</sup> che assimila gli obblighi degli amministratori di società al crepuscolo a quelli di corretta gestione imprenditoriale che incombono sulla capogruppo<sup>321</sup> e, dunque, limiti esterni agli ordinari doveri organici degli amministratori. Sempre nell'ottica di una specificazione del contenuto del principio in parola, vi è anche chi colloca il medesimo fra le clausole generali del diritto societario assieme alla diligenza di cui all'art. 2392 c.c., ricostruendola in base a due elementi, dati dalla natura dell'incarico e dalle specifiche competenze del soggetto. La prima di queste caratteristiche attribuisce rilievo al rapporto tra gli amministratori e la società ed in particolare a qualsiasi fattore oggettivo dell'impresa, comprese le circostanze che caratterizzano il contesto in cui la stessa opera<sup>322</sup>. Tuttavia, il principio di corretta amministrazione, pur venendo spesso sovrapposto in letteratura al dovere di diligenza<sup>323</sup>, oltre ad essere interpretato come obbligo degli amministratori di tenere conto delle scienze economiche nella gestione dell'impresa e nel perseguimento degli interessi dei soci<sup>324</sup>, deve essere tenuto distinto dalla stessa diligenza, essendo a propria volta fonte di norme di comportamento che

---

<sup>318</sup> Cfr. PRESCIANI, *Voce "Aspetti organizzativi d'impresa"*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche – sezione Commerciale (Aggiornamento IX)*, Milano 2022, 8.

<sup>319</sup> Sul punto v. GINEVRA, *Identità rilevanza della persona giuridica alla luce del d.lgs. n. 231/2001*, in *Riv. Soc.*, 2020, I, 101.

<sup>320</sup> V. MUCCIARELLI (nt. 54), 704 e 705.

<sup>321</sup> V. ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di P.G. Jaeger Av.Vv*, Milano, 2010, 61 ss.

<sup>322</sup> In questo senso v. LUCINAO (nt. 66), 80 ss.

<sup>323</sup> Cfr. PRESCIANI (nt. 318), 9.

<sup>324</sup> In questo senso, IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. dir. soc.* 2011, II, 358 ss.; ID., *Aspetti adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 66 e MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nelle società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Impresa, società di capitali e mercati finanziari*, a cura di Montalenti, Torino, 2017, 190;

arricchiscono in via interpretativa il tessuto normativo mediante enucleazione di doveri impliciti<sup>325</sup>, la cui violazione integrerebbe un comportamento illegittimo consistente in un'irregolarità della gestione. Ne consegue che la diligenza viene ridimensionata a criterio di valutazione dell'operato degli amministratori nell'adempimento delle prestazioni a cui sono tenuti, escludendo che la stessa possa costituire fonte od oggetto di un obbligo ovvero del contenuto della prestazione dedotta in un'obbligazione<sup>326</sup>. L'obbligo di correttezza previsto in capo agli amministratori incide, dunque, in modo determinante non solo sul profilo dinamico della gestione, ma anche nelle scelte discrezionali dell'impresa, costituendo, a differenze della diligenza, un limite alla discrezionalità degli amministratori nonché una fonte di obblighi.

Al fine di rendere più chiara la determinazione dei doveri in capo agli amministratori in quella particolare fase che è la *twilight zone*, occorre premettere come in dottrina i c.d. “doveri generici” che guidano e vincolano l'operato degli amministratori, vengono tradizionalmente distinti tra il dovere di gestione diligente (*duty of care*) e quello di perseguire l'interesse sociale (*duty of loyalty*)<sup>327</sup>; distinzione che non viene ritenuta univoca, in particolar modo nel contesto della corporate governance americana, con riferimento al contenuto dei singoli doveri e alla verificabilità dei medesimi. Il dovere degli amministratori di “*acting with reasonable care*” pur imponendo di assumere le decisioni con prudenza e diligenza, delinea uno *standard* di condotta che attribuisce particolare rilievo in punto di responsabilità dei gestori andando a delimitare le fattispecie che ne costituiscono la fonte. Mentre, quindi, tale categoria attiene alle modalità con cui gli amministratori devono gestire la società, incidendo sulla qualità e lo sforzo profuso dagli stessi, il *duty of loyalty*, secondo una nota storica pronuncia del Delaware<sup>328</sup> troverebbe il proprio fondamento nella posizione di fiducia e “confidenza” (*trust and confidence*) degli amministratori nei confronti dei soci della quale non dovrebbero

---

<sup>325</sup> Cfr. CAPRARA, *I principi di corretta amministrazione. Struttura, funzioni e rimedi*, Torino, 2021, 22 ss.

<sup>326</sup> Cfr. IRRERA, Gli obblighi (nt. 324), 8, il quale a nota 26 richiama F. VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003, 23 ss. e prec. 31.

<sup>327</sup> Cfr. MUCCIARELLI (nt. 54), 698 il quale a nota 1 richiama per una ricostruzione generale ed accurata della distinzione in parola CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di V. Costi, 2019, Tomo 4, 275 ss. Si veda anche Inoltre, in dottrina si era diffusa anche una terza categoria il c.c. *duty to act in good faith*, il cui riconoscimento da parte della giurisprudenza avrebbe consentito di sanzionare anche quelle condotte non inquadrabili come violazione delle due tradizionali categorie di dovere, in merito v. fra molti v. EISENBERG, *The Duty of Good faith in Corporate Law*, in *Delaware J. Corp. L.*, 2006, 27 ss., tuttavia tale dovere è stato ricondotto dalla Corte Suprema del Delaware (*Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. S.C. 2006) al *duty of loyalty*. Sul punto si v. *Jeter v. Revolutionwear, Inc.*, LEXIS 106 (Del. Ch. 2016).

<sup>328</sup> *V.Guth v. Loft. Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).

abusare<sup>329</sup>. Ne consegue che tutte quelle operazioni in cui gli amministratori siano portatori di un interesse personale contrario o incompatibile sia con quello dei soci che della società devono ritenersi in violazione del predetto divieto, il quale, imporrebbe agli amministratori di prestare una “*true faithfulness and devotion to the interests of the corporation and its shareholder*”<sup>330</sup>.

La distinzione dei doveri in esame non ha impedito di evidenziare una sorta di “gerarchia” fra i medesimi in ragione del diverso numero di *cases* e questioni che risultano essere approdate innanzi alle Corti, tanto da indurre una risalente dottrina a ritenere che il *duty of care* dovrebbe essere abolito mentre quello di *loyalty* rafforzato<sup>331</sup>. A prescindere dalle considerazioni mosse da tempo dalla dottrina americana con riferimento alle due categorie in parola e alla difficoltà di ricondurre nelle medesime gli obblighi dei gestori, il primo fra i specifici doveri a cui sono tenuti gli amministratori, con riferimento alla crisi d’impresa e alla *twilight* è quello di valutare e misurare la verificabilità di un evento pregiudizievole (c.d. *risk assessment*) di per sé percepibile esclusivamente in termini probabilistici.

Primo esempio sono gli obblighi di monitoraggio e pianificazione finanziaria, i quali costituiscono di per sé un limite all’operato degli amministratori nonché una prima, se si vuole implicita, forma di tutela degli interessi degli stessi creditori<sup>332</sup>. Questi doveri si sostanziano in quello che la dottrina definisce un articolato insieme di misure e impegni, strettamente collegati, volti alla salvaguardia dell’efficacia e dell’efficienza della garanzia patrimoniale sul piano funzionale<sup>333</sup>, i quali risulterebbero conformi alla prospettiva di operatività del principio di responsabilità patrimoniale introdotto dal Codice della crisi; prospettiva realizzata attraverso l’adozione di strumenti idonei sia alla rilevazione della crisi sia a evitare o a circoscrivere il pregiudizio che dalla insufficienza patrimoniale può derivare ai creditori.

---

<sup>329</sup> Sul punto v. R.C. CLARK, *Corporate Law.*, Boston-Toronto, 1986, 143 ss

<sup>330</sup> Leading case: *Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A. 2d 27 (Del. S.C. 2006), in dottrina v. fra molti A. S. GOLD, *The New Concept of Loyalty in Corporate Law*, in U.C. *Davis law review*, vol. 43, 2009, 457 ss., spec. 462.

<sup>331</sup> In argomento più di recente v. VELASCO A Defense of the Corporate Law Duty of Care, in *J. Corp. L.*, 2015, p. 653 ss.

<sup>332</sup> Cfr. STRAMPELLI (nt. 73) p. 617 ss.

<sup>333</sup> Cfr. INZITARI (nt. 3), 12 ss.

## 2. La disciplina dell'art. 2086, comma 2, c.c. come “prima” declinazione della corretta amministrazione

Per opinione largamente diffusa in dottrina il principio di corretta amministrazione trova la sua principale esplicazione nell'obbligo di dotare l'impresa organizzata in forma societaria (o collettiva) di adeguati assetti<sup>334</sup> organizzativi ai sensi del secondo comma dell'art. 2086 c.c.<sup>335</sup>. Tale obbligo può ritenersi come uno dei più chiari esempi del recepimento da parte dell'ordinamento dello stesso approccio *forward-looking* adottato dalla Direttiva Insolvency per la prevenzione della crisi, espresso dall'art. 3. Quest'ultima disposizione, infatti, precisa come i debitori debbano avere accesso a strumenti di allerta precoce, idonei non solo ad individuare quelle situazioni che potrebbero potenzialmente comportare una probabilità di insolvenza, ma anche a segnalare l'esigenza di adottare, senza indugio, le necessarie misure<sup>336</sup>. Inoltre, esse non devono portare, ai sensi dell'art. 19, comma 1, lett. c), all'adozione di condotte che mettano a repentaglio la redditività e la sostenibilità economica dell'impresa e ovvero la possibile sua ristrutturazione<sup>337</sup>.

Il recepimento di tale impostazione ha portato l'introduzione dell'art. 3 CCII, il quale, in coordinato disposto con il secondo comma dell'art. 2086 c.c.<sup>338</sup>, ha costituito un complesso articolato di dispositivi prudenziali, il cui primario obiettivo è da ricondurre alla tutela della tempestività di intercettazione della crisi e della perdita di continuità aziendale<sup>339</sup>. Peraltro, è il terzo comma dell'art. 3 CCII a precisare che l'analisi che il

---

<sup>334</sup> Vasta è la dottrina sul tema, per una ricostruzione della disciplina v. FORTUNATO, *Assetti organizzativi dell'impresa nella fisiologia e nella crisi*, in *Giur. Comm.*, 2023, VI, 901 ss., HOUBEN, *Assetti patrimoniali (non manifestamente in)adeguati, doveri degli amministratori e (nuovo) art. 3, co. 3, lett. A, Codice della Crisi d'Impresa*, in *Banca borsa. tit. cred.*, 2023, I, 106 ss., BENEDETTI, *Gli « assetti organizzativi adeguati » tra principi e clausole generali. Appunti sul nuovo art. 2086 c.c.*, in *Riv. soc.*, 2023, V e VI, 964 ss.; RANALLI, *La declinazione degli assetti adeguati a prevedere la crisi e le tecniche di valutazione del rischio di crisi nel CCII*, in *Riv. soc.*, 2022, V, 1157 ss., INZITARI (nt. 3), 9 ss., BENEDETTI, *L'applicazione della business judgment rule alle decisioni organizzative: spunti giurisprudenziali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, II, 284 ss.; GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2021, IV, 552 ss., ID e PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati, ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civ.*, 2019, V, 1209 ss., BENAZZO, *Il Codice della crisi di impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ar fai dell'allerta diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2019, II e III, 281 ss. e BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgement rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, II e III, 413 ss.;

<sup>335</sup> Si v. anche PRESCIANI (nt. 318), 8, la quale parla dell'obbligo di adeguatezza degli assetti come un “precipitato” del principio di correttezza.

<sup>336</sup> Sul punto si v. in luogo di molti L. BENEDETTI, *L'organo gestorio fra interesse dei soci e interessi «altri»: prime considerazioni sui principi della direttiva riguardante i preventive restructuring frameworks*, in *Studi in onore di P. Montalenti*, 2023, 1878 ss e STRAMPELLI, *La disciplina europea dei doveri degli amministratori nella società in crisi: problemi e prospettive*, in *Rivista ODC*, 2020, 723 ss.

<sup>337</sup> Sul punto v. GALLETTI (nt. 12), 61.

<sup>338</sup> Articolo novellato dall'art. 375 CCII.

<sup>339</sup> Cfr. BASTIA, *Creditori pubblici qualificati e fisco le segnalazioni dei creditori pubblici qualificati nel sistema informativo aziendale*, in *Quaderni di Rist. az.*, 2024, III, 23 ss.,

debitore deve condurre è finalizzata a prevedere «tempestivamente l'emersione della crisi d'impresa»; dunque, una capacità predittiva dell'eventuale insorgenza di una situazione di crisi e l'individuazione dei primi segnali di difficoltà, più che una pronta risposta da parte degli amministratori. Tale impostazione è parsa, a parte della dottrina, coincidere con la rilevanza che la scienza aziendalistica attribuisce ai c.d. *weak signals*<sup>340</sup>, vale a dire indizi predittivi idonei a cogliere fenomeni critici in maniera anticipatoria, consentendo una diagnosi precoce dei medesimi. Ulteriore disposizione del Codice della crisi da cui si che recepisce l'approccio *forward-looking* della Direttiva, oltre ai già analizzati artt. 4 e 12 CCII, è l'art. 25 *novies* CCII, dal quale assieme al precedente art. 25 *octies* e al successivo 25 *decies* CCII, si evincerebbe la sussistenza di un'ulteriore fonte di indici di allerta indotti da soggetti esterni al *management* dell'impresa. Peraltro, l'utilizzo di tale tipo di informazioni non costituisce una novità, essendo la stessa letteratura manageriale ad averne riconosciuto non solo l'importanza, nell'ottica di consentire un'efficace allerta e rilevamento dei rischi, ma anche la coerenza con la concezione dell'azienda come "sistema aperto"<sup>341</sup>. Apertura e, dunque, interazione con una molteplicità di soggetti, fra i quali i creditori pubblici qualificati, che, per quanto prevede l'art. 25 *novies* CCII<sup>342</sup>, segnalano mancati adempimenti in un'ottica prettamente preventiva e di rilevazione precoce, andando a costituire un sistema di allerta atipica rispetto al sistema delle rilevazioni previste dal legislatore nel Codice della crisi, in quanto costituisce un intervento non solo extraaziendale ma anche eventuale. Tale segnalazione si risolve in una sollecitazione agli organi sociali, la quale qualora rimanesse priva di riscontro non sarebbe accompagnata da iniziative ulteriori da parte dei creditori pubblici qualificati. Circostanza, quest'ultima in contrasto con l'originario art. 15 del d.lgs. n. 14 del 2019, che prevedeva in caso di inerzia degli organi della società debitrice l'obbligo di procedere senza indugio alla segnalazione all'OCRI, con attivazione del relativo percorso. Ulteriori rilevazioni esterne provenienti da soggetti che non fanno parte dell'organizzazione dell'impresa sono quelle effettuate da istituti di credito ed altri intermediari finanziari che, in adempimento ai propri doveri ex art. 25 *decies* CCII<sup>343</sup>, danno notizia al debitore e agli

---

<sup>340</sup> Caposaldo della dottrina in merito v. ANSOFF, *Managing Strategic Surprise by Response to Weak Signals*, in *California Management Review*, Winter, Vol. 18, n. 2, 1975, 21 ss.

<sup>341</sup> In questo senso e con riferimento alle interazioni con l'ambiente esterno dell'azienda v. in luogo di molti SCIARELLI, *Il sistema d'impresa*<sup>4</sup>, Padova, 1988.

<sup>342</sup> Per un commento sulla disposizione v. M. E PALLOTTA, *Sub. art. 25 novies*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di Maffei Alberti e Speranzin, Milano, 2023, 18-191 ss.

<sup>343</sup> Per un commento v. M. E PALLOTTA, *Sub. art. 25 decies*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di Maffei Alberti e Speranzin, Milano, 2023, 191 ss.

organi di controllo, ove presenti, del verificarsi di “variazioni in senso peggiorativo, sospensioni o revoche degli affidamenti” sempre nel limite delle informazioni a loro disposizione<sup>344</sup>. In un’ottica di confronto, la considerazione di come da un lato siano rinvenibili delle similitudini fra le due disposizioni da ultimo richiamate - non essendo contemplate per l’omissione delle *allerte soft* alcuna sanzione da parte di coloro che sono chiamati ad effettuarla - e dall’altro lato il riferimento letterale alle “variazioni in senso peggiorativo” di cui all’art. 25 *decies* CCII impongono un’interpretazione estensiva che porta ad annoverare la “modifica” dell’entità del rischio assunto dalla banca o dall’intermediario fra i segnali della sussistenza di condizioni di “squilibrio patrimoniale o economico finanziario” che rendono probabile la crisi o l’insolvenza.

Ultimo, non per importanza, di quella triade di disposizioni che trattano degli c.d. indizi esterni al management, è l’art. 25 *octies*<sup>345</sup> CCII, il quale impone all’organo di controllo societario e al soggetto incaricato della revisione legale, l’obbligo di effettuare all’organo amministrativo una segnalazione motivata e per iscritto in merito alla sussistenza dei presupposti per la presentazione dell’istanza di composizione negoziata assegnando un termine, non superiore a trenta giorni, affinché i gestori riferiscano in merito alle iniziative intraprese. Tuttavia, a differenza di quanto previsto dall’originaria versione del secondo comma dell’art. 14 CCII, non grava più in capo agli organi di controllo e revisione l’obbligo di informare senza indugio l’OCRI in caso di omessa o inadeguata risposta o adozione delle misure necessarie per il superamento dello stato di crisi. Tale dovere determinava, infatti, il rischio che i soggetti tenuti ad effettuare la segnalazione potessero esercitare i loro poteri di allerta in modo abusivo al solo fine di preconstituirsì un’esenzione di responsabilità.

Le citate diverse tipologie di segnalazioni previste dall’attuale versione del Codice della crisi effettuate da soggetti esterni all’impresa assumono rilievo pressoché centrale nella valutazione operata dall’organo amministrativo, in tal modo viene indotto ad assumere idonei provvedimenti, fra cui, come meglio si vedrà, l’accesso in via tempestiva alla composizione negoziata della crisi.

L’impostazione di una visione predittiva della crisi e dell’insolvenza articolata dal Codice e dalle modifiche introdotte al diritto societario pone l’adozione di un sistema di

---

<sup>344</sup> In questo senso SPIOTTA, *Business judgment rule: se e cosa cambierà dopo la “miniriforma” del 2021 confluita nel d.lgs. n. 14/2019?*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2022, III 696 e 697.

<sup>345</sup> Per un commento v. P. BORTOLUZZI, *Sub. art. 25 octies*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d’impresa ed insolvenza*, a cura di Maffei Alberti e Speranzin, Milano, 2023, 74 ss.

monitoraggio volto a far fronte alla necessità di un'anticipazione delle reazioni degli amministratori all'eventuale rischio del verificarsi di una crisi d'impresa. Dovere rinvenibile nella stessa *Aktiengesetz* al § 91(2), avendo il legislatore tedesco esplicitato come l'istituzione da parte del *Vorstand* di un sistema di monitoraggio rientri in quelle appropriate misure che consentono una rilevazione precoce degli sviluppi che potrebbero mettere in pericolo la sopravvivenza della società stessa. Il passo successivo rispetto al rilevamento della situazione è l'adozione di quelle c.d. contromisure che costituisce, ai sensi del § 1 StaRUG, un obbligo in capo al *Geschäftsleiter* unitamente così come quello di informare immediatamente gli organi deputati alla vigilanza sulla gestione garantendone l'eventuale coinvolgimento.

Tali disposizioni paiono, infatti, richiamare l'impostazione dell'attuale secondo comma dell'art. 2086 c.c., il quale precisa il contenuto del dovere di gestione della crisi, distinguendo due "fasi": la prima di natura prettamente istruttoria e prodromica di rilevazione degli eventuali segnali di dissesto, l'altra caratterizzata dalla scelta delle modalità di reazione idonee al superamento delle tensioni riscontrate<sup>346</sup>.

In primo luogo l'amministratore deve adottare ogni opportuna cautela, compiere una verifica di carattere preventivo, nonché di strutturare in modo adeguato l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, al fine di assumere le informazioni rilevanti disponibili<sup>347</sup> per la rilevazione tempestiva della crisi e della perdita della continuità aziendale (art. 3, comma 2 CCII). Tuttavia, come osservato da autorevole dottrina<sup>348</sup>, delle varie categorie di assetti che la norma prevede vengono in rilievo, in funzione del predetto obiettivo, essenzialmente quello contabile, il quale comporta sotto in profilo prettamente operativo che, ai sensi del terzo comma dell'art. 3 CCII, dai documenti dell'impresa sia possibile non solo desumere eventuali squilibri patrimoniali o economico finanziari, ma anche verificare la possibilità di pagamento alle scadenze dei debiti, almeno in un orizzonte annuale, nonché ricavare le informazioni necessarie per l'utilizzo della lista di controllo particolareggiata e del test di risanabilità di cui all'articolo 13, comma 2, CCII. Questi ultimi vengono intesi come strumenti che determinano una procedimentalizzazione del percorso che dovrebbe condurre alla rilevazione della crisi

---

<sup>346</sup> Cfr. BORDIGA (nt. 61), 26 e 27.

<sup>347</sup> Cfr. LUCIANO (nt. 66), 31 e 32.

<sup>348</sup> Sul punto v. GINEVRA, (nt. 92), 2, il quale precisa come l'assetto contabile presupponga l'elaborazione periodica di un bilancio, un piano finanziario e accertarsi che nella contabilità siano presenti i dati della lett. c del terzo comma dell'art. 3 CCII, cioè il piano di cassa "rolling" ossia il documento che mostri la continua capacità di pagamento dei debiti nell'orizzonte annuale.

d'impresa attraverso un'analisi non solo delle eventuali criticità, ma anche della prospettiva di recupero, al fine di indurre il debitore e i gestori a ponderare le decisioni<sup>349</sup>. È possibile, dunque, in generale osservare come con l'introduzione del secondo comma dell'art. 2086 c.c. il legislatore abbia introdotto un sistema basato sull'adozione obbligatoria di una rete di comportamenti funzionali alla prevenzione della crisi e dell'insolvenza<sup>350</sup> nel cui ambito gli assetti organizzativi, contabili e amministrativi, pur non rientrando nella categoria degli strumenti di allerta, costituiscono mezzi idonei<sup>351</sup> per conseguire l'obiettivo di cui all'art. 3, comma 2, CCII. Dai predetti mezzi devono essere tenuti distinti gli assetti societari<sup>352</sup>, i quali a differenza di quelli organizzativi non riguardano il contenimento delle esternalità negative dell'impresa, che certa dottrina definisce in termini di conciliazione tra produzione comune e utilità sociali, attenendosi piuttosto alle regole dell'attività produttiva e della razionalità interna<sup>353</sup>. Tuttavia, gli assetti societari non solo possono avere riflessi nel controllo dei rischi aziendali, ma anche precisano i confini entro i quali il potere fiduciario conferito agli amministratori dai soci deve muoversi, in quanto caratterizzano una determinata condotta come momento del valido processo di imputazione all'organizzazione. Al contrario, la regolamentazione dell'organizzazione aziendale dà per presupposta la riferibilità fiduciaria dell'azione al potere gestorio e si occupa in termini diretti dei modi di esercizio di tale potere, in particolare sul fronte dell'*agency relation* costituito dai rapporti della società con i terzi<sup>354</sup>.

Come anticipato, l'adeguatezza dell'assetto è configurabile in dottrina sia quale specifica derivazione del canone di "buona amministrazione" a cui deve sempre conformarsi la funzione gestoria<sup>355</sup>, sia come un dovere-mezzo rispetto ai doveri

---

<sup>349</sup> Sul punto v. sempre Bordiga (nt. 61), 32

<sup>350</sup> Cfr. GALLETTI (nt. 12), 80 e 81.

<sup>351</sup> Cfr. S. MASTURZI, *Le misure di prevenzione della crisi e i controlli nel sistema del l'allerta*, in *Dir. fall.*, 2020, I, 1067 ss.

<sup>352</sup> Sulla distinzione tra assetti societari e aziendali v. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutarie delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Rivista OC.*, II, 2017, 46.

<sup>353</sup> Cfr. GINEVRA, (nt. 334), il quale con riferimento alla distinzione tra assetti societari e aziendali osserva come i primi «concernono il tema dell'*an* dell'imputazione di dati comportamenti all'organizzazione societaria, mentre ciò non può predicarsi per le regole aziendali, le quali paiono riguardare unicamente il *quomodo* di una tale medesima imputazione, avendo riguardo specificamente al suo esprimersi nell'attività d'impresa»

<sup>354</sup> Sulle diverse possibili contrapposizioni di interessi nei rapporti societari, ARMOUR, HANSMANN E KRAAKMAN, *Agency Problem and Legal Strategies*, in *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, AA. VV., Oxford, 2017, 29 ss. e GINEVRA, *La società per azioni: fattispecie economica e rilevanza giuridica*, in *Diritto commerciale. III. Diritto delle società*, a cura di M. Cian, Torino, 2020, 180 ss.

<sup>355</sup> LUCIANO (nt. 66), 84, il quale a nota 74 riprende il pensiero di MONTALENTI *I doveri degli amministratori degli organi di controllo e della società di revisione nella fase di emersione della crisi*, in *Diritto societario*

informativi, in ragione dell'impostazione codicistica di prevalenza della necessità di dotare la società di un sistema conoscitivo preliminare della situazione di crisi. Ne consegue che un assetto organizzativo, amministrativo e contabile, è adeguato qualora garantisca una puntuale, tempestiva rilevazione non solo della crisi ma anche dei profili di rischio per la prosecuzione dell'attività sociale<sup>356</sup>, così da consentire agli amministratori di attivarsi, sempre senza indugio, nella determinazione delle condotte più idonee. Si avrà, invece, sempre alla luce combinato disposto degli artt. 2086, comma 2, c.c. e 3, comma 3 e 4, CCII, un giudizio d'inadeguatezza degli assetti qualora le procedure organizzative prescelte dagli amministratori siano prive di forme di monitoraggio e rilevazione degli indici e segnali con il rischio di una tardiva percezione del dissesto<sup>357</sup>. Tratto, quindi, ineludibile dell'adeguatezza degli assetti è la sussistenza di protocolli e sistemi di allarme idonei a captare i predetti segnali nonché ad avvisare gli amministratori dell'ingresso dell'attività in una fase patologica ai primi stadi. Tuttavia l'esito di un giudizio positivo sull'adeguatezza non potrà aversi se non in presenza di una struttura compatibile alle dimensioni della società, tenendo conto della natura, delle dimensioni e delle modalità di perseguimento dello stesso oggetto sociale, come espressamente previsto al quinto comma dell'art. 2381 c.c.<sup>358</sup>.

Da ultimo si noti come, la più volte citata necessità di un graduale perseguimento degli interessi dei creditori nella *twilight zone* può trovare una forma di tutela nello stesso obbligo di istituire assetti adeguati, in particolare quelli contabili, i quali dovranno essere implementati al fine di conseguire una tempestiva previsione dell'insorgenza della crisi,

---

*e crisi d'impresa*, a cura di Tombari, Torino, 2014, 45 ss. V. anche RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013, 669 ss.

<sup>356</sup> V. anche MONTALENTI *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Riv. soc.*, 2013, 71 ss.

<sup>357</sup> Cfr. Bordiga (nt. 61), 32.

<sup>358</sup> Sul punto si v. fra molti ARATO, *I doveri degli amministratori per prevenire e Gestire la Crisi o l'Insolvenza*, in *Quaderni di rist. az.*, 2024, III, 4 ss. Inoltre, una più chiara indicazione delle caratteristiche e finalità degli assetti è possibile rinvenire nel documento 7.7.2023 del CNDCEC, in particolare a pagina 10, in cui espressamente viene indicato come il singolo assetto debba «• dia evidenza dell'organizzazione gerarchica; • presenti un organigramma aziendale con chiara identificazione delle funzioni, dei compiti e delle linee di responsabilità; • dia evidenza dell'attività decisionale e direttiva della società da parte dell'amministratore delegato nonché dei soggetti ai quali sono attribuiti i relativi poteri; • includa procedure che assicurano l'efficienza e l'efficacia della gestione dei rischi e del sistema di controllo, nonché la completezza, la tempestività, l'attendibilità e l'efficacia dei flussi informativi anche con riferimento alle società controllate; • comprenda procedure che assicurino la presenza di personale con adeguata professionalità e competenza a svolgere le funzioni assegnate e che garantiscano un ordinato e regolare andamento della gestione; • preveda chiare direttive e procedure aziendali, loro aggiornamento ed effettiva diffusione», per poi ulteriormente precisarsi come il medesimo possa definirsi adeguato qualora permetta «• la completa, tempestiva e attendibile rilevazione contabile e rappresentazione dei fatti di gestione; • la produzione di informazioni valide e utili per le scelte di gestione e per la salvaguardia del patrimonio aziendale; • la produzione di dati attendibili per la formazione del bilancio d'esercizio».

dovendo, peraltro, essere strutturati e calibrati in modo da consentire un'adeguata e costante informazione all'organo amministrativo, indipendentemente dalle peculiarità che caratterizzano quella curvatura della situazione economico-finanziaria che conduce alla crisi<sup>359</sup>.

### 3. (segue) Applicazione della business judgment rule nella predisposizione degli assetti

Le riflessioni dottrinali in merito al dovere di predisposizione di assetti adeguati ai sensi del secondo comma dell'art. 2086 c.c. non hanno riguardato in modo esclusivo il rapporto sussistente tra i medesimi e il principio di corretta amministrazione, in quanto una primaria questione, avente forte rilevanza pratica attiene alla sindacabilità o meno delle scelte gestorie nella predisposizione degli stessi. Deve, tuttavia, distinguersi quest'ultima ipotesi dall'eventuale inadempimento dei gestori al predetto dovere, in quanto una condotta in violazione di un obbligo, quale quello del secondo comma dell'art. 2086 c.c., non può che considerarsi *contra legem*, con l'effetto non solo di essere fonte di responsabilità in capo agli stessi amministratori, ma anche di escludere l'applicazione della *business judgment rule*<sup>360</sup> (d'ora in poi, per brevità, anche *BJR*). Per contro, la conferma della sussistenza di una responsabilità in capo agli amministratori per l'ipotesi di inadeguata organizzazione degli assetti si riscontra nella giurisprudenza di merito<sup>361</sup> che riconduce tale fattispecie ad una grave irregolarità ex art. 2409 c.c. in quanto violazione di uno specifico dovere. Inadempimento che, come rilevato dalla stessa dottrina, presenta delle difficoltà con riferimento alla quantificazione del danno derivante dalla mancanza di assetti, non essendo agevole l'individuazione del nesso di causalità<sup>362</sup>.

---

<sup>359</sup> In argomento si v. GINEVRA (nt. 334), 560 e 561, il quale precisa che «gli assetti contabili devono essere oggi strutturati - alla stregua del combinato disposto degli artt. 2086 e 2381 c.c. - per cadenzare i tempi dell'informazione al consiglio in modo variabile, ossia parametrato al momento e ai fatti vissuti dall'impresa esercitata»

<sup>360</sup> Definizione spesso citata dalla dottrina è quella di SHADE-EPSTEIN, *Business Structure in a Nutshell*, St. Paul, 2003, 209, per il quale la *BJR* si baserebbe sulla constatazione per cui «on a policy of leaving business decisions to business people». Si ricorda che la regola è stata applicata per la prima volta dalla risalente decisione della Corte Suprema del Rhode Island *Hodges v. New England Screw Co.*, 3 R.I. 9, 18 (1853). Vasta è la letteratura, anche italiana, sul tema v. in luogo di molti. Si v. SCOTTI CAMUZZI, *Note sull'importazione nel diritto italiano, dal diritto statunitense, della "Business Judgment Rule"*, in *Foro. pad.*, 2015, 467 ss., AA.VV., *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice. Un'analisi comparatistica della Business Judgment Rule*, a cura di Amatucci, Milano, 2014, 29 ss. e SEMEGHINI, *Il dibattito statunitense sulla business judgment rule: spunti per una rivisitazione del tema*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, II, 206 ss.

<sup>361</sup> V. in luogo di molti App. Venezia, 29 novembre 2022, in *dirittodellacrisi.it* App. Bologna, 18.11.2022, in *ilcaso.it*; Trib. Catanzaro, 6 febbraio 2024, *ilcaso.it* e Trib. Milano, 3.12.2020, in *ilcaso.it*.

<sup>362</sup> Cfr. ARATO, (nt. 358), 8.

Preso atto dell'esclusione dell'applicabilità della *BJR* con riferimento al dovere di predisposizione degli assetti, che le scelte attinenti al contenuto dei medesimi siano o meno riconducibili ad atti dell'organizzazione o ad atti di organizzazione<sup>363</sup> rappresenta il principale nodo interpretativo, essendo le condizioni applicative della *BJR* distinte dalla dottrina a seconda che attengano alla decisione imprenditoriale o alla fase istruttoria che la precede<sup>364</sup>.

La predetta analisi attiene, dunque, all'eventuale responsabilità dell'amministratore che abbia sì istituito gli assetti, ma adottato procedure e misure che si siano rilevate *ex post* inadeguate a prevenire tempestivamente la crisi, il che pone il dubbio se il contenuto delle predette decisioni possa o meno essere sindacabile. Il tentativo di rispondere al quesito ha determinato il formarsi di due distinti orientamenti, l'uno favorevole all'applicabilità della *business judgment rule* e l'altro contrario.

Sono riconducibili al primo filone le opinioni di quella parte della dottrina<sup>365</sup> che riconosce la riferibilità dei principi normativi posti dalla *BJR* non solo alle decisioni gestorie, ma anche a quelle concernenti l'organizzazione della società e, dunque, alla strutturazione dell'assetto amministrativo, organizzativo, contabile. Di pari avviso sono coloro che, nell'analizzare gli obblighi di diligenza ricavabili dal disposto degli artt. 3 CCII e art. 2086, comma 2, c.c., ritengono che i medesimi non confliggano con la regola della *business judgment rule*, stante l'estraneità dello strumento al dovere di dare attuazione al rapporto obbligatorio secondo le modalità e i criteri descritti nelle predette disposizioni, comunque dettate dalle regole tecniche connesse all'attività professionale di amministrazione<sup>366</sup>. Ulteriori argomenti a favore del riconoscimento del beneficio della *safe harbour*, pertanto della non sindacabilità delle scelte gestorie, vengono portati da coloro che ritengono che nella determinazione del contenuto degli assetti gli

---

<sup>363</sup> Sul punto v. DI CATALDO, *Dimensioni minime per il dovere di creare assetti e valutazione della diligenza nella loro creazione*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di O. Cagnasso*, a cura di Irrera, Torino, 2020, 573: «la creazione di assetti, oltre che atto di organizzazione, è anche un atto dell'organizzazione, visto che essa compete agli amministratori, cioè a coloro che costruiscono e manovrano l'organizzazione».

<sup>364</sup> Cfr. LUCIANO (nt. 66), 152.

<sup>365</sup> Cfr. LUCIANO (nt. 66), 156, il quale precisa come l'applicazione della *BJR* sia imposta dall'incertezza e dalla complessità della funzione economica e dalla necessità di evitare che gli amministratori siano danneggiati da giudizi condizionati da *hindsight bias*.

<sup>366</sup> Cfr. INZITARI (nt. 3), 13, in particolare nota 14, che richiama Cass. sez. I, 4 luglio 2018, n. 17494. Prima delle recenti modifiche apportate al codice, si erano espressi nel senso di una sostanziale applicazione del principio di insindacabilità: CIAN (nt. 288), 1166 ss., RORDORF, *I doveri dei soggetti coinvolti nella regolazione della crisi nell'ambito dei principi generali del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fall.*, 2021, 594 e FORMISANI, *Business judgement rule e assetti organizzativi: incontri (e scontri) in una terra di confine*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, II, 479 ss. Mentre in giurisprudenza v. Trib. Roma, 15 settembre 2020, in *Dejure*; Trib. Roma, 8 aprile 2020, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 278 ss.

amministratori compiano delle valutazioni che implicano la stima e prevenzione di un evento, alla luce di un certo livello di assunzione del rischio e di una data valutazione dei costi accettabili, operando nel contesto di un ventaglio di scelte alternative possibili e discrezionali<sup>367</sup>.

Contraria, invece, al riconoscimento dell'applicazione della *BJR* alle scelte relative al contenuto degli assetti è quella parte della dottrina che sulla scorta della considerazione che la predisposizione dei medesimi debba avvenire secondo diligenza - in quanto parametro da osservare in relazione all'adempimento di qualunque obbligo dei gestori e più a monte di quello di corretta amministrazione - ritiene come tale regola sia destinata a trovare applicazione nelle ipotesi in cui sia in questione l'osservanza del dovere di efficiente perseguimento dell'interesse lucrativo, avente come premessa l'adozione di scelte non sindacabili *ex post* attinenti al rischio, pena lo stallo della gestione<sup>368</sup>. Secondo tale ricostruzione, l'unica discrezionalità che potrebbe ammettersi è quella tecnica - inerente ai rischi interni all'attività sociale e alle modalità con cui ammortizzarli, in quanto minore sarebbe la libertà di cui godono i gestori - ma non quella afferente al grado di adeguatezza che gli amministratori intendono adottare in base alla scelta effettuata del "rischio sopportabile in base al costo da volere investire"<sup>369</sup>. Sempre in merito al "taglio tecnico" della nozione di adeguatezza degli assetti, parte della dottrina riconosce come conseguenza della medesima la qualificazione dell'obbligo in termini di dovere a contenuto specifico e, pertanto, soggetto ad una discrezionalità sindacabile, per l'appunto, sotto il profilo tecnico<sup>370</sup>, con l'effetto che la decisione degli amministratori inerenti il contenuto degli assetti potrà essere oggetto di sindacato nel caso di esercizio di un'azione di responsabilità nei loro confronti e, dunque, essere censurata qualora dall'accertamento non risulti conforme al disposto degli artt. 3 CCII e 2086, comma 2, c.c.

Alla luce dei descritti orientamenti, si ritiene di non condividere l'opinione di coloro che asseriscono l'insindacabilità delle decisioni gestorie relative al contenuto degli assetti e, dunque, alle procedure e misure scelte dai medesimi, non solo in forza delle

---

<sup>367</sup> Cfr. GALLETTI (nt. 12), 95.

<sup>368</sup> Sul punto v. GINEVRA e PRESCIANI (nt. 334), i quali richiamano ANGELICI (nt. 148), 179; SEMEGHINI, (nt. 360), 207; BENEDETTI, L'applicabilità (nt. 334), 413 ss. Sempre contro all'applicabilità della *BJR* agli assetti PRESCIANI (nt. 318), 16.

<sup>369</sup> Per un'enfasi degli elementi di contenuto "tecnici" dell'agire amministrativo rispetto agli assetti organizzativi della crisi collegati al principio "correttezza" v. MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 62 ss.

<sup>370</sup> Cfr. BORDIGA (nt. 61), 32 e 33.

motivazioni dedotte in dottrina ma anche per una ragione di sistema. Il riconoscere la *safe harbour* della *BJR* determinerebbe una “presunzione di adeguatezza degli assetti”<sup>371</sup>, riducendo la responsabilità degli amministratori alla sola ipotesi di mancata predisposizione dei medesimi e, dunque, d’inadempimento del predetto obbligo, senza un vaglio sul loro contenuto, con l’effetto di eliminare di fatto la possibilità di eventuali contestazioni per mancata e tempestiva rilevazione della crisi. Occorre, da ultimo specificare come le predette osservazioni non siano coerenti per tutte le tipologie di assetto in quanto, come sottolineato da autorevole dottrina<sup>372</sup>, la questione dell’applicazione della *BJR* non si pone in relazione agli assetti contabili della *twilight*. Sarebbe, infatti, proprio con riferimento ad essi questi che in modo più rilevante si evidenzerebbero i limiti delle scelte degli amministratori, in quanto l’adempimento degli obblighi di cui al combinato disposto degli artt. 3 e 4 CCII sarebbero assimilabili a quelli specifici di protezione patrimoniale.

#### *4. I doveri degli amministratori inerenti all’equilibrio economico-finanziario quali declinazioni del principio di corretta amministrazione*

Preso atto che nella predisposizione degli assetti la discrezionalità degli amministratori non è libera sia sotto il profilo della responsabilità ai medesimi ascrivibile così come dei requisiti tecnici nella scelta delle procedure e delle misure di prevenzione, e che gli obblighi di cui al secondo comma dell’art. 2086 c.c. costituiscono un precipitato del principio di corretta amministrazione, occorre ora comprendere quali altri doveri derivino dal predetto principio tenuto conto sia degli identificati confini della *twilight zone* sia degli interessi che devono essere in essa perseguiti. Tale ricostruzione appare essenziale per una ragione di completezza nell’individuazione delle declinazioni del predetto principio che regola l’agire gestorio, perché la determinazione dei doveri degli amministratori consente di individuare i limiti del loro operato e per l’effetto di desumere quali iniziate essi possono adottare legittimamente.

Come in precedenza osservato, cardine dell’intera disciplina è la rilevazione precoce della crisi allo scopo di consentire un intervento il più rapido possibile da parte dell’organo gestorio; tuttavia tali finalità può essere sussunta in un unico dovere generale

---

<sup>371</sup> In questi termini sempre BORDIGA (nt. 61), 33.

<sup>372</sup> Sul punto v. GINEVRA (nt. 92), 7 e 8.

di salvaguardare l'equilibrio economico-finanziario della società. La comprensione del predetto dovere non può prescindere da un chiarimento sulla locuzione che lo definisce, il cui significato è ricavabile dalla dottrina aziendalistica<sup>373</sup>, che identifica l'equilibrio come quello stato di composizione e funzionamento del sistema nel quale l'impresa riesce non solo a remunerare tutti i fattori della produzione ma anche a conseguire un profitto, ovverossia un reddito che, entro un massimo, l'imprenditore giudicherà soddisfacente, secondo il suo tornaconto, misurato in termini di "arbitraggio fra impieghi". Parte della dottrina più recente<sup>374</sup>, invece, nel trattare dello squilibrio economico-finanziario, precisa come le due condizioni, pur interconnesse, si caratterizzano per essere profondamente distinte. Il primo equilibrio si configura quando si verifica un'eccedenza dei ricavi sui costi di gestione determinando la possibilità di una remunerazione di tutti i fattori produttivi e del capitale investito, mentre quello finanziario attiene alla capacità dell'impresa di garantire in ogni momento la copertura finanziaria per far fronte alle necessità che si manifestano e presuppone la sussistenza di una massa monetaria idonea a fronteggiare gli impegni assunti, che determinerebbe uno squilibrio nell'ipotesi di forti ritardi di incasso. Sempre con riferimento alle predette caratteristiche deve rilevarsi la sussistenza di uno stretto collegamento identificato dalla dottrina tra l'equilibrio economico-finanziario e la situazione patrimoniale della società sia sul piano giuridico che aziendale, in quanto il dovere ricavabile dall'art. 2394 c.c. di non assumere decisioni rischiose idonee a diminuire il patrimonio sociale impone di preservare parimenti le condizioni di equilibrio e solvibilità dell'impresa come garanzia dell'efficienza aziendale<sup>375</sup>. Tale ricostruzione ha avuto come effetto la configurazione di un obbligo di monitoraggio costante dell'equilibrio finanziario nonché di adottare le opportune misure necessarie per ristabilirlo una volta venuto meno<sup>376</sup>. L'impostazione pare essere stata prescelta anche nelle precedenti versioni del Codice della crisi<sup>377</sup> ed in particolare nelle misure di allerta di cui all'art. 14, in forza del quale si imponeva agli organi di controllo societari l'obbligo sia di verificare che i gestori valutassero oltre all'adeguatezza dell'assetto la sussistenza del predetto equilibrio, sia che assumessero le idonee iniziative. Un richiamo ad una situazione di squilibrio, pur non essendovi un'esplicita definizione,

---

<sup>373</sup> In merito v. AMADUZZI, *L'Azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*<sup>2</sup>, Torino, 1987, 200. Il quale ha perfezionato nel predetto testo le teorie delle condizioni prospettive dell'equilibrio di elaborate dal medesimo in ID, *Il sistema dell'impresa nelle condizioni prospettive del suo equilibrio*, Roma 1949.

<sup>374</sup> In questo senso v. BASTIA (nt. 31), 158.

<sup>375</sup> Cfr. NIEDDU ARRICA (nt. 235), 44, v. anche CALANDRA BUONAURA, (nt. 280), 2597 ss.

<sup>376</sup> Cfr. TRONCI, *Distribuzione di utili e di riserve*, Milano, 2017, 63 ss.

<sup>377</sup> D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, come modificato dal d.lgs. 193/2021.

era rinvenibile anche all'art. 13 della versione del CCII modificata dal d.lgs. 26 ottobre 2020, n. 147, ove l'assenza di equilibrio reddituale, patrimoniale o finanziario costituiva un indicatore della crisi.

Nell'attuale testo del Codice i riferimenti all'equilibrio sono rinvenibili sotto il profilo del recupero del medesimo qualora le circostanze e le vicende societarie ne abbiano determinato il venir meno. In particolare, il (ri)equilibrio della situazione patrimoniale ed economico-finanziaria viene espressamente indicato non solo come l'obiettivo a cui deve tendere la predisposizione del piano attestato di risanamento, ai sensi degli artt. 56, comma 1 e comma 2 lett. g), nonché dell'art. 284, comma 5, CCII ma anche della proposta di concordato ex art. 87, comma 1, lett. e) CCII. L'art. 21 CCII, invece, indica nella sostenibilità economico-finanziaria un valore da tutelare da parte dell'imprenditore che si trova in uno stato di crisi, di fatto rendendola un criterio di selezione delle condotte degli amministratori per riallinearle alle finalità della composizione negoziata<sup>378</sup>.

Pur mancando un preciso riferimento ad una definizione di squilibrio, emerge dalle descritte disposizioni come il dovere di mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario sia in linea con l'impostazione *forward looking* della Direttiva, essendo la pianificazione il principale rimedio agli imprevisti e ai conseguenti rischi, poiché mediante la previsione di scenari futuri sarà possibile predisporre misure idonee e verificarne l'efficacia in situazioni non ancora sussistenti, cercando di mantenere in equilibrio i vari fattori che entrano in gioco nell'esercizio dell'impresa<sup>379</sup>. Lo squilibrio, pur non essendo previsto espressamente come causa di crisi e nemmeno contenuto nella stessa definizione dell'art 2, comma 1, lett. a) CCII, ne costituisce comunque un sintomo, oltre che ad avere la potenzialità di determinare comunque un peggioramento della situazione di probabile verifica dell'insolvenza ed il rischio che quest'ultima si realizzi, in ragione del fatto che l'illiquidità di cui alla lettera b) della precedente norma costituisce di fatto uno squilibrio finanziario<sup>380</sup>.

Dalla ricostruzione del significato riconducibile alla locuzione di equilibrio economico-finanziario (e il suo eventuale squilibrio) si evince il rilevante interesse del legislatore per quest'ultimo, in quanto cardine del buon funzionamento dell'ente che deve essere garantito e tutelato. Tuttavia, la riduzione dei riferimenti al predetto equilibrio alla

---

<sup>378</sup> Cfr. GALLETTI (nt. 9), 269.

<sup>379</sup> In questo senso v. GALLETTI (nt. 12), 12.

<sup>380</sup> In questo senso v. GALLETTI (nt. 12), 75.

sola condizione della sua assenza, operata in pochi articoli, e l'ampiezza della definizione ricavabile dalle scienze economiche inducono a ritenere che il mantenimento del predetto equilibrio costituisca un dovere in capo agli amministratori ed anche un contenitore di una moltitudine di "sotto-doveri", che oltre ad essere sua espressione costituiscono un'ulteriore concretizzazione del principio di corretta amministrazione. Il riferimento è ai doveri di recupero/salvaguardia della continuità aziendale e dell'equilibrio economico-finanziario nonché a quello eventuale di agire in discontinuità.

#### 4.1. *Il dovere di mantenimento della continuità aziendale*

È nota l'attenzione da sempre rivolta dalla dottrina giuridica ed economica alla continuità aziendale, che assieme al principio di "solvenza", inteso come adempimento nei confronti dei titolari del capitale di credito, e a quello di "redditività", quale remunerazione del capitale di rischio, costituiscono i parametri propri, tipici ed essenziali dell'esercizio dell'attività d'impresa<sup>381</sup>. Ne consegue, la necessità in una fase come la *twilight zone* di individuare le modalità che consentono l'adempimento dell'obbligo di mantenimento della continuità aziendale quale derivato del più "generale" dovere di assicurare l'equilibrio economico-finanziario dell'impresa.

Centrale, rispetto al compito di condotte in conformità al predetto dovere è la valutazione della prospettiva della continuità aziendale che - oltre ad avere un rilevante impatto sull'impresa in quanto dalla lettura delle risultanze (della valutazione) deriverebbero conseguenze sul comportamento strategico della stessa nonché sulla programmazione della sua attività - si presenta di difficile attuazione in quanto esprime la condizione fisiologica dell'impresa. La problematicità della valutazione della prospettiva di continuità è evidente poiché consiste in un giudizio prospettico sull'evoluzione degli affari sociali, tenendo conto di una molteplicità di fattori estranei al diretto controllo dell'impresa, che derivano dalle condizioni del mercato<sup>382</sup>. Fondamentale importanza acquisisce la raccolta di informazioni proveniente da fonti diverse che impone la stima di una molteplicità di elementi relativi all'attuale e futura redditività, ai piani di rimborso dei debiti ed alle possibilità di finanziamento. Questi

---

<sup>381</sup>In questi termini v. P. FERRO-LUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori; profili di sistema*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 669, come richiamato da AMBROSINI (nt. 96), 47.

<sup>382</sup>In questi termini v. ABRIANI e BASTIA (nt. 115), 4.

caratteri sono individuati dal principio di revisione ISA Italia 570, § A2-A6<sup>383</sup>, e in particolare dagli indicatori<sup>384</sup> di natura finanziaria<sup>385</sup> e gestionale<sup>386</sup>, coincidenti con quelli che la dottrina aziendalistica utilizza per l'identificazione delle diverse fasi della crisi, di cui costituiscono un esempio eventuali *deficit* patrimoniali, consistenti perdite operative, cessazione del sostegno finanziario, incapacità di pagare i debiti alla scadenza e perdita di mercati fondamentali, di clienti chiave, di contratti di distribuzione o di fornitori importanti<sup>387</sup>. Le risultanze derivanti dall'analisi dei predetti indicatori, così come la loro portata, non possono prescindere dal rilievo che assumono per l'impresa i piani di ristrutturazione che gli amministratori hanno eventualmente programmato, così come il complesso delle caratteristiche della società atte a influenzare lo svolgimento dell'attività gestionale. Inoltre, sempre in un'ottica predittiva del rischio del venir meno della continuità aziendale, la dottrina aziendalistica ha prestato attenzione ai *weak signals*<sup>388</sup>, indicatori deboli e ipotetici - a titolo di esempio, la perdita di un significativo cliente - da cui sviluppare simulazioni e *stress tests* per ricercare con percorsi euristici potenziali tracce di rischio e di criticità rinvenibili dall'ambiente e non solo dalle dinamiche endogene della gestione dell'impresa<sup>389</sup>. Fra di essi assume particolare

---

<sup>383</sup> Per un commento su tale principio anche in relazione all'evoluzione della continuità aziendale secondo l'OCI n. 11 si veda DEZZANI, *Principio di revisione internazionale ISA ITALIA n. 570: "continuità aziendale"*, in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, 2024, IV, 639 ss.

<sup>384</sup> Però la rilevazione di uno o più di quei fattori indicativi della perdita della continuità aziendale, non implica in automatico il venir meno della stessa, tale evento si verifica con certezza nel caso in cui l'organo gestorio abbia ommesso di organizzare adeguate misure o strumenti per fronteggiare la condizione di declino. L'elenco, tuttavia, non è esaustivo e soprattutto, dalla sussistenza di uno o alcuni degli elementi ivi riportati non consegue l'automatico accertamento dell'esistenza di dubbi significativi sulla capacità dell'impresa di continuare a funzionare. In questi termini v. Principio di revisione internazionale (isa Italia) n. 570 continuità aziendale, consultabile in: [https://revisionelegale.rgs.mef.gov.it/area-pubblica/export/mef/resources/PDF/ISA\\_ITALIA\\_570\\_04\\_7\\_2017\\_loc\\_v3\\_CL.pdf](https://revisionelegale.rgs.mef.gov.it/area-pubblica/export/mef/resources/PDF/ISA_ITALIA_570_04_7_2017_loc_v3_CL.pdf), 11.

<sup>385</sup> «situazione di deficit patrimoniale o di capitale circolante netto negativo; prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso oppure eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine; indizi di cessazione del sostegno finanziario da parte dei creditori; bilanci storici o prospettici che mostrano flussi di cassa negativi; principali indici economico-finanziari negativi; consistenti perdite operative o significative perdite di valore delle attività utilizzate per generare i flussi di cassa; difficoltà nel pagamento di dividendi arretrati o discontinuità nella distribuzione di dividendi; incapacità di pagare i debiti alla scadenza; incapacità di rispettare le clausole contrattuali dei prestiti; cambiamento delle forme di pagamento concesse dai fornitori, dalla condizione "a credito" alla condizione "pagamento alla consegna; incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti ovvero per altri investimenti necessari».

<sup>386</sup> «intenzione della direzione di liquidare l'impresa o di cessare le attività; perdita di membri della direzione con responsabilità strategiche senza una loro sostituzione; perdita di mercati fondamentali, di clienti chiave, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti; difficoltà con il personale; scarsità nell'approvvigionamento di forniture importanti; comparsa di concorrenti di grande successo».

<sup>387</sup> Per un'analisi dei medesimi si v. PACILEO, *COntinuità* (nt. 102), 90 ss.

<sup>388</sup> Istituto introdotto ed elaborato da ANSOFF (nt. 340)

<sup>389</sup> Cfr. ABRIANI e BASTIA (nt. 115), 10.

importanza la notizia della perdita di un significativo cliente, in considerazione della sempre più stretta correlazione tra il mantenimento della condizione di continuità aziendale e la stabilità delle relazioni con clienti e fornitori dell'impresa.

Conseguenza dell'inadempimento del dovere di mantenimento della continuità aziendale è la perdita della medesima<sup>390</sup>, che risulta essere non solo esito di una pluralità di cause, ma anche momento di dissoluzione dell'unitarietà della gestione e dei vincoli di complementarietà dei beni costituenti il patrimonio dell'impresa<sup>391</sup>. Col venir meno della continuità aziendale, l'impresa cessa di identificarsi come sistema atto a produrre beni e servizi, le cui cause risultano annoverate dalla letteratura economica e non rilevabili dai bilanci; fra di essi la perdita di competitività, il peggioramento nel posizionamento strategico all'interno del settore in cui l'impresa opera, carenze organizzative, l'obsolescenza manageriale e tecnologica, nonché la perdita di quote di mercato<sup>392</sup>.

È, dunque, possibile comprendere come la continuità aziendale e la sua conservazione costituiscono non solo una condizione complessa e multidimensionale ma anche un criterio di guida della condotta del diligente amministratore nell'ottica di preservare il patrimonio sociale. Finalità, quest'ultima, desumibile anche dal principio contabile internazionale IAS 1 secondo cui gli amministratori sono tenuti ad effettuare una valutazione per esprimere un giudizio sul momento in cui viene meno la capacità dell'impresa di operare nel rispetto del presupposto della continuità aziendale.

Alla luce della predetta ricostruzione è possibile concludere a favore della sussistenza di una coincidenza fra il dovere di prevenzione della crisi d'impresa e quello di mantenimento della continuità aziendale. Coincidenza che pare non solo ritrovarsi nella già più volte richiamata impostazione preventiva di fondo della Direttiva Insolvency

---

<sup>390</sup> Secondo SPIOTTA, *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, Milano, 2017, 122 ss. con riferimento alla naturale incertezza sugli esiti di una procedura concorsuale, si potrebbe parlare di una continuità aziendale "crepuscolare" o "provvisoria" o, se si preferisce, di una gestione in continuità "prudente" o conservativa "attenuata" rispetto a quella imposta dall'art. 2486 c.c. Sulla gestione conservativa si veda fra molti PACILEO, *Doveri informativi e libertà di impresa nella gestione di una s.p.a. in "fase crepuscolare"*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 69 ss. Inoltre, ampio è stato il dibattito con riferimento alla l'eventualità che la perdita della continuità aziendale possa considerarsi una causa di scioglimento. Un filone interpretativo dell'art. 2484, comma 1, n. 2, c.c., sosteneva che la suddetta situazione integrerebbe la fattispecie della sopravvenuta impossibilità di conseguire l'oggetto sociale, favore di questa ricostruzione v. SPIOTTA, *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, Milano, 2017, 88 ss., si contrappone la visione per cui, avendo la riforma del diritto societario del 2003 eliminato il fallimento dalle cause di scioglimento, sarebbe incoerente ritenere che la perdita di continuità aziendale determini un effetto dissolutorio.

<sup>391</sup> Cfr. AMBROSINI (nt. 96), 65.

<sup>392</sup> Cfr. AMBROSINI (nt. 96), 67, il quale osserva come il minimo comun denominatore della sussistenza di detti rischi sia la mancanza di un'informazione contabile integrata con quella strategica, avendo quest'ultima la possibilità di veicolare possibili fattori di insuccesso che possono condizionare la perdita della continuità.

rispetto alla verifica della crisi d'impresa, quanto anche nel già richiamato<sup>393</sup> secondo comma dell'art. 2086 c.c. È, infatti, da tale norma che si evince come i rischi di verifica della crisi e della perdita della continuità aziendale siano posti sul medesimo piano. Tuttavia, la volontà di adempiere al dovere in parola ad ogni costo, motivata dall'ipotetico beneficio che la società e tutti gli *stakeholders* otterrebbero dal conseguimento dell'attività produttiva, incontra un limite nel principio di corretta amministrazione e di diligenza qualora dagli stessi indicatori e da una diligente lettura delle informazioni che risultano dagli assetti, risulterebbe più idoneo preferire una soluzione liquidatoria degli *assets* dell'impresa, piuttosto che voler propendere in modo ostinato per una ristrutturazione.

In merito a tale ultima possibilità, soccorrerebbe la Proposta di Direttiva UE 2022/0408 del 7 dicembre 2022 (COM(2022) 702 final), che al considerando 22 prevede l'introduzione di "norme minime" per un meccanismo di *pre-pack* consistente in due diverse fasi: una di preparazione mirata all'individuazione di un acquirente per l'impresa del debitore<sup>394</sup> o parti di essa, l'altra di liquidazione finalizzata ad approvare e perfezionare la vendita nonché a ripartire il ricavato tra i creditori. Quest'ultima fase dovrebbe iniziare con la decisione dell'organo giudiziario di aprire formalmente una "procedura di insolvenza" ai sensi del diritto nazionale, ma potrebbe concludersi con la continuazione dell'attività economica della parte non liquidata da parte del debitore. La *ratio* del meccanismo di *pre-pack* è di consentire, nell'interesse dei creditori e nell'ambito della procedura di insolvenza, una liquidazione dei beni mediante il trasferimento totale o parziale in regime di continuità aziendale al fine di soddisfare al meglio i creditori, anche preservando l'occupazione<sup>395</sup>

#### 4.2. *L'obbligo eventuale di agire anche in discontinuità*

Il secondo comma dell'art. 2086 c.c., oltre a prevedere l'istituzione di assetti adeguati al fine di intercettare la crisi e il rischio di perdita della continuità aziendale, impone agli amministratori di «attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale»; tale obbligo, come precisato nei precedenti paragrafi, costituisce

---

<sup>393</sup> Capitolo I, paragrafo 4.2.

<sup>394</sup> «Il meccanismo di *pre-pack* di cui alla presente direttiva dovrebbe essere applicato ai debitori che sono persone giuridiche. Gli Stati membri possono estendere l'applicazione del meccanismo di *pre-pack* alle persone fisiche che sono imprenditori» cfr. Considerando 22 *quater*

<sup>395</sup> In questi termini Considerando 22 *bis*.

un precipitato del principio di corretta amministrazione. Sono ugualmente riconducibili al medesimo principio le condotte degli amministratori poste in essere in pendenza della *twilight zone*, che esulano dall'adozione degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale, circostanze queste ultime che, come già discusso, non sono rinvenibili in quella fase della vita dell'impresa dove la verifica di tali eventi risulta solo probabile.

Dall'art. 3, comma secondo, CCII si desume il dovere degli amministratori non solo di istituire gli assetti adeguati di cui all'art. 2086, comma 2, c.c., ai fini della tempestiva rilevazione dello stato di crisi, ma anche di adottare le idonee iniziative, in assenza delle quali l'impresa correrebbe il concreto rischio di assistere al verificarsi della crisi. Fermi i dubbi espressi da autorevole dottrina sulla scelta lessicale del legislatore, il quale non specifica né il carattere necessario né in relazione a cosa debba essere valutata l'idoneità delle iniziative indicate nel secondo comma dell'art. 3 CCII<sup>396</sup>, dalla norma si evince che le scelte gestorie sono sempre volte a fronteggiare lo stato di crisi. L'agire degli amministratori non potrà prescindere da una compiuta e attenta valutazione tecnica dei segnali<sup>397</sup> e degli indizi rilevati dal sistema da essi costituito, al fine di scongiurare che vengano poste in essere delle iniziative non idonee in quanto eccessive sotto il profilo della conservazione del patrimonio e, dunque, non graduate rispetto alle circostanze e alla situazione in cui l'impresa si trova ad operare. Ne consegue che il peculiare bilanciamento dei vari interessi nella *twilight zone* imporrebbe una più dettagliata e attenta analisi da parte dell'organo gestorio delle diverse criticità emerse, per verificare se le stesse siano suscettibili di sviluppi negativi, determinando in quest'ultimo caso, un dovere di agire anche in discontinuità rispetto alle precedenti condotte. Il mancato procedere in tale senso comporterebbe un aggravamento del rischio di verifica della crisi, conseguenza peraltro desumibile anche dalla dottrina strategica e organizzativa, che eleva le "inerzie organizzative" e le "resistenze al cambiamento" dell'impresa a veri e propri impedimenti e condizionamenti dell'esigenza dell'impresa di adattarsi alla situazione in cui si trova<sup>398</sup>. Proseguire l'attività senza porre in essere alcun correttivo già in una fase "anticipata", qual è la *twilight zone*, avrebbe effetti non solo sul patrimonio, il quale potrebbe essere

---

<sup>396</sup> In questo senso v. PRESTI (nt. 88), 24, in nota 12 e sul punto v. anche INZITARI (nt. 3), 12.

<sup>397</sup> In questi termini v. BORDIGA (nt. 61), 33 e 34.

<sup>398</sup> Cfr. H. MINTZBEG, *La progettazione dell'organizzazione aziendale*, Bologna, 1996, come richiamato da BASTIA(nt. 31), 153.

eroso o azzerato, ma anche determinare il rischio di inadempimenti o non regolari adempimenti delle obbligazioni già assunte.

Premesso che l'idoneità delle misure e della reazione degli amministratori non deve esclusivamente coincidere con l'adozione di iniziative gestorie diametralmente opposte sotto il profilo delle finalità e degli interessi perseguiti rispetto a quelle originariamente poste in essere, deve comunque rilevarsi che, qualora la situazione economico-finanziaria della società lo imponga, in adempimento al principio di corretta amministrazione l'organo gestorio dovrà provvedere a pianificare un percorso modificato in discontinuità rispetto al passato<sup>399</sup>. Più sarà grave lo squilibrio patrimoniale ed economico finanziario e più si renderanno necessarie l'attuazione di condotte discontinue rispetto a quelle che hanno portato a tale situazione, ma che trovano un limite nel ricorso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, il cui accesso è riservato alle sole ipotesi in cui sia probabile il verificarsi dell'insolvenze e, dunque, si manifesti come più forte la necessità di perseguire "prioritariamente" l'interesse dei creditori.

Si può, dunque osservare, che al pari della graduale tutela degli interessi creditori da parte degli amministratori al peggiorarsi dell'equilibrio economico-finanziario, anche le scelte gestorie adottate in risposta al recepimento dei segnali e indicatori di un avvicinamento della crisi e della perdita della continuità aziendale devono essere proporzionate. Infine, di pari avviso pare essere la Legge tedesca sul quadro di stabilizzazione e ristrutturazione che al § 1(2)<sup>400</sup> riconosce in capo ai gestori l'obbligo di adottare le contromisure appropriate e di riferire immediatamente agli organi di vigilanza competenti, qualora si manifestino sviluppi che minacciano l'esistenza della società. Nonostante alcune critiche mosse per una mancanza di chiarezza su quali iniziative gestorie possano definirsi "appropriate", tale impostazione pare essere condivisa dalla dottrina in quanto garantirebbe agli amministratori un margine di discrezionalità nel processo decisionale e nella scelta delle misure da adottare, che si rileva essenziale in quanto l'idoneità delle stesse deve essere valutata caso per caso e in base alle possibilità di un'effettiva ristrutturazione<sup>401</sup>.

---

<sup>399</sup> Cfr. GALLETTI (nt. 12), 92 e 93, il quale richiama a nota 57 LUCIANO (nt. 66), 135 ss.

<sup>400</sup> Per un commento sulla disposizione R. REIFELD, *Aktuelle Fragen zur Krisenfrüherkennung nach § 1 StaRUG*, in *NZI-Beilage*, 2023, 12 ss.

<sup>401</sup> GOETKER (nt. 298), 17 ss.

## 5. Le scelte in esecuzione dei doveri gestori nella twilight zone

Passaggio successivo alla definizione dei limiti all'operato degli amministratori, coincidenti con i doveri imposti dal diritto societario così come dal riformato diritto della crisi, è l'identificazione delle iniziative che essi possono legittimamente intraprendere in essere nella *twilight zone*. La dottrina fallimentare, che si era interrogata sulla definizione dello statuto normativo della funzione gestoria in una fase antecedente alla crisi, ha riscontrato difficoltà nell'individuazione dei margini di discrezionalità degli amministratori proprio a causa della natura non definitiva e variabile della situazione patrimoniale ed economico-finanziaria in cui l'impresa si trova<sup>402</sup>. Come compreso nei precedenti paragrafi, nonché sotto un profilo prettamente aziendalistico, non sussiste una netta linea di cesura della *twilight zone* rispetto alla piena solvibilità e alla crisi d'impresa, esistendo tra i due confini una molteplicità di possibili scenari in cui la società viene a trovarsi e rispetto ai quali gli amministratori devono adeguare il proprio operato.

Rispetto alla crisi il rischio più volte emerso nel corso della presente ricostruzione deriva dalla maggiore libertà degli amministratori nella *twilight zone* di assumere scelte gestorie che possono determinare, anche con elevata probabilità, l'indebolimento del patrimonio, assoggettandolo al rischio di divenire illiquido con ripercussioni negative sulla continuità e l'equilibrio economico-finanziario aziendale<sup>403</sup>.

Minimo comune denominatore, nonché elemento che contraddistingue le condotte degli amministratori - una volta rilevato che l'impresa si trovi in un momento di difficoltà che rende probabile la crisi - è l'adozione di un atteggiamento proattivo finalizzato, ove necessario, al riequilibrio economico-finanziario della società ed alla tutela della continuità aziendale. Il contenuto della reazione degli amministratori a tale situazione non implica la necessaria adozione di strumenti tipici previsti dall'ordinamento, quali ad esempio la composizione negoziata, in quanto la situazione patrimoniale ed economico-finanziaria della società potrebbe imporre una decisa rottura con il passato imprenditoriale, mediante l'adozione di scelte di gestione anche radicalmente innovative e funzionali a rimettere in carreggiata l'impresa stessa.

Il trovarsi in *twilight zone* esclude che la discrezionalità gestoria possa portare ad un legittimo accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, in quanto una soluzione in questi termini delle difficoltà incontrate dalla società pare essere

---

<sup>402</sup> In questi termini v. LUCIANO (nt. 66), 148, in particolare v. nota 224.

<sup>403</sup> Sul punto v. GALLETTI (nt. 12), 89.

eccessiva e prematura, nonché potenzialmente dannosa per l'impresa stessa giacché l'adozione di misure e soluzioni che privilegiano l'interesse dei creditori escluderebbe la possibilità di cogliere opportunità e di assumere rischi "idonei".

Utili strumenti per mitigare le difficoltà degli amministratori nell'individuazione delle condotte legittime e idonee al ripristino dell'equilibrio economico-finanziario, introdotti dal Codice della crisi, sono i *tests* di risanabilità e la lista particolareggiata, citati dall'art. 13, comma 2, CCII<sup>404</sup>, disponibili sulla piattaforma telematica nazionale accessibile agli imprenditori iscritti nel registro delle imprese. La *check-list* è costituita di una serie di domande, selezionate in base alle migliori pratiche di elaborazione dei piani d'impresa, che forniscono le indicazioni operative per la redazione di un piano di risanamento. Esse attengono a sei "aree" ed ognuna, ai fini del riscontro, necessita un dettagliato livello di conoscenza non solo dell'organizzazione dell'impresa, della situazione contabile e dell'andamento corrente, ma anche delle proiezioni dei flussi finanziari e delle strategie di intervento atte a rimuovere le cause della crisi<sup>405</sup>. Con lo svolgimento del *test* pratico, invece, l'impresa analizza il rapporto tra l'entità del debito che deve essere ristrutturato - dato dalla somma dei debiti scaduti, riscadenzati od oggetto di moratorie, delle eventuali linee di credito bancarie utilizzate e non, dalle rate di mutui e finanziamenti in scadenza nei successivi due anni<sup>406</sup>, dagli investimenti relativi alle iniziative industriali che si intendono adottare, a cui dovranno essere sottratti la stima dell'eventuale margine operativo netto negativo del primo anno, conferimenti e finanziamenti nuovi se previsti e l'ammontare delle risorse ricavabili dalla vendita di cespiti o rami d'azienda - con quella dei flussi finanziari liberi che possono essere generati annualmente, a loro volta risultanti dalla sottrazione degli investimenti di mantenimento annui a regime e delle imposte sul reddito annue alla stima del Margine Operativo Lordo (MOL) prospettico normalizzato annuo. L'impresa sarà in equilibrio se l'importo dei flussi finanziari è positivo ed è prevedibile che sia replicabile nei successivi anni, mentre la possibilità di risanamento si evince dall'esito del rapporto fra l'entità dei flussi e quella dei debiti; tale valore indicherà sia il volume dell'esposizione debitoria, che deve essere

---

<sup>404</sup> Per un commento v. P. ORLANDO, *Sub. art.13*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di Maffei Alberti e Speranzin, Milano, 2023, 81 ss.

<sup>405</sup> Per un maggiore approfondimento v. SPIOTTA, *Check-list e Test pratico di risanabilità: presupposti teorici e implicazioni sistematiche*, in *Ndr.*, 2022, IX, 1639 ss. e RANALLI, *Le indicazioni contenute nella piattaforma: il test, la check-list, il protocollo e le possibili proposte*, in *dirittodellacrisi.it*, 26 Novembre 2021.

<sup>406</sup> Qualora la società soggetta al test sia una cooperativa, tale voce di debito deve includere la probabile richiesta di rimborso del prestito sociale secondo le evidenze storiche non precedenti a tre anni.

ristrutturata per consentire un ritorno dell'impresa in una situazione di equilibrio, ed il tempo, indicato in anni, necessario per estinguerla. I due strumenti descritti, pur non potendo essere considerati alla stregua di indici della crisi, evidenziano il grado di difficoltà che gli amministratori dovranno affrontare per giungere al risanamento e forniscono indicazioni sul grado di discontinuità delle scelte che dovranno essere adottate (ad esempio, interventi sui processi produttivi, modifiche del modello di business, cessioni o cessazione di rami di azienda, aggregazioni con altre imprese); infatti, più il rapporto è sbilanciato verso l'entità dei debiti maggiore sarà l'impatto delle misure dei gestori.

Gli strumenti in dotazione dell'impresa per comprendere e determinare lo stato della risanabilità della propria situazione economico-finanziaria sono da considerarsi efficaci qualora vengano utilizzati dagli amministratori in modo tempestivo. La tempestività costituisce elemento indefettibile per la corretta gestione della situazione di alterazione dell'equilibrio economico-finanziario nonché per prevenire il verificarsi della crisi. Reazioni e analisi delle cause e dei segnali che hanno determinato o che potenzialmente cagionano la probabile verifica della crisi d'impresa sono tanto più efficaci quanto più tempestivamente effettuate. Per contro, non possono ritenersi allo stesso modo conformi al principio di corretta amministrazione le iniziative dei gestori che sfociano in ipotesi c.d. *overdeterrence*, caratterizzate da un eccesso del mezzo rispetto al fine e che nella fattispecie in esame si esplicano attraverso una precoce anticipazione della reazione degli amministratori motivata dal voler evitare di incorrere in inadempimenti.

Può quindi affermarsi la sussistenza di una diretta proporzionalità tra la gravità delle condizioni economico-finanziarie e patrimoniali della società e la necessità di una rapida adozione di misure volte a rispondere o a porvi rimedio. I gestori andranno, dunque, esenti da responsabilità qualora in presenza di crisi e insolvenza rispondono ai segnali e agli indici in modo rapido allo scopo di scongiurare un peggioramento della situazione economico-finanziaria e di recuperare la continuità aziendale; diversamente, nella fase di *twilight zone* in base alla situazione in cui si trova l'impresa, compresa sempre tra la piena solvibilità e la crisi, non è dato configurare alcun inadempimento qualora i tempi di reazione possano considerarsi adeguati.

Da ultimo, nel margine di discrezionalità concesso agli amministratori sono individuabili una molteplicità di reazioni, per la cui analisi si ritiene necessario provvedere ad uno sforzo sistematico, distinguendo le scelte attuabili in iniziative gestorie "interne" - perseguite dagli amministratori su mandato dei soci e che prevedono

l'assunzione di una decisione esclusivamente della società senza accordo alcuno con soggetti terzi - ed "esterne", in cui è centrale per la loro efficacia la sussistenza di un rapporto con soggetti quali creditori e *stakeholders*.

### 5.1. *Le iniziative gestorie "interne": l'immissione di nuova finanza e la (ri)pianificazione*

Nella prima delle due categorie di reazioni praticabili dall'impresa senza alcun accordo con soggetti terzi sono comprese sia l'immissione di nuova finanza sia la ripianificazione dell'attività. Sebbene la prima soluzione possa sembrare più coerente con uno stato di insolvenza o di probabile sua verifica, nulla vieta ai soci, proprio in ragione di quelle avvisaglie che gli assetti adeguati individuano, di dotare la società di nuove risorse al fine non solo di scongiurare crisi di liquidità oppure di alleggerire il dissesto riacquisendo l'equilibrio economico-finanziario e patrimoniale, ma anche di consentire ai gestori di porre in essere nuove iniziative economiche<sup>407</sup>. Con il termine «nuova finanza»<sup>408</sup> ci si riferisce a quei finanziamenti che in concreto servono all'impresa per ripagare sia determinati fornitori, sia quei creditori che minacciano di aggravare il disequilibrio economico-finanziario attraverso azioni recuperatorie. Nell'ampio spettro delle diverse ipotesi e modalità di concessione di tali finanziamenti, rientrano nella categoria delle iniziative interne anche quegli apporti di capitale dei soci indispensabili a garantire la continuità dell'attività dell'impresa nel tempo necessario a concludere le trattative con creditori, definibili come finanziamenti "ponte" dei soci<sup>409</sup>.

Rispetto alle ipotesi di crisi e di insolvenza, per una società che si trova in *twilight zone*, la «nuova finanza» può affluire con vincoli e condizioni meno stringenti, ma elemento indefettibile è l'offerta di un'adeguata tutela del credito al soggetto finanziatore anche al fine di garantire allo stesso una maggiore attrattività della proposta, possibilità

---

<sup>407</sup> Ad esempio ad implementare nuove tecniche, esplorare nuovi mercati ecc.

<sup>408</sup> In questi termini v. M. BELCREDI, *Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi in Italia nei primi anni '90*, 1996, Milano, 291 ss. in generale in merito ai finanziamenti in situazioni diverse dalla solvibilità v. BONFATTI, *La nozione di finanziamento. Le forme negoziali tipiche e atipiche*, in Fall, 2021, X, 1187ss. e G. D'ATTORRE, *Le nuove garanzie reali, la fuga dal concorso e nuovo «diritto diseguale»*, ivi, 1242 e P. BELTRAMI, *La disciplina dei finanziamenti alle imprese in crisi nelle operazioni di ristrutturazione dei debiti*, in Banca, borsa, tit. cred., 2015, I, 43.

<sup>409</sup> In argomento v. S. COSTA, *Crediti prededucibili "privilegiati"?*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025, 175 ss. e con riferimento alla disciplina tedesca v. UHLMANN, *Privilegierte neugläubiger? eine (rechtsökonomische) analyse des deutschen restrukturierungs- und insolvenzrechts*, ivi, 133 ss.

quest'ultima che si concretizza attraverso il riconoscimento di un vantaggio soddisfacente maggiore e/o migliore del nuovo credito rispetto a quelli di cui l'impresa è già debitrice. Vantaggio che l'art. 22, comma 1, lett. b) CCII attribuisce con la prededucibilità dei finanziamenti "ponte" effettuati dai soci di un'impresa in pendenza di trattative, autorizzati dal Giudice delegato nel presupposto che i medesimi siano funzionali rispetto alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori.

Un'ulteriore iniziativa gestoria possibile in luogo o affiancata all'immissione di nuova finanza, è la ripianificazione delle attività finalizzata ad un cambio di rotta. Come già anticipato, fin dalla riforma fallimentare veniva accettata l'idea che la crisi, nella concezione precedente all'introduzione del Codice, si manifestasse sempre come una disfunzione della pianificazione dell'impresa effettuata dall'organo gestorio, le cui competenze vengono riconosciute oltre che dall'art. 2381, comma 3, c.c., che affida al consiglio di amministrazione il compito di esaminare ed elaborare piani strategici, industriali e finanziari, dall'art. 2380 *bis* c.c.<sup>410</sup> che riconosce all'organo gestorio il compito delle operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale, fra le quali la pianificazione dell'attività nei suoi due distinti binari o fini della prevenzione o della soluzione della crisi. Dall'ambito della (ri)pianificazione si tende ad escludere l'accesso a quei strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza che conducono alla redazione di un piano attestato di risanamento oppure di un piano del concordato preventivo, in quanto presuppongono la sussistenza di una situazione di crisi o di insolvenza.

Presupposto della ripianificazione, quale iniziativa prettamente interna, è l'acquisizione delle notizie necessarie, poiché solo qualora l'organo gestorio avrà una chiara comprensione della portata del futuro "squilibrio" economico-finanziario potrà adottare razionalmente le decisioni<sup>411</sup>. Indipendentemente dalla portata "negativa della situazione" o della sua gravità, la necessità della pianificazione emerge dagli obblighi concernenti l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, dal corretto bilanciamento degli interessi nonché dal mantenimento della continuità aziendale e, più in generale, dal principio di corretta amministrazione. Gli amministratori dovranno, in adempimento ai predetti doveri tentare di formulare il miglior piano di ristrutturazione possibile, anche in quelle situazioni in cui vi sia una probabilità di manifestazione della

---

<sup>410</sup> Per un'analisi della disposizione si vedano le seguenti opere PAGLINI, *Le modificazioni di fatto dell'oggetto sociale*, Milano, 2014, 34 ss. e PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, 2008, 36 ss.

<sup>411</sup> In questo senso v. LUCIANO (nt. 66), 135 ss.

crisi, essendo la ripianificazione un mezzo irrinunciabile per la predisposizione delle attività volte ad evitare un aggravamento.

Già dal momento in cui viene rilevato lo squilibrio, deve attivarsi un comportamento in discontinuità, volto ad analizzarne le cause e a rimuoverlo, reimpostando l'organizzazione e la pianificazione strategica in caso di gravità della situazione, oppure operando una programmazione a breve termine dei flussi economici o di cassa, se il problema è solo temporaneo e superabile<sup>412</sup>.

Dall'analisi condotta, pare essere incompatibile rispetto alla ripianificazione operata nella *twilight zone* il c.d. processo di *turnaround*, per come definito dalla prospettiva aziendalistica, caratterizzato dal passaggio e dalla trasformazione repentina di una situazione fortemente negativa in una positiva attraverso non solo la completa revisione e il totale ripensamento del modello di *business* e della formula strategica<sup>413</sup>, ma anche dell'organizzazione, dei processi e della cultura della società. La ripianificazione si fonda su due momenti distinti ma simultanei: il superamento della situazione della crisi e la ripresa dell'attività al fine di rendere l'impresa operativa sul mercato, anche se tali modalità non sono considerate in modo univoco sicure o prive di rischio, tanto da indurre alcuni a ritenerle incompatibili con quelle iniziative che dovrebbero essere limitate ad una gestione conservativa volta alla preservazione delle risorse sociali<sup>414</sup>.

Infine, per completezza e con riferimento alla competenza di pianificazione dei gestori, si deve osservare come la dottrina<sup>415</sup> si sia domandata se l'introdotta dovere di istituire assetti organizzativi adeguati possa comprendere anche la predisposizione di piani di risoluzione e risanamento "preventivi"<sup>416</sup> simili a quelli tipicamente previsti dalla disciplina bancaria caratterizzati dalla previsione di vere e proprie pianificazioni e non di semplici simulazioni di situazioni di eventuale verifica della crisi d'impresa. Ebbene, si ritiene che la predisposizione di tali piani in una fase variabile come è la *twilight zone*, caratterizzata da uno spettro di situazioni che vanno dalla quasi piena solvibilità alla più che vicina manifestazione della crisi d'impresa, imporrebbe di identificare una moltitudine di soluzioni ciascuna ponderata per ogni singola evenienza.

---

<sup>412</sup> Sul punto v. GALLETTI (nt. 12), 75.

<sup>413</sup> In generale v. GUATRI (nt. 65), 105 ss.

<sup>414</sup> In questi termini v. LUCIANO (nt. 66), 195.

<sup>415</sup> V. in particolare NIGRO e VATTERMOLI, *Disciplina delle crisi dell'impresa societaria, doveri degli amministratori e strumenti di pianificazione: l'esperienza italiana*, in *ilcaso.it*, 1° novembre 2018, 26 e 27.

<sup>416</sup> Il primo, disciplinato dagli artt. 7 ss. d.lgs. n. 180/2015, mentre la disciplina del secondo è rinvenibile agli artt. 69 *ter* ss. del TUB.

Pur ipotizzando che tale soluzione possa essere adottata, deve osservarsi che non ogni impresa potrebbe avere le risorse adeguate e la competenza per predisporre i piani, con l'effetto che l'organo amministrativo dovrebbe valutarne l'opportunità tenuto conto delle dimensioni della società e dell'oggetto sociale.

### 5.2. *Le iniziative gestorie “esterne” di natura finanziaria: finanziamenti ponte, debts for equity swap e operazioni di ristrutturazione*

La categoria delle soluzioni “esterne” adottabili dagli amministratori in pendenza della *twilight*, accumulate dalla necessità di un accordo con soggetti terzi, devono essere ulteriormente distinte in iniziative di natura finanziaria e non finanziaria. Sono riconducibili alle prima gli strumenti quali i finanziamenti ponte<sup>417</sup>, i *debts for equity swap* e la ristrutturazione finanziaria, che condividono lo scopo di consentire all'impresa di far fronte ai flussi di cassa negativi in modo da consolidare la prosecuzione dell'attività e la necessità di razionalità nella scelta, che comporta il rischio e i costi legati alla “nuova finanza esterna” siano inferiori al beneficio che si otterrebbe dal recupero della “vecchia”.

Prima dell'introduzione del Codice della crisi i finanziamenti ponte trovavano disciplina nell'art. 182 *quater*, comma 2, l.f. ed erano erogati in funzione della presentazione della domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo o di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti; la prededuzione doveva essere espressamente disposta con provvedimento del Tribunale in accoglimento alla domanda di ammissione al concordato preventivo. Con l'introduzione del Codice e le successive modifiche apportate, la possibilità per l'impresa di vedersi riconosciuti afflussi di nuova finanza, provenienti da creditori o soggetti terzi, viene “anticipata” all'accesso alla composizione negoziata, mentre rimane, ai fini del riconoscimento della prededucibilità, un vaglio da parte del Giudice il quale deve decidere se autorizzare o meno la nuova finanza tenuto conto della concreta funzionalità della stessa alla conservazione della continuità aziendale così come alla migliore soddisfazione dei creditori. Ai sensi dell'art. 22, comma 2, lett. a) CCII, il convincimento positivo dell'organo giudiziario legittima

---

<sup>417</sup> In luogo di molti v. STANGHELLINI, *Finanziamenti-ponte e finanziamenti alla ristrutturazione*, in *Fall.* 2010, XII, 1346 ss., il quale distingue i finanziamenti ponti da quelli che la dottrina qualifica come “finanziamenti alla ristrutturazione”.

l'impresa a stipulare accordi aventi ad oggetto la riattivazione delle linee di credito autoliquidanti<sup>418</sup> oppure la concessione di ulteriori finanziamenti per cassa.

La predetta forma di immissione di denaro deve essere distinta dai finanziamenti “interinali”<sup>419</sup> ex art. 99, commi 1-4 CCII, per la cui concessione è richiesta un'autorizzazione del Giudice dopo o contestualmente al deposito di una domanda di concordato o di ricorso per l'omologazione di un accordo di ristrutturazione, così come dai finanziamenti “in esecuzione” ex art. 101 CCII, erogati successivamente all'omologazione del concordato preventivo o dell'accordo di ristrutturazione dei debiti<sup>420</sup>. Tali possibili immissioni di finanza, avendo come presupposto l'accesso a strumenti di regolazione o l'avvio di procedure in pendenza di crisi o di insolvenza<sup>421</sup>, non sono fruibili all'impresa che si trova in *twilight zone*, e come tali non possono essere ricompresi nella categoria delle “iniziative gestorie” interne ed esterne.

Il secondo, non per importanza ma per trattazione, strumento finanziario utilizzabile dall'impresa per garantire la prosecuzione dell'attività e per “uscire” dalla *twilight zone* è la conversione dei crediti in capitale (*debt for equity swap*)<sup>422</sup>, operazioni di *debt-exchange* che consentono la “riorganizzazione” dell'esposizione debitoria verso determinati creditori mediante uno scambio parziale o totale dell'indebitamento in capitale di rischio. In sostanza, si propone il rimborso di un determinato ammontare<sup>423</sup>

---

<sup>418</sup> Vasta è la letteratura sulle linee autoliquidanti, spesso per altro analizzate in rapporto con la loro revocabilità in pendenza di una procedura, v. in luogo di molti FALCONE, *Linee di credito “autoliquidanti” e contratti pendenti: tra “Codice della crisi”*, in *Dir. Fall.*, 2021, I, 85 ss., ID, *Il mantenimento delle linee di credito autoliquidanti in essere al momento di accesso al concordato preventivo ed al giudizio di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti nel nuovo “Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza”*, in *Riv. banc.*, 2019, I, 19 ss. e FRIGENI, *Gli effetti della dichiarazione di fallimento sull'operatività delle linee di credito «autoliquidanti»*, in *Banca borsa e tit. cred.* 2013, V., 537 ss.

<sup>419</sup> Per uno sguardo sulla disciplina precedente all'introduzione del CCII v. A. BARTALENA, *Crediti accordati in funzione od in esecuzione del concordato preventivo o dell'accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 182-quater l. fall.)*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 3, Torino, 2014, 2966 ss. e P. VALENSISE, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella legge fallimentare*, Torino, 2012, 307 ss.

<sup>420</sup> Cfr. SCRIBANO e LIUZZO, *I finanziamenti alle imprese in crisi*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022 836 ss.

<sup>421</sup> Sui finanziamenti in pendenza di concordato v. MEO, *Nuova finanza e concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2023, VI, 962 ss. e, comunque v. A. DENTAMARO, *Il trattamento concorsuale dei finanziatori di società di capitali*, Napoli, 2015, 146 ss.

<sup>422</sup> Per una ricostruzione dello strumento e del suo utilizzo v. DI CECCO, *La conversione concordataria dei debiti in capitale di rischio: tre riflessioni (ed altrettante proposte) sulle peculiarità della disciplina applicabile alle operazioni di debt to equity swap*, in *ilcaso.it*, 18 ottobre 2018, L. SALVATO, *Questioni in tema di conversione del credito in capitale di rischio nel concordato preventivo*, in *Fall.*, 2015, I, 68 ss., COLWRY K., *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, *European Company Law*, 2010, Volume 7, Issue 2, 51-58 e W.I. HIRSCHHORN - M.A. YOUNGERS, *Valuation and Major Debt-Equity Swaps*, in *Am. Bankr. L.J.*, 1994.

<sup>423</sup> Nell'ipotesi in cui il debitore sia un istituto bancario, oggetto dello *swap* possono essere le linee di credito vantate.

del debito mediante l'offerta di azioni di nuova emissione, operazione che risulta particolarmente vantaggiosa per la società in quanto consente di ridurre l'indebitamento ad un livello più sostenibile, ferma restando la possibilità di una futura raccolta di fondi. Tale iniziativa determina un'alterazione della natura del rischio; se, infatti, da un lato si evita che il diritto al rimborso subisca le conseguenze negative dell'accesso ad uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza e, quindi, il concorso con altre posizioni passive del debitore, dall'altro lato il creditore diviene partecipe del rischio d'impresa, seppure limitatamente alla sua "nuova" posizione sociale<sup>424</sup>. Per i titolari del diritto di credito gli eventuali effetti negativi della conversione possono essere mitigati non solo attraverso una previa attenta valutazione della società al fine di comprendere il livello di costi e benefici dell'operazione, ma anche dall'assunzione da parte di quest'ultimo di un ruolo definito ed eventualmente di rilievo nella *governance* e nel controllo della società, legato al tipo di partecipazione attribuita in cambio della conversione del debito. Ulteriori "vantaggi"<sup>425</sup>, anche se maggiormente ricollegabili al riconoscimento alla posizione di socio che ad un vero e proprio accordo fra le parti, sono l'opportunità di poter ricavare benefici da una prosecuzione dell'attività sociale in termini di utili e di aumento del valore della società, così come l'effettiva possibilità di incidere sul riassetto della medesima. Con riferimento a quest'ultima occorre rilevare un rapporto di diretta proporzionalità fra l'esposizione debitoria e la facoltà di compiere una rimodulazione e riorganizzazione della società riconosciuta al creditore; maggiore, infatti, è il debito che deve essere convertito e maggiori saranno i poteri amministrativi e patrimoniali riconosciuti a colui che entrerà nella compagine sociale della debitrice. Nel diritto fallimentare tedesco un esplicito riferimento alla possibilità di modellare in generale i diritti dei titolari di crediti in pendenza di una procedura concorsuale è contemplato dal § 217(2), InsO, mentre è il successivo § 225a(2), InsO<sup>426</sup> a precisare le modalità<sup>427</sup> di modifica delle partecipazioni sociali. La conversione dei crediti in diritti

---

<sup>424</sup> Realizzabile tramite il ricorso a strumenti di *equity* parziale come i prestiti convertibili (*cum warrant*) con la possibilità comunque di ridurre l'esposizione da parte del creditore.

<sup>425</sup> Altri soggetti che potrebbero beneficiare indirettamente dello *swap* sono o creditori che non optano per la conversione in quanto mantengono inalterati i propri diritti, ma assistono ad un miglioramento delle prospettive di miglioramento del rimborso in ragione della diminuzione del numero degli altri soggetti che concorrono a soddisfare alla soddisfazione del proprio credito avendo questi assunto la qualità di soci.

<sup>426</sup> Per un commento sulla disposizione v. HIRTE, § 225a, in *Uhlenbruck-Hirte-Vallender (hrsg), Insolvenzzordnung. Kommentar München*, München, 2015, 2490 ss. Mentre con specifico riferimento alla questione dello *debt to equity swap* nella dottrina tedesca v. in luogo di molti SCHMIDT, *Debt-to-Equity Swap bei der (GmbH & Co-) Kommanditgesellschaft*, in *ZGR*, 2012, 568.

<sup>427</sup> Si ritiene che tramite dell'*Insolvenzplan* non possa avvenire alcuna riduzione nominale del capitale sociale seguita da un contestuale aumento (*Kapitalschnitt*).

azionari può avere luogo solo se espressamente prevista dall'*Insolvenzplan* e con il consenso dei creditori; diversamente lo *swap* non potrà verificarsi<sup>428</sup> e le partecipazioni della società rimarranno immutate.

Terza iniziativa gestoria finanziaria è la ristrutturazione dell'esposizione debitoria dell'impresa al fine di rendere sostenibile l'indebitamento, qualificata dalla dottrina tedesca come una contromisura efficace<sup>429</sup>, che prevede l'ingerenza di soggetti terzi alla compagine sociale. La ristrutturazione potrebbe avvenire attraverso la ricerca di nuove risorse operando un aumento di capitale; tuttavia, è plausibile che una tale soluzione possa trovare il benessere di soggetti terzi alla compagine sociale, maggiormente disposti ad investire nella società rispetto ai soci. Una delle ragioni che potrebbe determinare la mancata adesione di questi ultimi è individuabile nella delusione per i risultati aspettati e ottenuti nella fase fisiologica della vita della società, che si aggraverebbe in caso di probabile verifica della crisi. L'effetto di questa sfiducia, qualora accompagnata da un'incapacità dell'organo gestorio di reagire al progressivo avanzamento della crisi a fronte dell'apporto di nuovi capitali da parte di soggetti terzi, potrebbe da ultimo determinare una "svuotamento" della partecipazione<sup>430</sup>. Per ovviare all'esigenza di una ristrutturazione, senza di fatto determinare un eccessivo indebolimento dei soci, gli amministratori potrebbero promuovere l'adozione di una delibera di aumento di capitale riservata a terzi, ma senza una precedente diminuzione dell'entità delle perdite. In questo modo si otterrebbe un aumento sufficiente ad «assorbire» il passivo in misura almeno pari alla ricostituzione del capitale minimo<sup>431</sup>. Altra soluzione per attutire il rischio di un indebolimento della posizione dei soci senza compromettere l'attrattività di investimenti da parte di soggetti terzi è la predisposizione di soluzioni regolatorie o richieste di nuovi capitali accompagnate dall'attribuzione di *warrants*<sup>432</sup>, i quali notoriamente non sono strumenti finanziari partecipativi in quanto non attribuiscono ai portatori diritti patrimoniali o amministrativi nella società. Peraltro l'offerta dei *warrants* può

---

<sup>428</sup> Sul punto v. BENEDETTI (nt. 305), 731 ss.

<sup>429</sup> In questo senso REIFELD (nt. 400), 6.

<sup>430</sup> In argomento v. STANGHELLINI (nt. 58) 22 e 23 e FERRI JR, *Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell'impresa alla luce di una recente proposta di direttiva europea*, in *Dir. fall.*, 2018, III e IV, 531 ss.

<sup>431</sup> Così GALLETTI (nt. 12), 180.

<sup>432</sup> Sul punto v. ARATO, *Il confine dell'utilità economicamente rilevante: l'attribuzione di azioni e di strumenti finanziari partecipativi*, in *dirittodellacrisi.it*, 7 ottobre 2022, 7. Mentre per una ricostruzione dell'origine dei warrant v. fra molti REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, in *Michigan Law Review*, 1972, Vol. 70, 1412 ss., HAYES e REILING, *Sophisticated financing tool: the warrant*, in *Harv. Bus. Rev.*, 1969, 138 ss. e KEITH, *Convertible securities and stock purchase warrants*, in *Rocky Mountain Law Review*, 1929, Vol. 2, 19 ss.

accompagnarsi al conferimento di azioni o obbligazioni, con il beneficio sia di una maggiore attrattiva dell'offerta per i terzi e un vantaggio per la società, che può così collocare le obbligazioni con un rendimento minore, poiché il potenziale valore del titolo sottostante costituisce parte della ricompensa del finanziatore. Infine, ulteriore forma di tutela è la possibilità di attribuire al portatore dello strumento accompagnato da un *warrant* il diritto di sottoscrivere le azioni o i titoli della società "emittente" o destinataria ad un prezzo definito (*strike price*). Sempre con riferimento alla possibilità che si realizzi una qualche forma di protezione della partecipazione dei soci in ipotesi di ristrutturazione finanziaria, parte della dottrina contempla la possibilità di concedere a questi un *warrant* attributivo del diritto di acquisire o sottoscrivere strumenti finanziari partecipativi o azioni di futura emissione, esercitabile qualora il valore del patrimonio sociale sia superiore a un determinato livello prestabilito dai creditori al momento dell'adesione alla soluzione regolatoria<sup>433</sup>.

### 5.3. *Le iniziative gestorie "esterne" di natura non finanziaria: gli accordi "stragiudiziali" e la composizione negoziata*

Prima di procedere all'analisi dei due strumenti riconducibili alla categoria in esame, occorre premettere che essi, pur avendo ad oggetto l'esposizione debitoria della società o le difficoltà che la medesima incontra nella prosecuzione della propria attività, si accomunano per la necessaria instaurazione di trattative con soggetti che risultano influenzati dall'agire dell'impresa. A differenza della precedente categoria di iniziative "esterne", in cui la società di fatto è indirizzata verso la creazione di nuove possibilità di investimento attrattive per generici soggetti terzi, gli amministratori devono direttamente rapportarsi con soci, creditori e altri *stakeholders*, per giungere all'individuazione di possibili accordi atti ad assicurare il proseguimento dell'attività d'impresa e il riequilibrio economico-finanziario. Le due soluzioni in esame, pur presentando elementi in comune sotto il profilo delle finalità e della scelta di attuare un dialogo con le parti interessate, presentano differenze sostanziali, in quanto mentre gli accordi stragiudiziali (*workouts*) sono rimessi all'autonomia contrattuale delle parti e governati dal dovere di buona fede, con la composizione negoziata le soluzioni attuabili, i doveri e gli interessi perseguiti

---

<sup>433</sup> Cfr. GALLETTI (nt. 12), 159, il quale precisa come l'adozione di questa soluzione consentirebbe al socio non solo di partecipare al rischio di inattuazione della ristrutturazione, ma anche di internalizzare il valore dell'impresa nella sola misura in cui questo si concretizzi e sempre nel limite della quota/surplus residua rispetto alla quale i creditori hanno manifestato disinteresse.

sono ben determinati dal Codice della crisi, il quale traccia un percorso “protetto” per le imprese che vi aderiscono e per coloro che hanno rapporti con esse<sup>434</sup>.

La *twilight zone*, come spesso ricordato nel corso della presente analisi, è una “fase” favorevole alla stipula di accordi puramente contrattuali volti a risolvere privatamente ed in modo tempestivo le difficoltà che impediscono il più fruttuoso perseguimento dell’oggetto sociale, prevenendo, ove possibile, il rischio di verificazione di eventuali “squilibri”. Indiscussi sono in dottrina<sup>435</sup> i benefici per le parti degli accordi stragiudiziali, siano esse l’impresa, i creditori e/o gli altri *stakeholders*, rispetto alle soluzioni previste dal Codice della crisi, non solo in quanto più rapidi nella loro definizione, ma anche potenzialmente idonei ad una maggiore soddisfazione degli interessi e delle pretese dei creditori. Questi ultimi, da un lato divengono parti dell’accordo stragiudiziale, potendo convenire le condizioni del rientro dell’esposizione del debitore a condizioni più favorevoli rispetto a quelle che otterrebbero se l’impresa accedesse alla composizione negoziata o ad uno strumento di regolazione nell’ipotesi di crisi, dall’altro assumono l’obbligo, a fronte dell’adempimento dell’impresa, di astenersi da azioni individuali volte al recupero del proprio credito che possano, di fatto, compromettere l’integrità del patrimonio. A tali vantaggi si aggiunge l’effettivo minor costo che tali soluzioni comportano rispetto a quelle previste dal Codice della crisi (in particolare la composizione negoziata), non solo in relazione ai costi c.d. diretti, quali sono i compensi dei vari soggetti coinvolti - l’esperto indipendente, consulenti che affiancano l’impresa e le spese vive della “procedura”-, ma anche con ai costi c.d. indiretti. In merito a questi ultimi, deve osservarsi come gli accordi stragiudiziali garantiscono una maggiore *disclosure* e un minore rischio di una “ricaduta” sulla *reputation* della società rispetto a soluzioni disciplinate dal legislatore, tra cui la stessa composizione negoziata<sup>436</sup>. La stipula degli accordi stragiudiziali potrebbe avere comunque un minore impatto per i soggetti terzi rispetto alle parti e gli *stakeholders*; infatti, pur non potendo il contenuto del negozio produrre effetti che tra le parti, ai sensi dell’art. 1372 c.c., non è possibile escludere che tali accordi possano compromettere

---

<sup>434</sup> Con riferimento, invece, alla questione della sussistenza di un vero e proprio obbligo dell’organo gestorio di intavolare trattative con i terzi, sembra piuttosto plausibile ammettere l’esistenza di un dovere di valutare e prendere in considerazione l’opportunità di formulare proposte e/o di concludere accordi stragiudiziali. Tale dovere sarebbe riconducibile a quel generico obbligo di garantire l’equilibrio economico-finanziario (o il suo eventuale recupero) di cui si è parlato al paragrafo 4 del presente capitolo e, dunque, costituire un precitato del principio di corretta amministrazione.

<sup>435</sup> V. STANGHELLINI (nt. 71)

<sup>436</sup> V. L. BOGGIO, *L’organizzazione ed il controllo della gestione finanziaria nei gruppi di società (non quotate)*, in *Società, banche e crisi d’impresa*, Liber amicorum Pietro Abbadessa, Vol. 3, Milano, 1539 ss.

quelle aspettative dei terzi, che essi avrebbero legittimamente potuto vantare in una fase antecedente.

Sempre con riferimento all'autonomia privata delle parti e alle indiscusse potenzialità di adeguare il contenuto del contratto alle esigenze e alle diverse problematiche che possono sorgere in pendenza del rapporto *inter partes*, la dottrina<sup>437</sup> si è interrogata sull'opportunità di prevedere nel regolamento negoziale le conseguenze che il manifestarsi di squilibri economico-finanziari o il venir meno della continuità aziendale avrebbero sulle parti e sul negozio. L'apposizione di tali clausole o, quantomeno, l'individuazione dei doveri dei contraenti agevolerebbero in teoria gli istituti di credito, i fornitori o, più in generale, i creditori della prestazione oggetto del contratto, i quali senza incertezza alcuna conoscerebbero le ricadute di una situazione di difficoltà sulla propria sfera giuridica e patrimoniale. Tuttavia, tale ipotesi contrasta con la realtà delle vicende e degli accadimenti che possono riguardare lo svolgimento dell'attività d'impresa; è, infatti, complesso se non addirittura impossibile, compiere una completa specificazione delle diverse cause del manifestarsi delle difficoltà economico-finanziarie e patrimoniali. Inoltre, tale impostazione non sarebbe nemmeno compatibile con la realtà in cui effettivamente l'imprenditore è chiamato ad esercitare la propria attività, caratterizzata da una molteplicità di interessi e di rapporti, spesso di natura contrattuale che costituiscono un intrecciato sistema di obbligazioni con un potenzialmente indeterminabile numero di soggetti. Il regolamento negoziale<sup>438</sup> di un singolo accordo potrebbe non interagire con altri rapporti in essere, con l'effetto che il manifestarsi della *twilight zone* o di una semplice momentanea difficoltà determinerebbe il sorgere di una molteplicità di nuovi doveri in capo all'impresa debitrice per ciascun finanziatore, fornitore e/o istituto di credito con concreta difficoltà nell'operare un coordinamento contrattuale tra i diversi creditori.

Ai predetti benefici legati alla stipula di un accordo stragiudiziale si contrappongono limitazioni e svantaggi riconducibili a diversi ambiti applicativi. In *primis*, le soluzioni esito di una trattativa tra privati non possono usufruire degli strumenti tipici delle procedure comportando, non solo il rischio di azioni revocatorie in sede di liquidazione giudiziale<sup>439</sup>, ma anche la riduzione della tutela esperibile contro eventuali

---

<sup>437</sup> In merito v. STANGHELLINI (nt. 71)

<sup>438</sup> In particolare le pattuizioni e le eventuali clausole ivi contenute.

<sup>439</sup> Con riferimento alla revocabilità degli accordi v. R. BROGI, *Esenzioni da revocatoria e piani di ristrutturazione dalla legge fallimentare al Codice della Crisi*, in *Fall.*, 2019, 606 ss., NARDECCHIA, *Le esenzioni dall'azione revocatoria e il favor per la soluzione negoziale della crisi d'impresa (Commento*

inadempienti ai soli rimedi tipici della disciplina contrattuale. Inoltre, la stipula di un accordo non impedisce che in caso di inadempimento del debitore il creditore adisca alle competenti sedi per far valere il proprio buon diritto di credito, agendo nei confronti della società per ottenere il rimborso del medesimo.

In una prospettiva comparatistica, si riscontrano negli ordinamenti europei e anglo-americani una pluralità di strumenti paragonabili agli accordi stragiudiziali atti all'affronto di una situazione di probabile verifica delle crisi o, più in generale, a superare le difficoltà in cui l'impresa è incorsa, garantendo la prosecuzione dell'attività. Il legislatore belga, con il recepimento della Direttiva Insolvency<sup>440</sup>, ha integrato le procedure stragiudiziali di ristrutturazione apportando modifiche al c.d. accordo stragiudiziale amichevole di cui all'art. XX.37 CDE, consentendone la stipula non più a due o più creditori ma anche ad uno singolo, in ragione proprio dell'ipotesi in cui la maggior parte dell'esposizione debitoria dell'impresa sia nei confronti di un unico soggetto. La caratteristica principale che distingue tali negozi dagli quelli stipulabili dalle imprese italiane è la possibilità che le parti si adoperino per ottenerne l'approvazione ad opera del tribunale ex art. XX.38 CDE. Con l'omologa non solo viene attribuito carattere esecutivo all'accordo, ma il medesimo non potrà essere revocato in caso di successiva apertura di una procedura di liquidazione giudiziale. In Francia, le imprese possono intraprendere, ai sensi degli artt. L 611-1 ss. C. com. una conciliazione preventiva avente natura contrattuale che presenta le caratteristiche di una procedura, in quanto l'accordo tra le parti viene raggiunto a seguito di trattative condotte con la supervisione di un conciliatore nominato dal presidente del Tribunale e può essere reso esecutivo su espressa richiesta delle parti. Nel *texto refundido del derecho concursal* il legislatore spagnolo ha seguito uno schema analogo a quello francese, che prevede sia un piano di ristrutturazione del debito, avente carattere semi-concorsuale in quanto di natura contrattuale nella prima fase e giudiziaria nella seconda, sia una procedura preventiva (*preconcurso*) sempre di

---

alle lettere d, e, g del comma 3 dell'art. 67), in *Commentario alla legge fallimentare* diretto da Cavallini, Vol. 2, Milano, 2010, 245 ss e JORIO, *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa tra "privatizzazione" e tutela giudiziaria*, in *Il fall.*, 2005, XII, 1453 ss.

<sup>440</sup> Avvenuto in data 1° settembre 2023 con l'entrata in vigore della legge 7 giugno 2023 che riformato il Libro XX del *Code de Droit Économique* (CDE), per un commento sul punto v. GRIECO, *Gli strumenti di ristrutturazione del debito nel riformato codice della crisi belga*, in *dirittodellacrisi.it*, 18 luglio 2024, 2. ss., il quale con riferimento ai c.d. accordi amichevoli ribadisce due vantaggi dei medesimi: la possibilità di salvaguardare la reputazione dell'impresa qualora le parti decidano che il contenuto dell'accordo rimanga privato -inibendo la presa visione del medesimo da parte di terzi anche in fase di omologazione- e che la stipula del medesimo determina una diminuzione significativa dei costi legati alle procedure di risanamento.

natura contrattuale ma con effetti procedurali di natura giudiziaria<sup>441</sup>. Infine, del tutto lontani dagli accordi stragiudiziali stipulabili dalle imprese italiane sono gli *schemes of arrangement*<sup>442</sup> inglesi e i *prepacked plans*<sup>443</sup> americani. I primi sono accordi tra una società i suoi creditori (o i suoi soci) approvati dall’Autorità giudiziaria, che sono disciplinati dalla *Section 895 ss. Company Act*, aventi ad oggetto la riorganizzazione del capitale e dell’impresa la ristrutturazione della medesima o del suo debito, mentre i secondi, disciplinati al Chapter 11, sono dei piani “confezionati” (*prepacked plans*) redatti prima della procedura d’insolvenza (*prepackaged bankruptcy*), il cui contenuto è stato già oggetto di un vaglio da parte della maggioranza dei creditori che hanno prestato il proprio consenso alla sua presentazione. I principali vantaggi della predisposizione di un tale piano in una fase anticipata rispetto alla presentazione della domanda di accesso sono offerti non solo dalla possibilità di giungere in modo più celere alla gestione della *bankruptcy*, ma anche di assicurare da un lato un più elevato grado di certezza per i debitori, i quali con la presentazione del piano avranno una visione più determinata dei possibili esiti della procedura, e dall’altro consentire agli *stakeholders* di previamente valutare la futura struttura patrimoniale della società e le modalità di gestione delle risorse.

In Italia si è assistito ad un ampliamento delle procedure che consentono ai debitori di giungere ad una composizione della situazione di difficoltà economico-finanziaria con i creditori<sup>444</sup>. Lo strumento che meglio risulta esperibile nella *twilight*, rientrando nella predetta categoria delle iniziative gestorie “esterne,” è la composizione negoziata<sup>445</sup>, la quale fin dalla sua introduzione, coincidente con l’abolizione delle procedure innanzi all’OCRI<sup>446</sup>, ha suscitato ampie discussioni in dottrina<sup>447</sup>. La prioritaria

---

<sup>441</sup> Per un riferimento alla disciplina degli istituti in parola si v. articolo 583 del *Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal*.

<sup>442</sup> Per un’analisi dello strumento v. J. PAYNE, *The mechanics of a scheme of arrangement*, in *Schemes of Arrangement: Theory, Structure and Operation*, Cambridge, 2021, 19-101.

<sup>443</sup> Sullo strumento v. fra molti N.P SAGGESE e A. RANNEY-MARINELLI, *A Practical Guide To Out-Of-Court Restructurings And Prepackaged Plans Of Reorganization*<sup>2</sup>, Hoboken (NJ), 1998.

<sup>444</sup> In Germania: si distingue il piano di ristrutturazione (§§ 2-28 StaRUG), che potrebbe essere principalmente qualificato come contrattuale, dagli strumenti di stabilizzazione e di ristrutturazione (§§29-72 StaRUG). La ristrutturazione ha come presupposto ai sensi del § 94 la nomina da parte del Tribunale di una persona fisica come moderatore della ristrutturazione (tranne nel caso di manifesta insolvenza del debitore).

<sup>445</sup> Nell’analisi condotta si fa riferimento, come del resto in tutto l’elaborato, alle sole imprese commerciali. Per un commento sull’accesso alla composizione negoziata nelle imprese agricole v. L.P. BOTTI, *L’imprenditore agricolo. Nuove evoluzioni e prospettive di sostenibilità*, Torino, 2025, 126 ss.

<sup>446</sup> Operato dal d.lgs. 17 giugno 2022, n. 83.

<sup>447</sup> V. in luogo di molti v. NIGRO e VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Mulino, 2023, Bologna, 72 ss., MEO, *La responsabilità nella composizione negoziata della crisi*, in *Dir. fall.*, 2023, V. 837 ss., A.

concerne l'individuazione delle "fasi" della vita dell'impresa che consentono all'imprenditore il legittimo accesso alla composizione negoziata. Come già più volte ribadito<sup>448</sup> nella *twilight zone* l'agire e il perseguimento dei diversi interessi devono essere bilanciato dagli amministratori, mediante l'astensione da azioni che comportino un'eccessiva conservazione del patrimonio oppure incuranti dell'integrità del medesimo. Con l'accesso alla composizione negoziata il debitore può giungere al recupero dell'efficienza produttiva e della redditività, nella libertà di individuare le soluzioni che più risultano adeguate al perseguimento di detto fine<sup>449</sup>; tuttavia tali scelte devono essere precedute da un'attenta analisi delle cause e dei singoli fattori di squilibrio<sup>450</sup> di squilibrio<sup>451</sup>. In merito alle condizioni di accesso, un'autorevole dottrina<sup>452</sup> reputa coerente con le disposizioni normative, ed in particolare con l'art. 21 CCII, la possibilità del debitore di ricorrere alla composizione negoziata non solo nell'ipotesi di insolvenza e di crisi, ma anche quando si manifesti una condizione che ne faccia prefigurare una probabile verifica. Tuttavia, la sussistenza di uno dei predetti stati non è da sola sufficiente a consentire l'ingresso in composizione negoziata, dovendo ricorrere, ai sensi del primo comma dell'art. 12 CCII<sup>453</sup>, anche il presupposto del ragionevole perseguimento del risanamento dell'impresa, che dovrà essere oggetto di un accertamento dell'esperto in quanto condizione indefettibile per la prosecuzione dell'incarico, che deve avvenire tramite la convocazione del debitore nonché alla luce delle informazioni assunte dall'organo di controllo e dal revisore legale ex art. 17, comma 5, c.c. Ne consegue che

---

QUAGLI, *Riflessioni aziendali sulla ammissione alla composizione negoziata (d.lgs. 118/2021)*, su *ilcaso.it*, 10 gennaio 2022, 4 ss

<sup>448</sup> Sul punto v. AMBROSINI, *Ancora sulle "condizioni" dell'impresa - dalla precrisi all'insolvenza sanabile e sulla sua gestione nella composizione negoziata (con una chiosa in merito al recente lapsus del legislatore)*, in *Quaderni di rist. az.*, 2025, I, 4 ss., il quale precisa che sebbene in questa zona, appunto, «crepuscolare» debba suggerire un agire più prudente agli amministratori, non sussiste ancora un obbligo di comportamento meramente conservativo.

<sup>449</sup> In questo senso si v. CAIAFA (nt. 250), 131 ss. Ampia è la letteratura che fa riferimento all'affitto d'azienda, senza pretesa alcuna di completezza, si osserva come una delle principali questioni che attiene al regime autorizzativo della medesima in quanto l'art. 21, comma 2, CCII prevede un obbligo di informativa in capo all'imprenditore di informare preventivamente l'esperto del compimento di atti di straordinaria amministrazione, il quale dovrà verificare se l'atto possa arrecare pregiudizio ai creditori, alle trattative o alle prospettive di risanamento. Per un'analisi del fenomeno v. D'ATTORRE, *Il trasferimento dell'azienda nella composizione negoziata*, in *dirittodellacrisi.it*, 5 novembre 2021, 2 ss.

<sup>450</sup> Produttivi, gestionali e finanziari.

<sup>451</sup> In merito all'importanza della pianificazione e dei "sistemi" di allerta e previsione rispetto alla scelta della soluzione regolatoria v. PACCHI (nt. 125), 18 ss.

<sup>452</sup> Sul punto v. GINEVRA (nt. 92). 6, il quale con riferimento ai predetti stadi precisa come ai sensi dell'art. 21 CCII «i vincoli all'azione dell'imprenditore mutano nei tre casi, posti vincoli alla gestione sostenibile nel secondo e al rispetto del prevalente interesse dei creditori nel terzo. Il che potrebbe anche far prospettare un diverso grado di discrezionalità degli amministratori nell'individuazione dello strumento di regolazione della crisi realmente adeguato al caso concreto».

<sup>453</sup> In argomento v. GALLETTI (nt. 9), 248 e 249.

l'istanza per l'avvio della composizione negoziata sarebbe esclusa sia quando l'organo gestorio ritenga non possibile il risanamento dell'impresa attraverso un piano elaborato all'esito di trattive e condiviso con i creditori, sia qualora l'opzione liquidatoria risultasse l'unico mezzo per addivenire al soddisfacimento dei medesimi<sup>454</sup>. Un esito negativo<sup>455</sup> della composizione si avrebbe se al termine delle trattive non fosse possibile perseguire alcuna delle soluzioni di cui all'art. art. 23 CCII<sup>456</sup>; un tale risultato comporterebbe, di fatto, ad un'inutile sottoposizione dei partecipanti ad un tentativo di regolazione della situazione di difficoltà. Da ultimo, sempre sulle ipotesi di accesso alla composizione nelle diverse "fasi" della vita della società, si rileva un contrasto giurisprudenziale sull'ammissibilità o meno dello strumento in pendenza di una domanda di liquidazione giudiziale presentata nei confronti dell'imprenditore<sup>457</sup>. In senso positivo è quel filone che motiverebbero la coesistenza delle due procedure con un'interpretazione sistematica e teleologica dell'art. 25 *quinquies* CCII, il quale farebbe menzione dell'incompatibilità dell'istanza ex art. 12 esclusivamente con gli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza e, quindi, non con la procedura di liquidazione giudiziale. Inoltre, il medesimo articolo, nell'indicare i limiti, dovrebbe essere letto nel senso di ricomprendere le sole domande di risoluzione della crisi ad iniziativa del debitore e, dunque, escludendo quelle presentate da altri soggetti come, ad esempio la liquidazione giudiziale, ad opera del P.M. Secondo, invece, una recente giurisprudenza<sup>458</sup>, sempre di merito, l'art. 25 *quinquies* dovrebbe essere interpretato nel senso che la pendenza del procedimento per l'apertura della liquidazione sia ostativa, sino alla sua definizione, alla presentazione da parte del debitore dell'istanza di accesso alla composizione negoziata, indipendentemente dalla circostanza che il procedimento per l'apertura della liquidazione giudiziale sia stato avviato dallo stesso debitore, anziché dal creditore o dagli altri soggetti indicati dall'art. 40, comma 6, CCII. A favore di quest'ultimo orientamento milita quella parte della

---

<sup>454</sup> Sul punto v. ABRIANI e BASTIA (nt. 115), 23 e 24, i quali rilevano che «il ricorso a tale strumento risulta consentito sia quando sussista una situazione che genera incertezze sulla capacità dell'impresa di continuare a operare come entità in funzionamento, ma addirittura quando si sia già determinata una cesura della prospettiva di continuità».

<sup>455</sup> Per un rilievo sulle cause e le percentuali di successo dell'istituto della composizione negoziata v. M.C. DI MARTINO, *La crisi della composizione negoziata*, in *Nuove leggi civ.*, 2024, III, 708 ss.

<sup>456</sup> Per un commento sulla disposizione v. C. PASQUARIELLO e G. PANCIOLI, *Sub. art. 23*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di Maffei Alberti e Speranzin, Milano, 2023, 74 ss.

<sup>457</sup> V. in luogo di recente Trib. Tempio Pausania, 12 ottobre 2023, in *Fall*, 2024, IV, 550.

<sup>458</sup> Trb. Udine, 13 aprile 2024, in *Dejure*, e Trib. Roma, 6 settembre 2023, *ivi*. Invece, secondo. App. Trieste, 22 maggio 2024, in *dirittodellacrisi.it*.

dottrina<sup>459</sup> che non solo vede nella composizione negoziata uno strumento diretto (anche) alla salvaguardia del patrimonio e, dunque, in contrapposizione ai fini liquidatori, ma ritiene che in assenza di possibilità alcuna di un ragionevole perseguimento dell'obiettivo del risanamento dell'impresa e della prosecuzione della sua attività, la società non potrebbe che fruire dell'accesso ad uno strumento avente come esito la liquidazione del patrimonio. La finalità perseguita dal legislatore con la composizione negoziata, rinvenibile per altro nella lettera dell'art. 12 CCII, è quella di dotare l'imprenditore di un efficace mezzo di "precoce ristrutturazione preventiva", allorquando lo squilibrio patrimoniale o economico-finanziario in cui il medesimo versa sia ancora in una fase embrionale, così da stimolare un intervento veramente anticipato attraverso idonee iniziative e, dunque, incompatibile con i presupposti della domanda di liquidazione giudiziale. Pur ritenendo di condividere le argomentazioni da ultimo esposte, si ritiene di osservare come il verificarsi della litispendenza della composizione negoziata e della liquidazione giudiziale potrebbe in futuro essere ovviato mediante il recepimento da parte dell'ordinamento delle procedure di *pre-pack* di cui al progetto della Direttiva Insolvency III. Tali soluzioni, come visto, consentirebbero al debitore di preparare la vendita dell'impresa prima della proposizione della domanda di liquidazione giudiziale, con l'effetto non solo di ottenere proventi subito dopo l'apertura della procedura formale di insolvenza intesa a liquidare una società, ma anche di trasferire automaticamente i contratti ineseguiti, essenziali per il proseguimento dell'attività da parte del futuro acquirente.

Fermo restando l'esposto rischio di insuccesso della composizione negoziata, l'accesso alla medesima determina una serie di vantaggi facilmente ricavabili anche dalla disciplina codicistica, tra i quali il più noto è la possibilità per il debitore di domandare la concessione delle misure protettive e cautelari ai sensi degli artt. 18 e 19 CCII<sup>460</sup>, nei confronti di tutti i creditori sociali oppure solo di alcuni di essi. Le prime sono definite

---

<sup>459</sup> Sul punto v. CAIAFA (nt. 250), 132 ss. e ABRIANI e BASTIA (nt. 115), 27.

<sup>460</sup> Numerosi sono i contributi, fra questi v. PERNIGOTTO, *Le misure protettive e cautelari nella composizione negoziata della crisi*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022, 283 ss., TEDOLDI, *Le misure protettive (e cautelari) nella composizione negoziata della crisi*, in *ivi*, 353 ss., M. FABIANI, *Misure cautelari protettive nel codice della crisi*, in *I quaderni di "in executivis"*, *Commento al Codice della Crisi di impresa e dell'insolvenza*, a cura di D'Arrigo-De Simone-Di Marzio-Leuzzi, 2019, III, 131 ss., G. SCARSELLI, *Le misure cautelari e protettive del nuovo codice della crisi*, in *judicium.it*, 8 aprile 2019. Con riferimento al rapporto con i procedimenti cautelari v. M. MONTANARI, *Il procedimento relativo alle misure protettive e cautelari nel sistema della composizione negoziata della crisi d'impresa: brevi notazioni*, in *ilcaso.it*, 24 dicembre 2021, 3 ss. e L. BACCAGLINI - F. DE SANTIS, *Misure protettive e provvedimenti cautelari*, in *dirittodellacrisi.it*, 2021, 59 ss.

dall'art. 2, comma 1, lett. p) alla stregua di misure temporanee richieste dall'imprenditore per ovviare ai pregiudizi che determinate azioni dei creditori possono arrecare alle iniziative assunte per la regolazione della crisi o dell'insolvenza fin dalla fase delle trattative<sup>461</sup>. Ai creditori interessati da queste è fatto divieto non solo di rifiutare unilateralmente l'adempimento dei contratti pendenti o l'esecuzione, ma anche di provocarne la risoluzione, nonché di anticiparne la scadenza o di attuare qualunque modifica in danno dell'imprenditore. È comunque ammessa la possibilità per l'imprenditore di richiedere la predetta "tutela" nei confronti anche di determinate iniziative intraprese dai creditori a tutela dei propri diritti, di determinati creditori o di determinate categorie di creditori<sup>462</sup>. Qualora il debitore abbia proposto la domanda di accesso alla composizione negoziata, il *dies a quo* della operabilità delle misure cautelari coinciderà con il momento della pubblicazione nel registro delle imprese dell'accettazione dell'esperto. La durata delle misure è determinata dal Tribunale in sede di conferma ai sensi dell'art. 19, comma 1, CCII e non può essere inferiore a trenta giorni o superiore a centoventi, prorogabili a condizione che esse siano necessarie per il buon esito delle trattative e che la proroga non arrechi eccessivo pregiudizio ai creditori. Con riferimento al loro contenuto, le misure protettive si distinguono in tipiche e atipiche<sup>463</sup>; le prime vengono ricondotte, sotto il profilo della disciplina e del loro contenuto all'art. 18 CCII, in particolare al comma 5, mentre le seconde, si ritiene non possano avere spazio nella *twilight zone* essendo riservate al solo contesto propriamente concorsuale<sup>464</sup>. Alla lettera q) del primo comma dell'art. 2 CCII<sup>465</sup> vengono disciplinati quei provvedimenti cautelari (c.d. misure cautelari) emessi dal giudice competente a tutela del patrimonio o dell'impresa del debitore, che appaiano secondo le circostanze più idonei ad assicurare provvisoriamente il buon esito delle trattative, gli effetti degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza e l'attuazione delle relative decisioni. Infine, non è precluso

---

<sup>461</sup> v. Trib. Arezzo, 9 dicembre 2024, in *ilcaso.it*. In cui si precisa come per la concessione di misure cautelari ovvero protettive atipiche, deve sussistere la proporzionalità tra il tasso di utilità della misura specificamente richiesta rispetto alla soluzione della crisi ipotizzata e il sacrificio richiesto al creditore o al terzo attinto dalla misura.

<sup>462</sup> Sono esclusi dalle misure protettive, ai sensi del primo comma dell'art. 18 CCII, i diritti di credito dei lavoratori.

<sup>463</sup> In argomento v. BACCAGLINI, *Composizione negoziata della crisi e misure protettive: presupposti, conseguenze ed effetti della loro selettività sulle azioni esecutive individuali*, in *Fall.*, 2022, 1091 ss. Sulla differenza tra misure protettive "incidentali" e "anticipate" v. M. CENTONZE, *Problemi in materia di misure protettive nel codice della crisi*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022, 227 ss.

<sup>464</sup> In giurisprudenza v. fra molti Trib. Udine, ordinanza 30 aprile 2024, in *dirittobancario.it*

<sup>465</sup> Entrambe le lettere modificate da ultimo dal d.lgs. 13 settembre 2024, 135.

dalla lettera della norma che tali provvedimenti possano assumere il medesimo contenuto delle misure protettive atipiche, quando ciò sia necessario per condurre a termine le trattative<sup>466</sup>.

L'avvio della composizione negoziata, oltre al predetto “ombrello protettivo”<sup>467</sup>, offre altre possibilità per il debitore, in quanto non solo consente, sotto il profilo dei presupposti, un più agevole accesso ad una modalità di gestione delle difficoltà economico-finanziarie o patrimoniali, rispetto agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, ma permette di intavolare trattative, sotto l'egida dell'esperto, caratterizzate da pregnanti doveri di collaborazione fra le parti. Infine, è consentito accedere a «nuova finanza» prededucibile ai sensi dell'art. 22 CCII, come ampiamente trattato nei precedenti paragrafi, nonché di godere del beneficio ex art. 24, comma 2, CCII dell'irrevocabilità<sup>468</sup> di tutti gli atti, i pagamenti e le garanzie autorizzati dal giudice e posti in essere dall'imprenditore nel periodo successivo alla accettazione dell'incarico da parte dell'esperto.

In conclusione, la scelta alternativa di perfezionare accordi stragiudiziali o di avviare la composizione negoziata può dirsi strettamente collegata alle condizioni economico-finanziarie dell'impresa e, dunque, alla gravità della sua esposizione debitoria. Più infatti è alto il numero dei crediti scaduti, più probabile è che i creditori agiscano per ottenere in via coattiva il pagamento, sicché maggiore sarà la propensione degli amministratori a dare avvio alla composizione negoziata, stante la necessità di guadagnare tempo non solo per l'istaurazione delle trattative, ma anche per bloccare eventuali azioni nei confronti dell'impresa. Diversamente, qualora l'eventualità di subire tali iniziative dei creditori sia minore a motivo dell'inferiore esposizione, oppure nel caso in cui la titolarità dei crediti verso l'impresa sia riconducibile ad un numero minore di soggetti, è plausibile ritenere che gli amministratori si orientino verso al stipula di accordi

---

<sup>466</sup> Di recente in giurisprudenza v. Trib. Padova, 19 novembre 2024, in *ilcaso.it*. Si veda anche: Trib. Nola, 15 maggio 2025, in *Dejure* e Trib. Arezzo, 9 dicembre 2024, in *Dirittoegiustizia*, 24 dicembre 2024. In cui si precisa che per la concessione di misure cautelari ovvero protettive atipiche debba sussistere proporzionalità tra l'utilità della misura specificamente richiesta rispetto alla soluzione della crisi ipotizzata e il sacrificio richiesto al creditore o al terzo attinto dalla misura.

<sup>467</sup> Limitazioni temporanee della facoltà per mezzo delle misure cautelari o protettive, nei Paesi Bassi si parla di un periodo di raffreddamento *afkoelingsperiode*, art. 376 Fw, in Germania di un ordine di stabilizzazione *Stabilisierungsanordnung* (§§ 49 ss. StaRUG). In merito v. KERN, *Ein Wettbewerb der Rechtsordnungen? Vergleich des niederländischen und des deutschen Umsetzungsgesetzes zur Restrukturierungsrichtlinie [A Competition of Legal Systems? Comparison of the Implementation of the Directive on Restructuring and Insolvency in the Netherlands and Germany]*, in *NZI Sonderbeilage*, 1/2021, I, 74 ss.

<sup>468</sup> In sede di liquidazione giudiziale ex art. 166, comma 2, CCII.

stragiudiziali, in ragione della possibilità di convenire un regolamento negoziale più confacente all'interesse dei creditori, con la potenziale conseguenza di abbattere il rischio dell'esercizio di eventuali azioni di adempimento.



## CAPITOLO IV

### Accenni sulla valutazione della responsabilità gestoria degli amministratori nella *twilight zone*.

SOMMARIO: 1. Le fattispecie di responsabilità ascrivibili agli amministratori, - 2. Applicazione della *business judgment rule* alle scelte adottate nella *twilight zone*.

#### 1. *Le fattispecie di responsabilità ascrivibili agli amministratori*

Nel concludere la dissertazione sui doveri degli amministratori nella *twilight zone*, occorre accennare al complesso tema della responsabilità<sup>469</sup> in caso di inadempimento anche per determinare il parametro di valutazione delle loro condotte ai fini dell'applicabilità o meno della *business judgment rule*<sup>470</sup>. Come ricostruito nel precedente capitolo, oltre alla predisposizione degli assetti amministrativi, organizzativi e contabili adeguati in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, i gestori sono tenuti ad assicurare la sostenibilità economico-finanziaria e patrimoniale nell'ottica di consentire la prosecuzione dell'attività; dovere quest'ultimo che si traduce in ulteriori obblighi che "guidano" e allo stesso tempo limitano le scelte gestorie, sempre peraltro riconducibili al più ampio principio di corretta amministrazione. La Direttiva Insolvency ed in particolare l'art. 19 costituiscono, come più volte affermato, l'originaria fonte degli obblighi in capo agli amministratori nel sistema armonizzato che il legislatore europeo ha voluto costituire. In esso emerge una chiara responsabilità dei gestori sia nell'ipotesi di omessa adozione delle misure necessarie per evitare l'insolvenza, così come nella scelta di condotte che «deliberatamente o per grave negligenza, mettono in pericolo la sostenibilità»<sup>471</sup>. Prima dell'entrata in vigore del Codice della crisi, la responsabilità degli amministratori veniva principalmente fondata sulla violazione degli obblighi gestori correlati a una causa di

---

<sup>469</sup> In merito v. SANTONI, *Doveri e responsabilità degli amministratori durante le procedure di ristrutturazione*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025, 241 ss. e KIST, *Pflichten und haftungsrisiken der geschäftsleiter innerhalb des restrukturierungsrahmens*, in *ivi*, 225 ss. Per una comparazione della responsabilità dei gestori nell'insolvenza, v. in luogo di molti GUZZI, *Responsabilità degli amministratori e insolvenza: spunti per una comparazione tra esperienza giuridica italiana e spagnola*, in *Riv. dir. imp.*, 2010, 232 ss.

<sup>470</sup> E nemmeno con pretesa di completezza, essendo l'argomento oggetto specifico di contributi monografici, v. fra molti BARCELLONA (nt. 291), 1 ss.

<sup>471</sup> Art. 19, lett. b) e c), Direttive UE 2019/1023.

scioglimento della società; dopo la riforma, come analizzato, i doveri si collocano in una prospettiva completamente diversa<sup>472</sup> determinando il sorgere di una molteplicità di fattispecie di responsabilità. L'operata ricostruzione dei margini di discrezionalità gestoria nella *twilight zone* consente di individuare alcune ipotesi di responsabilità in ordine alle quali è necessario affrontare il problema dell'operabilità o meno della *safe harbour* della *BJR*. In primo luogo, se l'ottica dell'intero sistema ideato dalla Direttiva Insolvency, e poi dal Codice della crisi per l'ordinamento italiano, è finalizzata alla precoce rilevazione della crisi in modo da consentire all'impresa di scongiurarla, occorre chiedersi se gli amministratori rispondano o meno per la negligenza nella ricezione dei segnali o indizi rilevatori dell'avvicinamento della crisi nonché per la mancata o non tempestiva reazione ai medesimi. Reazione che dovrebbe portare i gestori all'adozione di mezzi idonei al recupero della continuità aziendale e al ripristino dell'equilibrio economico e finanziario, rispetto ai quali sarà necessario anche accertare se la condotta posta in essere abbia o meno comportato la violazione dello specifico obbligo di programmare il verificarsi dell'eventuale crisi e di gestirla in caso di sua emersione attraverso l'accesso tempestivo agli strumenti di risoluzione esistenti<sup>473</sup>. Un ulteriore interrogativo concerne la possibile responsabilità<sup>474</sup> per le conseguenze dannose che scaturiscono dall'adozione di iniziative gestorie "interne" o "esterne" che si rivelino *ex post* inadeguate al recupero della sostenibilità economico-finanziaria, peraltro senza indagare sulla sussistenza di alternative più o meno vantaggiose per i titolari di posizioni di *equity*<sup>475</sup>. Tuttavia, le scelte gestorie sono potenzialmente produttive di effetti non solo per gli amministratori ma anche per i creditori i quali subirebbero le conseguenze negative di decisioni non oculate, di fatto determinando non solo una potenziale diminuzione del patrimonio, ma anche una limitazione delle effettive possibilità di intraprendere iniziative diverse (perdita di *chances*). Si pensi all'insuccesso di un'offerta ai terzi di pacchetti di finanziamento con *warrant* oppure all'esito negativo delle trattative "private" instaurate

---

<sup>472</sup> Con riferimento a questa differenza v. FRIGENI (nt. 303), 267 e 268, il quale rileva «Benché le norme in tema di scioglimento delle società di capitali abbiano una portata generale e siano destinate ad applicarsi in corrispondenza di una qualunque delle fattispecie previste dall'art. 2484 c.c., è sull'applicazione di tale disciplina che hanno trovato fondamento le azioni risarcitorie promosse nelle procedure concorsuali nei confronti degli amministratori a tutela della massa dei creditori sociali rimasti insoddisfatti».

<sup>473</sup> In questo senso v. RICCIARDELLO (nt. 208), 80 ss.

<sup>474</sup> Con riferimento, invece, alla responsabilità per la scelta dello strumento di regolazione della crisi v. D'ATTORRE, *Scelta dello strumento di gestione della crisi e business judgment rule*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025, 329 ss.

<sup>475</sup> In argomento v. GALLETTI (nt. 12), 197 ss., il quale precisa che deve verificarsi l'avvenuta o meno lesione al valore ed alla redditività della partecipazione sociale.

con una pluralità di creditori, eventi che indirettamente recherebbero un pregiudizio alla reputazione dell'impresa, la quale inizierebbe ad essere percepita dal mercato come carente di una sostenibilità economico-finanziaria. Sempre con riferimento alle iniziative “esterne” di natura non finanziaria, ulteriori fattispecie di responsabilità sono rinvenibili nelle condotte degli amministratori che nel corso delle trattative abbiano voluto favorire esclusivamente la posizione di uno o altri creditori, perpetrando la violazione dei doveri di collaborazione di cui all'art. 4, comma 1, CCII. Analogo il caso del deposito della domanda di composizione negoziata<sup>476</sup> al solo fine di usufruire delle misure protettive e cautelari di cui agli artt. 18 e 19 CCII nonché di ritardare l'accesso agli strumenti di regolazione della crisi o dell'insolvenza o l'avvio della liquidazione giudiziale, integrando a tutti gli effetti una condotta abusiva.

La questione della responsabilità degli amministratori suggerisce la comparazione con la legge di stabilizzazione e ristrutturazione (StaRUG), la quale, come già ricostruito<sup>477</sup>, nella sua fase di elaborazione ha assistito all'espunzione del § 3 StaRUG-RegE che riconosceva nella violazione dei doveri di monitoraggio costante degli eventi che possono compromettere la sopravvivenza della persona giuridica e nella mancata adozione di contromisure appropriate ai sensi del § 1 StaRUG. una fattispecie di responsabilità “interna”. La disposizione non è riportata nel testo attuale della StaRUG in quanto sono stati ritenuti sufficienti i sistemi di responsabilità già previsti dal diritto societario e commerciale, in ragione della diffusa opinione che l'individuazione e il controllo tempestivi della crisi potessero ricondursi al dovere di diligenza previsto dal § 43(1) GmbHG e dal § 93(1) AktG, con l'effetto che in caso di una violazione colposa dei predetti obblighi gli amministratori e i membri del consiglio di amministrazione rispondono ex § 43(2) GmbHG e § 93(2) AktG<sup>478</sup>. A differenza del legislatore italiano, la violazione degli obblighi di risanamento costituisce una specifica fattispecie di responsabilità ai sensi del § 43 StaRUG<sup>479</sup>, la quale non sostituisce quelle di origine societaria ma determina una modifica dello *standard* di diligenza di cui § 32(1) StaRUG inasprendolo durante la pendenza della *Restrukturierungssache*. Tale disposizione non

---

<sup>476</sup> Sulla responsabilità degli amministratori nella composizione negoziata, v. MEO, *La responsabilità nella composizione negoziata della crisi*, in *Fall.*, 2023, V, 833 ss.

<sup>477</sup> Si veda Capitolo II, paragrafo 3.

<sup>478</sup> Per un'analisi dell'evoluzione normativa v. KORCH, *Restrukturierungshaftung der Geschäftsleiter nach dem StaRUG*, in *GmbHR 2021*, 793-800

<sup>479</sup> Per la ricostruzione dell'evoluzione v. KORCH, *Restrukturierungsgesellschaftsrecht–Zur Überformung des Gesellschaftsrechts durch den StaRUG-Regierungsentwurf*, in *NZG*, 2020, 1299 ss.; THOLE, *Der Entwurf des Unternehmensstabilisierungs- und restrukturierungsgesetzes*, in *ZIP*, 2020, 1985 ss.

prevede alcun riferimento alla discrezionalità dei gestori nell'adempiere a tale obbligo ma contempla una ripartizione dell'onere probatorio diversa, in quanto sarà il debitore a dover dimostrare la violazione dell'amministratore, la provocazione del danno e il nesso di causalità, salva sempre la possibilità del soggetto passivo della richiesta di dare prova di non avere con la sua condotta violato alcun obbligo. Infine, ai sensi del § 43(1), gli amministratori dovranno risarcire la società del danno subito dai creditori; in tal modo si determina una scissione tra il soggetto leso e titolare del diritto al risarcimento del danno.

## 2. *Applicazione della business judgment rule alle scelte adottate nella twilight zone*

A seguito dell'avvenuta individuazione delle fattispecie di responsabilità ascrivibili agli amministratori nella *twilight zone* occorre verificare, se rispetto ad esse operi o meno la *business judgment rule*, vale a dire se le scelte e le soluzioni elaborate al fine di far fronte ad eventuali alterazioni dell'equilibrio economico-finanziario siano o meno sindacabili nel merito da parte giudice, del collegio sindacale o dei revisori. La necessità di una tale analisi è desumibile dalla particolare posizione che questa fase assume rispetto alla piena solvibilità e alla crisi d'impresa, caratterizzate, come dimostrato, da sostanziali differenze sotto il profilo degli interessi perseguiti e degli obblighi degli amministratori.

In *primis* occorre evidenziare, nonché ribadire<sup>480</sup>, che in una fase di normale conduzione dell'attività sociale, caratterizzata, sotto il profilo dei presupposti da una lontananza della *twilight*, le scelte gestorie degli amministratori sono insindacabili nel merito, sempre che risultino ragionevoli a seguito di una valutazione da compiersi *ex ante*, secondo i parametri della diligenza del mandatario<sup>481</sup>. Parametri che, per parte della dottrina<sup>482</sup>, pongono una serie di obblighi per l'organo amministrativo fra cui l'agire informato, tramite l'istituzione di sistemi organizzativi adeguati a intercettare il manifestarsi della crisi o dell'insolvenza e la diffusione delle informazioni all'interno degli organi competenti ad assumere decisioni.

La *business judgment rule* svolge inoltre una funzione di tutela della discrezionalità di azione rispetto al rischio, in quanto il divieto di riesame del merito della

---

<sup>480</sup> Si richiamano le osservazioni già svolte sulla *BJR* al Capitolo III, paragrafo 3.

<sup>481</sup> Cfr. Cass. sez. I, 22 giugno 2017, n. 15470, conformi: Cass. sez. III, 22 giugno 2020, n. 12108, Cass. sez. I, 12 febbraio 2013, n. 3409, tutte reperibili in *Dejure*.

<sup>482</sup> In questi termini v. MEO, "*Business Judgement Rule*" e crisi, in *Riv. soc.*, 2024, IV, 576 ss.

scelta gestoria impedisce di valutarne il contenuto anche sotto il profilo della sua «rischiosità»<sup>483</sup>. La circostanza che la copertura della *BJR* concerna non solo il merito ma anche il “grado” di rischio delle scelte pare essere coerente con la conduzione dell’attività dell’impresa solvibile esente dal disallineamento degli interessi dei soci, creditori e altri *stakeholders*, che potrebbero indurre gli amministratori a propendere per la tutela degli uni o degli altri disincentivando le condotte che apparirebbero *ex ante* caratterizzate da un grado più elevato di rischio.

Maggiormente problematica e non condivisa in modo univoco in dottrina è la questione dell’applicabilità della *BJR* alle scelte gestorie poste in essere in pendenza della crisi d’impresa; fattispecie che non deve sovrapporsi alla valutazione dei comportamenti produttivi della crisi. Questi ultimi si sostanziano nelle condotte attuate dagli amministratori che hanno determinato il manifestarsi della crisi d’impresa, le quali, qualora vietate dalla legge, non trovano “protezione” nella *business judgment rule*, mentre se legittime risulterebbero insindacabili trattandosi di atti di gestione. Principale argomento a favore del riconoscimento della *safe harbour* per le iniziative gestorie in caso di crisi è da rinvenirsi, secondo parte della dottrina<sup>484</sup>, nell’assunto che la scelta dello strumento con cui fronteggiarla abbia per definizione natura gestionale e perciò non possa essere oggetto di una valutazione nel merito, salvo il sindacato generale della diligenza professionale. Altri autori<sup>485</sup>, pur condividendo tale riflessione, sottolineano come la *BJR* dovrebbe “salvaguardare” le modalità e i tempi di reazione per risolvere la crisi; tuttavia gli amministratori corrono comunque il rischio di essere chiamati a rispondere qualora non si attivino al manifestarsi dei segnali di “allarme” elencati dall’art. 3 CCII (c.d. *comply or explain*)<sup>486</sup>. Allo stesso modo l’insindacabilità nel merito opererà nelle ipotesi di insuccesso dei tentativi di recupero dell’equilibrio economico-finanziario e della prospettiva della continuità aziendale. Sono espressione di un diverso orientamento<sup>487</sup> coloro che sostengono che con il manifestarsi della crisi non vi sia più spazio per

---

<sup>483</sup> Cfr. GALLETTI (nt. 12), 196.

<sup>484</sup> In argomento v. MEO (nt. 496), 585 ss. e M.S. SPOLIDORO, (nt. 311), 1268, laddove ritiene che, per essere causa di responsabilità, la scelta degli amministratori in ordine allo strumento di soluzione della crisi deve risultare negligente, irragionevole o dolosa. Condividono l’impostazione della applicazione della *BJR* BOZZA (nt. 280), 1102 e VICARI (nt. 269), 130 ss.

<sup>485</sup> V. fra molti PANZANI, (nt. 294), 18, il quale sottolinea come l’imprenditore «ha la piena responsabilità della gestione dove i vincoli cui essa deve venir finalizzata nella duplice ipotesi della crisi e dell’insolvenza comporta che la regola della *business judgment rule* non possa trovare completa applicazione». V. anche RICCIARDELLO, *Sustainability and going concern*, in *Riv. soc.*, 2022, I, 52 ss.

<sup>486</sup> Cfr. ARATO, *Il ruolo di soci e amministratori nei quadri di ristrutturazione preventiva*, in *dirittodellacrisi.it*, 10 maggio 2022.

<sup>487</sup> V. in luogo di molti BRIZZI (nt. 78), 354 ss.

l'applicazione della *BJR*, in quanto la situazione determinerebbe l'insorgere di obblighi specifici che, oltre a ridurre le libertà di cui godrebbero gli amministratori, renderebbero la loro discrezionalità meramente tecnica e dunque "vincolata"<sup>488</sup>. È quindi rilevabile una coincidenza delle ragioni che motivano la sindacabilità delle scelte gestorie nella crisi d'impresa e quelle relative all'adeguatezza degli assetti; entrambe paiono non richiamare più le esigenze sottese alla *business judgment rule*, avendo le scelte operate dagli amministratori natura "tecnica", in quanto riferibili a doveri a contenuto specifico.

Occorre ora interrogarsi se nella *twilight zone* possa o meno operare la *safe harbour* e pertanto se le scelte degli amministratori non siano sindacabili come nel normale svolgimento dell'attività di un'impresa solvibile oppure lo siano consentendo una valutazione del merito come nella crisi d'impresa. Volendo richiamare la locuzione «in medio stat virtus»<sup>489</sup>, sarebbe illogico trovare risposta al predetto quesito prescindendo dalle già più volte enunciate caratteristiche che distinguono la *twilight zone* dalle altre due fasi che, di fatto, ne costituiscono i limiti: la piena solvibilità e la crisi. È, con riferimento a quest'ultima che emergono le differenze, in quanto una volta che l'impresa non sia in grado di affrontare in modo sostenibile la *twilight* e il manifestarsi dell'insolvenza divenga probabile, maggiori saranno i doveri imposti dal Codice della crisi agli amministratori con la conseguente riduzione dei loro margini di discrezionalità. Tale circostanza non coincide con la *twilight zone* e nemmeno con il complesso di interessi e obblighi individuati dall'analisi fin qui condotta ove il verificarsi della crisi è ridotto alla stregua di una probabilità, esito spesso di un'inadeguata o insufficiente gestione e prevenzione da parte dell'organo gestorio. Parrebbe, quanto meno in generale, che la sindacabilità delle scelte degli amministratori segua quella della fase antecedente alla piena solvibilità, tuttavia, lo si anticipa, le due applicazioni della *BJR* non possono ritenersi totalmente coincidenti.

Il tentativo di dare risposta al quesito impone di premettere che, al pari della già richiamata questione della valutazione della sindacabilità delle scelte legate alla predisposizione degli assetti, devono tenersi distinte le ipotesi in cui l'amministratore in *twilight* non adempia ai doveri, imposti dalla legge, dalle condotte di adempimento degli

---

<sup>488</sup> In questi termini v. GALLETTI (nt. 12), 52 e 53. Si veda anche ID (nt. 12) 245 e 246, il quale afferma come «Già a partire dall'insorgere della crisi non può più operare alcun safeharbor, rispetto alla discrezionalità degli amministratori, poiché la business judgement rule ("BJR") presuppone la libertà dell'imprenditore rispetto alle scelte relative alla fissazione ed all'assunzione del rischio, laddove la crisi cristallizza il modello di gestione del rischio, funzionalizzandolo alla tutela degli interessi dei creditori».

<sup>489</sup> Sentenza della scolastica medievale che trova le sue origini nell'*Etica Nicomachea* di Aristotele.

stessi. Un conto è il caso in cui al verificarsi di un dissesto economico-finanziario i gestori non agiscano o non adottino misura alcuna per conseguire nuovamente l'equilibrio economico-finanziario, diverso è il caso in cui l'amministratore abbia nella sua discrezionalità scelto e posto in essere operazioni discutibili nel merito. Nella prima ipotesi egli non andrà esente da responsabilità avendo inadempito ad un proprio obbligo, mentre, al contrario, qualora abbia agito ma le misure compiute non si fossero rilevate adeguate si potrebbe porre il problema della applicabilità della *BJR*.

Secondo autorevole dottrina<sup>490</sup>, sono insindacabili le scelte delle misure di reazione alla *twilight zone* fatta salva la loro manifesta irrazionalità, che dovrà essere necessariamente valutata alla luce della situazione in cui l'impresa si trova; infatti il livello di rischio delle decisioni gestorie che può considerarsi ragionevole è senz'altro più basso rispetto a quello tollerabile nella fase fisiologica della vita della medesima. Non risultano, invece, coperti dalla *BJR* sia l'adozione di mezzi inadeguati al superamento della situazione di *twilight*, che sarà sindacabile se le risultanze istruttorie suggerivano l'utilizzo di un altro mezzo come ideale, mentre al contrario opererà la *safe harbour* relativa al "contenuto" della soluzione scelta, ad esempio, in tutti i casi di insuccesso del tentativo operato per il recupero dell'equilibrio economico finanziario e la prospettiva del *going concern*". Saranno oggetto di valutazione anche nel merito in quanto posti in essere in violazione di un obbligo specifico sia il negligente recepimento dei segnali di crisi, così come la citata mancata o non tempestiva reazione dei gestori<sup>491</sup>. Trattasi di condotte gestorie in palese inadempimento del dovere di prevedere la crisi e di gestirla in caso di sua emersione facendo sorgere dal rapporto specifico tra organizzazione e scopo un dovere di adeguatezza la cui violazione è sindacabile *ex post* dal giudice poiché non investe il sindacato di merito delle singole scelte imprenditoriali<sup>492</sup>. Con riferimento, infine, all'elaborata categoria delle iniziative gestorie "esterne" non finanziarie, a cui appartengono sia gli accordi stragiudiziali che la composizione negoziata, sono sindacabili le condotte degli amministratori che si concretizzano nel favorire nelle trattive l'interesse di alcune parti a discapito delle altre, nell'inadempimento degli obblighi degli accordi o del piano, nonché nell'abusivo accesso alla composizione negoziata avvenuto

---

<sup>490</sup> Si rimanda a BORDIGA (nt. 61), 39. Il quale con riferimento al limite della ragionevolezza della *BJR*, ipotizza che «in presenza di segnali di allarme, anche se nella forma più blanda, sia valutato con maggiore rigore il metro della razionalità (o della non manifesta irrazionalità) delle scelte gestorie, imponendosi agli amministratori una maggiore prudenza».

<sup>491</sup> In questi termini v. RICCIARDELLO (nt. 458) 80 e 81.

<sup>492</sup> Con riferimento al collegamento e alle possibili interferenze tra l'adozione del test pratico e la *BJR* v. SPIOTTA (nt. 344) 701 e 702.

al solo fine di consentire all'impresa di usufruire delle misure protettive e cautelari. La ragione sottesa alla sindacabilità delle predette decisioni è sempre da rinvenire nel fatto che tali iniziative costituiscono violazione di quei specifici doveri che sono declinazione del principio di corretta amministrazione e del derivato mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario.

È, quindi, possibile desumere che nella *twilight zone* non trova applicazione una *business judgment rule* “piena” e, dunque, non mutata rispetto a quella ordinaria riferibile alle scelte attuate dall'impresa in una fase fisiologica della propria vita. Tuttavia, proprio in ragione delle peculiarità della *twilight zone*, sussistono “coni d'ombra” in cui le condotte degli amministratori possono essere, al contrario, oggetto di valutazione anche nel merito in quanto specificazione del dovere di corretta amministrazione e di tutela dell'equilibrio economico-finanziario. Ne consegue che in questa fase la discrezionalità degli amministratori è simile a quella riferibile allo stato di piena solvibilità dell'impresa ma non totalmente libera stante la presenza obblighi specifici e comunque più ampia rispetto a quella di una situazione in cui il verificarsi dell'insolvenza risulta probabile.

In esito alla ricostruzione operata, si vuole fare accenno ad una forma di *business judgment rule* che ha trovato spazio nei lavori preparatori della StaRUG, ma non è stata riportata nell'odierna versione. Ai sensi del § 2(1), frase 2, StaRUG-RegE, non sussiste violazione alcuna se l'amministratore poteva ragionevolmente presumere di tutelare con la propria condotta gli interessi dei creditori sulla base di adeguate informazioni. Con tale disposizione si riteneva che il legislatore tedesco avesse intenzione di introdurre una nuova “declinazione” della *BJR* contenuta nel § 93(1), frase 2, AktG<sup>493</sup>, seppur non più riferibile al vantaggio della società quanto a quello dei creditori e dunque coerente con le finalità del sistema introdotto con la StaRUG, che la dottrina non ha esitato di denominare *Pre-insolvency judgment rule*.

Prescindendo dalle ragioni che hanno mosso la Commissione giuridica del Bundestag<sup>494</sup> a espungere il § 2(1) StaRUG, l'ideazione di una tale specificazione della

---

<sup>493</sup> REIFELD (nt. 400), 6.e 7

<sup>494</sup> [Drucksache Bundestag 19/25353](#) → (pag.7 ) Eliminazione dei §§ 2 e 3 [vecchi] Le disposizioni relative agli obblighi dei dirigenti di entità giuridiche a responsabilità limitata in caso di imminente insolvenza (§§ 2 e 3 StaRUG-RegE) sono state eliminate in considerazione del loro rapporto poco chiaro con gli obblighi di risanamento sanciti dal diritto societario. La cancellazione è stata effettuata con l'intesa che non lasci lacune in materia di responsabilità. È vero che le norme in materia di responsabilità e sanzioni relative al sovraindebitamento perderanno importanza in futuro, poiché il campo di applicazione del sovraindebitamento sarà notevolmente limitato a seguito della riduzione a dodici mesi del periodo di previsione pertinente.

Il comitato ritiene tuttavia che la necessità di tutelare i creditori, che va di pari passo con la riduzione delle

*BJR* indurrebbe alcune brevi riflessioni sulla possibilità di prevedere l'operabilità nel nostro ordinamento di una simile soluzione per una fase "patologica" della società. L'introduzione nel nostro ordinamento di una tal forma di *Business Judgment Rule* non sarebbe esente da critiche essendo la *safe harbour* un principio consolidato che non ammette sottocategorie poiché unico è l'organo titolare del potere gestorio e il suo agire concerne diversi momenti nella vita della società compresa la *twilight zone*. Inoltre, in considerazione delle ipotesi di responsabilità rinvenute in questa fase, essendosi riconosciuta l'insussistenza di una discrezionalità gestoria, sembrerebbe superfluo ideare un'ulteriore specificazione della *BJR*. Diverso sarebbe ipotizzare una "totale" discrezionalità degli amministratori nel momento in cui l'impresa entra nella *twilight zone*. Una tale scelta avrebbe come effetto di consentire agli amministratori poco fedeli o diligenti di "agire indisturbati", ponendo in essere condotte azzardate o estremamente conservative a danno dell'integrità del patrimonio, della continuità aziendale e dell'equilibrio economico-finanziario. Forse, più che elaborare una nuova specificazione della *BJR*, occorrerebbe trattare della *Pre-Insolvency Judgmente Rule* come una possibile continuazione di quel filone che vede nel diritto societario della crisi uno Statuto dell'impresa in crisi<sup>495</sup>

---

norme di responsabilità a tutela dei creditori interessate, sarà compensata dalle norme di responsabilità previste dal diritto societario

<sup>495</sup> In argomento v. TOMBARI, *Principi e problemi di 'diritto societario della crisi*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa* a cura di M. Campobasso et al., Torino, 2014, Vol. 3, 2836 ss., CALANDRA BUONAURA, (nt. 280), 2599 ss.; nonché IBBA, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (Diritto societario quo vadis)*, in *Riv. soc.*, 2016, 1026 ss. Mentre più di recente v. PORTALE, *Il codice italiano della crisi d'impresa e dell'insolvenza: tra fratture e modernizzazione del diritto societario (capitale sociale adieu?)*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025, 1 ss.

## BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice. Un'analisi comparatistica della Business Judgment Rule*, a cura di AMATUCCI, Milano, 2014

ABRIANI e BASTIA, *Valutazione e presidio della continuità aziendale tra scienze economiche e diritto societario della crisi*, in *dirittodellacrisi.it*, 24 novembre 2022.

ADDAMO, *Sub. art. 20*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023

ADDAMO, *Sub. art. 21*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023

AGSTNER, *Gli azzardi morali dei soci nelle s.r.l. in crisi*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, III, Torino, 2014

AGSTNER, *Il diritto al ristorno tra resistenza legislativa e prospettive di riforma*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011

ALBERTI, *Sub. art. 3*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023

ALBERTI, *Sub. art. 4*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023

ALLEN, et AL., *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*, in *Chi. L. Rev.* 2002, Vol. 69

AMADUZZI, *L'Azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*<sup>2</sup>, Torino, 1987

AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgment Rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I

AMBROSINI, *Ancora sulle "condizioni" dell'impresa - dalla precrisi all'insolvenza sanabile e sulla sua gestione nella composizione negoziata (con una chiosa in merito al recente lapsus del legislatore)*, in *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 2025, I

AMBROSINI, *Finalità del concordato preventivo e tipologie di piano: gli interessi protetti e lo*

*“statuto” della continuità aziendale*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 10 marzo 2024

AMBROSINI, *La continuità aziendale (diretta e indiretta) fra diritto contabile e disciplina della crisi d'impresa. profili ricostruttivi e sottotipi concordatari*, in *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 2024, III

AMBROSINI, *Il codice della crisi dopo il d. lgs. n. 83/2022: brevi appunti su nuovi istituti, nozione di crisi, gestione dell'impresa e concordato preventivo (con una notazione di fondo)*, in *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, 2022, II

AMBROSINI, *Nuovi istituti, nozione di crisi, gestione dell'impresa e concordato preventivo (con una critica di fondo)*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di Stefano Ambrosini, 2022

AMBROSINI, *Diritto dell'impresa in crisi*, Pisa, 2022

AMBROSINI, *Crisi e insolvenza nel passaggio fra vecchio e nuovo assetto ordinamentale: considerazioni problematiche*, in *Focus e antepime sulla riforma fallimentare*, in *Diritto dell'impresa in crisi* a cura di Ambrosini, Pisa, 2022

AMBROSINI, *Appunti sui doveri degli amministratori di s.p.a. e sulle azioni di responsabilità alla luce del codice della crisi e della “miniriforma”* in *Rist. az.*, 2021

AMBROSINI, *La nuova composizione negoziata della crisi: caratteri e presupposti*, in *ilcaso.it*, 23 agosto 2021

ÁNGEL YÁGÜEZ, *La doctrina del levantamiento del velo de la persona jurídica en la jurisprudencia*, Navarra, 2017

ANGELICI, *Divagazioni sulla «responsabilità sociale d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, I

ANGELICI, *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I

ANGELICI, *La società per azioni: I. Principi e problemi*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2012

ANGELICI, *La società per azioni e gli “altri”*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di P.G. Jaeger Av.Vv*, Milano, 2010

ANGELICI, *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2007, IV

ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, Vol. 1, 2004

ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003

ANSOFF, *Managing Strategic Surprise by Response to Weak Signals*, in *California Management Review*, Winter, Vol. 18, n. 2, 1975

ARATO, I doveri degli amministratori per prevenire e gestire la crisi o l'insolvenza In *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali* , 2024, III

ARATO, *Il ruolo di soci e amministratori nei quadri di ristrutturazione preventiva*, in *dirittodellacrisi.it*, 10 maggio 2022.

ARMOUR, HANSMANN E KRAAKMAN, *Agency Problem and Legal Strategies*, in *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, AA. VV., Oxford, 2017

ARMOUR, HERTING e KANDA, *Transactions with creditors* in *The anatomy of corporate law A Comparative and Functional Approach*<sup>2</sup>, a cura di Kraakman, R., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., et al., Oxford, 2009

ARROW, *The economics of moral hazard: futher comment*, in *AER*, 1968.

ASCARELLI, *Considerazioni in tema di società e persona giuridica*, in *Riv. dir. comm.* 1954

ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1952, I

ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951

AUDINO, *Sub. art. 84*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023

AVOLIO, *Sub. art. 16*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023

BACCAGLINI, *Composizione negoziata della crisi e misure protettive: presupposti, conseguenze ed effetti della loro selettività sulle azioni esecutive individuali*, in *Fall.*, 2022

- BACCAGLINI e DE SANTIS, *Misure protettive e provvedimenti cautelari*, in *dirittodellacrisi.it*, 2021
- BACHMANN, EIDENMÜLLER, ENGERT, FLEISCHER, SCHÖN, *Rechtsregeln Für Die Geschlossene Kapitalgesellschaft*, in *ZGR-Sonderheft*, 18, Berlin, 2012, 112 ss.
- G. BACHNER, *Wrongful Trading – A New European Model for Creditor Protection?*, in *EBOLR*, 2006
- BAINBRIDGE, *Much Ado about Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *J. Bus. & Tech. L.*, Vol. 1, 2007
- BAINBRIDGE, *Corporation law and economics*. New York, 2002,
- BAINBRIDGE, *Abolishing Veil Piercing*, 26 *J. Corp. L.*, 2001, 479 ss.
- BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism*, Milano, 2022,
- BARCELLONA, *Business Judgement Rule e interesse sociale nella “crisi”*, Milano, 2020
- BARONDES, FAIRFAX , HAMERMESH, e LAWLESS, *Twilight in the Zone of Insolvency: Fiduciary Duty and Creditors of Troubled Companies-History & Back ground*, in *J. Bus. & Tech. L.*, 2007, 229 ss
- BARTALENA, *Crediti accordati in funzione od in esecuzione del concordato preventivo o dell'accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 182-quater l. fall.)*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 3, Torino, 2014
- BASTIA, *Creditori pubblici qualificati e fisco le segnalazioni dei creditori pubblici qualificati nel sistema informativo aziendale*, in *Quaderni di Rist. az.*, 2024, III
- BASSI A., *Doveri delle parti*, in *Il Codice della crisi. Commentario a cura di P. Valenzise*, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, Torino, 2024
- BASTIA, *Crisi e insolvenza dopo il codice della crisi*, in *Quaderni di rist. az.*, 2022, II
- BASTIA, *Crisi e insolvenza*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022,
- BASTIA, *Pianificazione e controllo del risanamento d'impresa*, Torino, 1996
- BELCREDI, *Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi in Italia nei primi anni '90*, 1996, Milano

BENAZZO, *Il Codice della crisi di impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ar fai dell'allerta diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2019, II e III

BENAZZO, *Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2016, II e III

BENEDETTI L., *L'organo gestorio fra interesse dei soci e interessi «altri»: prime considerazioni sui principi della direttiva riguardante i preventive restructuring frameworks*, in *Studi in onore di P. Montalenti*, 2023

BENEDETTI, *Gli « assetti organizzativi adeguati » tra principi e clausole generali. Appunti sul nuovo art. 2086 c.c.*, in *Riv. soc.*, 2023. V e VI

BENEDETTI, *L'applicazione della business judgment rule alle decisioni organizzative: spunti giurisprudenziali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, II, 284 ss.; I

BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, II e III

BENEDETTI, *La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi (o di sopportare) (Aufopferungs o Duldungspflicht)?*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, III

BELTRAMI, *La disciplina dei finanziamenti alle imprese in crisi nelle operazioni di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I,

BITZ, RAUSCH, HEMMERDE, *Gesetzliche Regelungen und Reformvorschläge Zum Gläubigerschutz*, Berlin-Heidelberg, 1986

BLANDINI, DE CICCO, LOCASCIO ALIBERTI, *Socio e Società nella società per azioni (in crisi): dal diritto di opzione al bail-in (con notazioni sulle ragioni di Mazzarò)*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, IV

BLANDINI, *Conflitto di interessi ed interessi degli amministratori di società per azioni. Prime riflessioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II

BOLDÓ RODA, *Levantamiento del velo y persona jurídica en el Derecho privado español*, Pamplona, 2006,

BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 1992

BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Vol. 4, Torino, 1991

- BONFATTI, *La nozione di finanziamento. Le forme negoziali tipiche e atipiche*, in Fall, 2021, X,
- BORDIGA F., KERN C.A., KIST J., *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung (La ristrutturazione aziendale nell'ordinamento europeo armonizzato osservazioni italo-tedesche)*, Torino, 2025.
- BORDIGA F., *Gli obblighi degli amministratori nel contesto del "codice della crisi e dell'insolvenza"*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025
- BORDIGA, *Gli obblighi degli amministratori nel contesto del codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Quaderni di rist. az.*, 2023, IV,
- BORGIOI, *I direttori generali di società per azioni*, Milano, 1974
- BORTOLUZZI, *Sub. art. 22*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023
- BORTOLUZZI, *Sub. art. 25 octies*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023
- BOTTI L.P., *L'imprenditore agricolo. Nuove evoluzioni e prospettive di sostenibilità*, Torino, 2025,
- BOURNE N., *Bourne on Company Law*<sup>4</sup>, Abingdon, 2008,
- BOZZA, *Diligenza e responsabilità degli amministratori di società in crisi*, in Fall., 2014, X
- BRATTON e WACHTER, *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolph Berle and the Modern Corporation*, J. Corp. L, 2008, Vol. 34
- BRIDGE, *Insolvency - A second chance? Why Modern Insolvency Laws Seek to Promote Business Rescue*, in *Law in Transition*, 2013
- BRIOLINI, *I conflitti tra amministratori e soci in sede di accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza*, in NDS, 2023, I
- BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, in Riv. soc., 2016, I
- BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015

- BRIZZI, *Responsabilità gestorie dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. com.*, 2008, X
- BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I
- R. BROGI, *Esenzioni da revocatoria e piani di ristrutturazione dalla legge fallimentare al Codice della Crisi*, in *Fall.*, 2019
- BRÜNKMANS, *Geschäftsleiterpflichten und Geschäftsleiterhaftung nach dem StaRUG und SanInsFoG*, in *ZInsO*, 2021
- BUONOCORE, *La responsabilità dell'impresa fra libertà e vincoli*, in AA. VV., *La responsabilità d'impresa. Per i trent'anni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2006
- BUTA, *Tutela dei creditori e responsabilità gestoria all'approssimarsi dell'insolvenza: prime riflessioni*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022
- CAIAFA, *Art. 22 - Autorizzazioni del tribunale*, in *Il Codice della crisi. Commentario* a cura di P. Valenzise, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, Torino, 2024
- CAIAFA, *Art. 21*, in *Il codice della crisi: commentario*, a cura di P. Valenzise, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, 2024
- CAGNASSO, GIULIANI e MICELI, *L'accesso delle società al concordato preventivo*, in *Società*, 2023, VIII
- CALANDRA BUONAURA, *Amministratori e gestione dell'impresa nel codice della crisi*, in *Crisi d'impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura*, a cura di Montalenti e Notati, Milano, 2021
- CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di V. Costi, 2019, Tomo 4
- CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in *Società, banche e crisi di Impresa - Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 2014
- CAMPOBASSO M., *La posizione dei soci nel concordato preventivo della società*, in questa *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I

- CAPRARA ANDREA, *I principi di corretta amministrazione. Struttura, funzioni e rimedi*, Torino, 2021
- CAVALLI, *Il presupposto oggettivo*, in *Il fallimento*, a cura di Ambrosini, Cavalli, Jorio, 2008
- CENTONZE M., *Problemi in materia di misure protettive nel codice della crisi*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022
- CETRA, *La fattispecie "impresa" in Diritto commerciale*, a cura di M. Cian, Vol. 1, Torino, 2020
- T. CHENG-HAN e C. HOFMANN, *Piercing the corporate veil: historical, theoretical and comparative perspectives*, in *Berkeley Bus. L.J.*, 2019, XVI
- CHEFFINS, *Company Law: Theory, Structure, and Operation*, Oxford, 2000
- CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *NLCC*, 2019, IV.
- CLARK, *Corporate Law.*, Boston-Toronto, 1986
- COASE, *The Nature of the Firm*, in *Economica*, 1937
- COLWRY K., *Debt-to-Equity Conversion in the UK and Europe*, *European Company Law*, 2010, Volume 7
- COSTA S., *Crediti prededucibili "privilegiati"?*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025
- COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2006
- COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo, (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2005, 695 ss.
- COUWENBERG O., LOUBBEN S., *Solving creditor problems in the twilight zone: superfluous law and inadequate private solutions*, in *Int rew law and econ*, 2013, Vol. 34
- D'ATTORRE, *Scelta dello strumento di gestione della crisi e business judgment rule*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025
- D'ATTORRE, *La continuità aziendale tra "scommessa" e "tradimento"*, in *Fallimento*, 2024, XVIII e IX

- D'ATTORRE, *Il trasferimento dell'azienda nella composizione negoziata*, in *dirittodellacrisi.it*, 5 novembre 2021
- D'ATTORRE, *Sostenibilità e responsabilità sociale nella crisi d'impresa*, in *dirittodellacrisi.it*, 13 aprile 2021
- D'ATTORRE, *Le nuove garanzie reali, la fuga dal concorso e nuovo «diritto diseguale»*, in *Fall*, 2021, X
- DAMODARAN, *Strategic Risk Taking. A Framework for Risk Management*, Upper Saddle River (NJ), 2008
- DAVIES, *Directors' creditor-regarding duties in respect of trading decisions taken in the vicinity of insolvency*, in *EBOR*, 2006
- DAVIES, S. WORTHINGTON e E. MICHELER, *Gower's Principles of modern company law*, London, 1997<sup>10</sup>
- DE LUCA, *Insolvenza e crisi. Dalla relazione di continenza alla definizione di un rischio "più probabile che non"*, in *Riv. dir. impr.*, 2024, III
- DE MATTEIS, *L'emersione anticipata della crisi d'impresa*, Milano, 2017
- DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. soc.*, 2017, II e III
- DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I
- DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, *Giur. comm.*, 2013, I
- DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, *Giur. comm.*, 2006, IV
- DENTAMARO, *Il trattamento concorsuale dei finanziatori di società di capitali*, Napoli, 2015,
- DEZZANI, *Principio di revisione internazionale ISA ITALIA n. 570: "continuità aziendale"*, in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, 2024, IV
- DI MARTINO, *La crisi della composizione negoziata*, in *Nuove leggi civ.*, 2024, III
- DI CATALDO, *Dimensioni minime per il dovere di creare assetti e valutazione della diligenza nella loro creazione*, in *La società a responsabilità limitata: un modello*

*transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di O. Cagnasso*, a cura di Irrera, Torino, 2020

DI CECCO, *La conversione concordataria dei debiti in capitale di rischio: tre riflessioni (ed altrettante proposte) sulle peculiarità della disciplina applicabile alle operazioni di debt to equity swap*, in *ilcaso.it*, 18 ottobre 2018

DI MARZIO, *Obbligazione, insolvenza, impresa*, Milano, 2019

DI MARZIO, *Fallimento. Storia di un'idea*, Milano, 2018

DI SABATO, *Capitale sociale e responsabilità interna nelle società di persone* Napoli, 1967

DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2005

EISENBERG, *The Duty of Good faith in Corporate Law*, in *Delaware J. Corp. L.*, 2006

FABIANI, *Misure cautelari protettive nel codice della crisi*, in *I quaderni di "in executivis"*, *Commento al Codice della Crisi di impresa e dell'insolvenza*, a cura di D'Arrigo-De Simone-Di Marzio-Leuzzi, 2019, III

FALCONE, *Linee di credito "autoliquidanti" e contratti pendenti: tra "Codice della crisi"*, in *Dir. Fall.*, 2021, I

FALCONE, *Il mantenimento delle linee di credito autoliquidanti in essere al momento di accesso al concordato preventivo ed al giudizio di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti nel nuovo "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza"*, in *Riv. banc.*, 2019, I

FAMA e JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *J.L. & Econ.*, Vol. 26, 1983, II,

FERRI JR., *Poteri e responsabilità degli amministratori nel concordato preventivo*, in *Riv. dir. comm.*, 2023, I

FAUCEGLIA, *Osservazioni sull'art. 120-bis, comma 4, CCII e su qualche pericolosa aporia interpretativa*, in *Dir. fall.*, 2025, I

FERRI JR., *Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell'impresa alla luce di una recente proposta di direttiva europea*, in *Dir. fall.*, 2018, III e IV

FERRI JR., *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, III

FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001

- FERRO, PACCHI, NONNO E R. BROGI, *La continuità aziendale nelle procedure concorsuali*, Pisa, 2018
- FISH J.E., *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, in *J. Corp. l.*, 2005
- FORMISANI, *Business judgement rule e assetti organizzativi: incontri (e scontri) in una terra di confine*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, II
- FORTUNATO, *Insolvenza, crisi e continuità aziendale nella riforma delle procedure concorsuali: ovvero la commedia degli equivoci*, in *Dir. fall.*, 2021
- FORTUNATO, *Le valutazioni per il bilancio: possibili sviluppi*, in *Giur. comm.*, 2015, I
- FRANKEL, *Fiduciary Law*, in *71 Calif. L. Rev.*, Vol. 71, 1983
- FREEMAN R. E., *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge, 1984,
- FRIEDMAN M., *The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits*, in *N.Y. Times Mag.*, 13 September 1970
- FRIEDMAN A.L. e MILES S., *Developing Stakeholder Theory*, in *J. Manag. Stud.*, 2002, Vol. 39, I
- FRIGENI, *Evoluzione dei doveri degli amministratori di società di capitali nella gestione della crisi di impresa e conseguenze in punto di responsabilità*, in *AGE*, 2023, I e II
- FRIGENI, *Gli effetti della dichiarazione di fallimento sull'operatività delle linee di credito «autoliquidanti»*, in *Banca borsa e tit. cred.* 2013, V
- FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*<sup>2</sup>, Milano, 2009
- FERRARA, *Il fallimento*<sup>4</sup>, a cura di Borgioli, Milano, 1989
- FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, IV
- FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001
- FERRO-LUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori; profili di sistema*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I
- FORTUNATO, *Assetti organizzativi dell'impresa nella fisiologia e nella crisi*, in *Giur. Comm.*, 2023, VI
- FRANZONI, *Il danno al patrimonio*, Milano, 1996

- FRITZ, § 57 Haftung der Orange, in *Münchener Kommentar StaRUG. §§ 1-102 StaRUG, Anhänge*, a cura di Stürner, Eidenmüller, Schoppmeyer e Madaus, München 2023
- GALLETTI, *Una postilla sugli interessi tutelati nel moderno diritto societario “in crisi”*, in *Riv. dir. soc.*, 2023, II
- GALLETTI, *Le politiche di gestione del rischio: modelli giuridici per l’assunzione delle decisioni d’impresa*, Napoli, 2021
- GAMBINO, *Limitazione di responsabilità, personalità giuridica e gestione societaria*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2007, Vol. I
- GHIOTTO, *Il modello francese di allerta: spunti di riflessione sul modello italiano alla luce della Direttiva Insolvency*, in *Riv. dott. comm.*, 2023, I
- GINEVRA, *Obblighi e responsabilità nella rilevazione tempestiva della perdita di continuità aziendale ai sensi del ccii*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025
- GINEVRA e SPERAZIN, *Le operazioni sul capitale sociale nella società in crisi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2025, III
- GINEVRA, *Obblighi e responsabilità nella rilevazione tempestiva della perdita di continuità aziendale ai sensi del CCII*, in *dirittodellacrisi.it*, 22 Luglio 2024
- GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2021, IV
- GINEVRA, *La società per azioni: fattispecie economica e rilevanza giuridica*, in *Diritto commerciale. III. Diritto delle società*, a cura di M. Cian, Torino, 2020
- GINEVRA, *Identità rilevanza della persona giuridica alla luce del d.lgs. n. 231/2001*, in *Riv. Soc.*, 2020, I
- GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca borsa. tit. cred.*, 2013, I
- GINEVRA e PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nlcc*, 2019, V.

- GOETKER, §1 *Krisenfrüherkennung und Krisenmanagement bei haftungsbeschränkten Unternehmensträgern*, in *StaRUG - Unternehmensstabilisierungs und restrukturierungsgesetz. Kommentar*, a cura di Flöther, 2021
- GOLD A.S., *The New Concept of Loyalty in Corporate Law*, in *U.C. Davis law review*, vol. 43, 2009
- GOODE, *Principles of corporate insolvency law*, London, 2011
- GRIECO, *The role of directors in crisis management pursuant to article 120-bis of the Italian Corporate Crisis and Insolvency Code*, in *ivi*, 2025, III e IV
- GRIECO, *Gli strumenti di ristrutturazione del debito nel riformato codice della crisi belga*, in *dirittodellacrisi.it*, 18 luglio 2024, 2
- GUATRI, *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, 1995
- GUERRERA e MALTONI, *La decisione degli amministratori sull'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza delle società (art. 120-bis c.c.i.i.)*, in *Studio n. 42/2023/I* a cura di Consiglio Nazionale del Notariato, paragrafo 4
- GUZZI, *Responsabilità degli amministratori e insolvenza: spunti per una comparazione tra esperienza giuridica italiana e spagnola*, in *Riv. dir. imp.*, 2010
- HANSMANN e KRAAKMAN, *The end of history for corporate law*, in *Geo. L.J.*, 2000, Vol. 89, 468
- HAYES e REILING, *Sophisticated financing tool: the warrant*, in *Harv. Bus. Rev.*, 1969
- HERTIG e KANDA, *La tutela dei creditori*, in *Diritto societario comparato*, a cura di L. Enriques, Bologna, 2006
- HESS e GROß, *Begriffe, Kreisevermeidung, Jrisenmanagemente*, in *Sanierungshandbuck*, Hrsg. Von Hess, Köln, 2013
- HIRSCHHORN YOUNGERS, *Valuation and Major Debt-Equity Swaps*, in *Am. Bankr. L.J.*, 1994
- HIRTE, "§ 225a", in *Uhlenbruck-Hirte-Vallender (hrsg), Insolven zordnung. Kommentar München*, München, 2015
- HMERBACH, *vor § 18*, in *Frankfurter Kommentar zur Insolvenzor-dnung*, 8. Aufl., herausgegeben von Klaus Wimmer, Luchterhand, Köln, 2015

HOUBEN, *Assetti patrimoniali (non manifestamente in)adeguati, doveri degli amministratori e (nuovo) art. 3, co. 3, lett. A, Codice della Crisi d'Impresa*, in *Banca borsa. tit. cred.*, 2023, I

HU e. WESTBROOK, *Abolition of the corporate duty to creditors* in *Columbia L. R.*, Vol. 107, 2007

HUNTER, *The nature and functions of a rescue culture*, in *Com. LJ* 104, 1999

IBBA, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (Diritto societario quo vadis)*, in *Riv. soc.*, 2016

INNOCENTI, *Le procedure di allerta nella legislazione francese e nella prossima riforma delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza: due modelli a confronto*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, IV,

INZITARI, *Crisi, insolvenza, insolvenza prospettica, allerta: nuovi confini della diligenza del debitore, obblighi di segnalazione e sistema sanzionatone) nel quadro delle misure di prevenzione e risoluzione*, in *Dir. fall.* 2020, I

IRELAND, *Capitalism without capitalists: The joint stock company shares and the emergence of the modern doctrine of the separate corporate personality*, in *J. Leg. Hist.*, Vol. 17 1996

IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *Riv. dir. soc.* 2011, II

IRRERA, *Assetti adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005

IZZO e SCRIBANO, *Sub. art. 120 bis*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023

JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1963

JENSEN, M. C., e MECKLING, W. H. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *J. Fin. Econ.*, 1976, III.

JORIO, *Art. 2 - Definizioni*, in *Il Codice della crisi. Commentario* a cura di P. Valenzise, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, Torino, 2024

JORIO, *Codice della crisi: tra novità e dubbi (ir)risolti (I parte) - La nuova configurazione del Codice della crisi e gli interessi protetti*, in *Giur. it.*, 2023, VI

- JORIO, *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa tra "privatizzazione" e tutela giudiziaria*, in *Il fall.*, 2005, XII
- KALSS, ADENSAMER, OELKERS, *Directors' duties in the vicinity of insolvency – a comparative analysis with reports from Germany, Austria, Belgium, Denmark, England, Finland, France, Italy, The Netherlands, Norway, Spain and Sweden*, in *Legal Capital in Europe*, Berlino e Boston, 2006,
- KEAY, *The Shifting of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *24 Int. Insolv. Rev.*, 2015,
- KEAY, *A Theoretical Analysis of the Director's Duty to Consider Creditor Interests: The Progressive School's Approach*, in *J. Corp. L. Stud.*, Vol. 4, 2004
- KEAY, *Formulating a framework for directors' duties to creditors: an entity maximisation approach*, in *Cambr. Law J.*, 2005, Vol. 64, III
- KEITH, *Convertible securities and stock purchase warrants*, in *Rocky Mountain Law Review*, 1929, Vol. 2
- KERN, *Ein Wettbewerb der Rechtsordnungen? Vergleich des niederländischen und des deutschen Umsetzungsgesetzes zur Restrukturierungsrichtlinie*, in *NZI Sonderbeilage*, 2021, I
- KIST, *Pflichten und haftungsrisiken der geschäftsleiter innerhalb des restrukturierungsrahmens*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025
- KLEINDIEK, *Geschäftsführerhaftung in der Krise*, in *Festschrift für Uwe* a cura di H. Schneider, Köln, 2011
- KNIGHT H., *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston, 1921
- KORCH, *Restrukturierungsgesellschaftsrecht–Zur Überformung des Gesellschaftsrechts durch den StaRUG-Regierungsentwurf*, in *NZG*, 2020
- KRAAKMAN, R., ARMOUR, J., DAVIES, P., ENRIQUES, L., HANSMANN, H., HERTIG, G., ET AL., *The anatomy of corporate law<sup>2</sup>*, Oxford, 2009
- LA MARCA E., *Insolvenza, crisi e pre-crisi nel Codice della crisi, a valle della emanazione del Decreto Attuativo della Direttiva Insolvency*, in *dirittodellacrisi.it*, 2022

LA MARCA, *Variazioni in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni verso i creditori sociali*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, IV

LANTOS, *The Boundaries of Strategic Corporate Social Responsibility*, . *J. Int. Consum. Mark.*, 2001, Vol 7

LEUZZI, *L'evoluzione del valore della continuità aziendale nelle procedure concorsuali*, in *Nuove leggi civ.*, 2022, II

LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello «istituzionalismo debole»*, in *Giur. comm.*, 2014, I

LIN, *Shift of Fiduciary Duty upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, in *46 Vand. L. 10 Rev.*, 1993

LIPSON, *Directors' Duties to Creditors: Power Imbalance and the Financially Distressed Corporation*, in *UCLA L. R.*, 2003, Vol. 5

LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016.

MANGANO, *L'insolvenza nell'esperienza tedesca*, in *Stato di crisi e stato di insolvenza*, a cura di G. Terranova, 2007

MARCHETTI, *La «nexus of contracts theory». Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000

MASTURZI, *Le misure di prevenzione della crisi e i controlli nel sistema del l'allerta*, in *Dir. fall.*, 2020, I,

MAURICE, *Piercing the Veil of Corporate Entity*, in *Colum. L. Rev.*, 1912, Vol. 12

MAZZAMUTO, *Spunti in tem di danno ingiusto e di danno meramente patrimoniale*, in *Europa e dir. priv.*, 2008, II

MAZZONI, *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società: liberamicorum Antonio Piras*, Torino, 2010

MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, in *J. Fin. Econ.*, 1976

MEO, *“Business Judgement Rule” e crisi*, in *Riv. soc.*, 2024, IV

MEO, *La responsabilità nella composizione negoziata della crisi*, in *Dir. fall.*, 2023, V

MEO, *Nuova finanza e concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2023, VI

- MESSINEO, *Fiduciary Duties of Officers and Directors of the Financially Troubled Company: A Primer*, in 971 Practising l. inst. Corp. L., 1996
- MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956
- MINTZBEG, *La progettazione dell'organizzazione aziendale*, Bologna, 1996
- MIOLA, *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011
- MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive a cura di Carcano, Balzarini, Ventrone*, 2007
- MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutarî delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Rivista OC.*, 2017 II
- MONTALENTI, *Lezione aperta. L'Università e il diritto commerciale, oggi. L'evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Rivista Odc*, 2021, III
- MONTALENTI, *Diritto dell'impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giur. comm.*, 2018, I,
- MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Impresa, società di capitali e mercati finanziari*, a cura di Montalenti, Torino, 2017
- MONTALENTI *I doveri degli amministratori degli organi di controllo e della società di revisione nella fase di emersione della crisi*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di Tombari, Torino, 2014
- MONTALENTI *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Riv. soc.*, 2013
- MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011
- MONTANARI, *Il procedimento relativo alle misure protettive e cautelari nel sistema della composizione negoziata della crisi d'impresa: brevi notazioni*, in *ilcaso.it*, 24 dicembre 2021
- MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella S.r.l.*, Torino, 2007

- MUCCIARELLI, *Doveri degli amministratori di società in crisi, lex concursus e sovranità nazionale*, in *Nuove leggi civ.*, 2020, III,
- MÜLBERT, *A synthetic view of different concepts of creditor protection, or: a high-level framework for corporate creditor protection*, in *ECGI - Law Working Paper*, 2006
- MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel nuovo diritto della crisi*, Torino, 2013
- NIEDDU ARRICA, *Principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale nella prospettiva della tutela dei creditori*, Torino, 2017
- NIGRO, “Principio” di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a., in *Giur. comm.*, 2013, I
- NARDECCHIA, *Le esenzioni dall’azione revocatoria e il favor per la soluzione negoziale della crisi d’impresa (Commento alle lettere d, e, g del comma 3 dell’art. 67)*, in *Commentario alla legge fallimentare* diretto da Cavallini, Vol. 2, Milano, 2010
- NIGRO e VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Mulino, 2023, Bologna
- ORLANDO, *Sub. art.13*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d’impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023
- PACCHI, *La scelta dello strumento di regolazione della crisi*, in *Rist. az.*, 4 marzo 2024
- PACCHI, *Sostenibilità, fattori ESG e crisi d’impresa*, in *Rist. az.*, 26 maggio 2023
- PACCHI, *La gestione sostenibile della crisi d’impresa*, in *Rist. az.*, 3 settembre 2022
- PACIELLO, *Riflessioni a proposito della continuità aziendale*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, II,
- PACILEO, *Continuità e solvenza nella crisi d’impresa*, Milano, 2017
- PACILEO, *Doveri informativi e libertà di impresa nella gestione di una s.p.a. in “fase crepuscolare”*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I,
- PACILEO, *Ancora sullo “stato di insolvenza”. Appunti sull’art. 5 legge fallimentare e spunti sulla nozione di “sovraindebitamento” di cui alla l. n. 2/2012”* in *Dir. Fall.*, 2013, II, 2013
- PALLOTTA, *Sub. art. 25 novies*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d’impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023
- PALLOTTA, *Sub. art. 25 decies*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d’impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023

PANZANI, *Ambito di applicazione e definizioni*, in *Crisi e insolvenza dopo il Correttivo ter G.U. 27 settembre 2024, n. 227. Commentario sistematico*, diretto da M. Irrera e S.A. Cerrato, Bologna, 2024,

PANZANI, *I doveri delle parti*, in *dirittodellacrisi.it*, 14 settembre 2022

PASQUARIELLO e G. PANCIOLI, *Sub. art. 23*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023, 74

PAYNE, *The mechanics of a scheme of arrangement*, in *Schemes of Arrangement: Theory, Structure and Operation*, Cambridge, 2021

PERNIGOTTO, *Le misure protettive e cautelari nella composizione negoziata della crisi*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022

PHILLIPS, *Stakeholder Theory and Organizational Ethics*. Oakland, 2003

PIEKENBROCK: *Übersicht zu den neuen Insolvenzgründen*, in *NZI-Beilage 2021*

PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013

PICARDI, DI MARZIO, IVONE, VACCARELLA, *La continuità aziendale*, Milano, 2024;

PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, 2008.

PORTALE G.B., *Il codice italiano della crisi d'impresa e dell'insolvenza: tra fratture e odernizzazione del diritto societario (capitale sociale adieu?)*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025

PORTALE, *Capitale sociale e mancata attuazione dei conferimenti in natura nella s.p.a.*, Torino, 2004

PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, Milano, 1967

PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 2004, Vol. 3

PRESCIANI, C., *Voce "Assetti organizzativi d'impresa"*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche – sezione Commerciale (Aggiornamento IX)*, Utet Giuridica, Milano 2022:2022 1-21

PRESTI, *Adeguatezza delle misure e degli assetti in funzione di rilevazione tempestiva della crisi d'impresa*, in *Il Codice della crisi. Commentario* a cura di P. Valenzise, G. Di Cecco, D. Spagnuolo, Torino, 2024, 19

PRESTI, *Rigore è quando arbitro fischia?*, in *Fall.*, 2009, 27.

QUAGLI, *Riflessioni aziendali sulla ammissione alla composizione negoziata* (d.lgs. 118/2021), in *ilcaso.it*, 10 gennaio 2022

RACUGNO, *Venir meno della continuità aziendale e adempimenti pubblicitari*, in *Giur. comm.*, 2010, I

RAFFAELE, *La responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori nelle società di capitali statunitensi*, in *Dir. fall.*, 2011, I

RANALLI, *Le indicazioni contenute nella piattaforma: il test, la check-list, il protocollo e le possibili proposte*, in *dirittodellacrisi.it*, 26 Novembre 2021.

RAO, SOKOLOW e WHITE, *Fiduciary Duty a la Lyonnais: An Economic Perspective on Corporate Governance in a Financially-Distressed Firm*, in *J. Corp. L.*, Vol. 22, 1996

REILING, *Warrants in bond-warrant units: a survey and assessment*, in *Michigan Law Review*, 1972, Vol. 70

REIFELD, *Aktuelle Fragen zur Krisenfrüherkennung nach § 1 StaRUG*, in *NZI-Beilage* 2023,

RHEE, *The legal theory of shareholder primacy*, in, *Minn. L. Rev.* 2018,

RICCIARDELLO, *Sustainability and going concern*, in *Riv. soc.*, 2022, I,

RORDORF, *Crisi, continuità aziendale, adeguati assetti organizzativi, composizione negoziata: le parole chiave del nuovo codice (una prefazione)*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 30 novembre 2022

RORDORF, *I doveri dei soggetti coinvolti nella regolazione della crisi nell'ambito dei principi generali del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fall.*, 2021

RORDORF, *La continuità aziendale tra disciplina di bilancio e diritto della crisi*, in *Società*, XVII e IX, 2014

RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013

- A. ROSA, *Responsabilità limitata e partecipazione sociale nella nuova s.p.a.*, Milano, 2016;
- ROSSI A., *Le nuove classi negli strumenti di regolazione della crisi*, in *dirittodellacrisi.it*, 17 marzo 2025.
- ROSSI A., *Sub. art. 3*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023, 49 ss.
- ROSSI A., *Sub. art. 12*, in *Commentario breve alle leggi su Crisi d'impresa ed insolvenza*, a cura di M. Alberti, Milano, 2023, 74 ss.
- ROSSI A., *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in *Società*, 2022, VIII e IX, 945 ss.
- ROSSI A., *Dalla crisi tipica ex CCI alle persistenti alterazioni delle regole di azione degli organi sociali nelle situazioni di crisi atipica*, in *Il caso.it*, 11 gennaio 2019.
- ROSSI A., *I doveri degli organi sociali in prossimità della crisi nel CCII: il tramonto della twilight zone?*, in *Crisi id.*, 2019, III, 296.
- ROSSI G., *Persona giuridica, proprietà e rischi d'impresa*, Milano, 1967
- SAGGESE e RANNEY-MARINELLI, *A Practical Guide To Out-Of-Court Restructurings And Prepackaged Plans Of Reorganization*<sup>2</sup>, Hoboken (NJ), 1998
- SAHYAN, *The myth of the zone of insolvency: Production Resources Group v. NCT Group, Inc.*, in *Hastings Bus. L. J.*, 2006
- SALVATO L., *Questioni in tema di conversione del credito in capitale di rischio nel concordato preventivo*, in *Fall.*, 2015, I
- SANFILIPPO, *L'accesso delle società agli strumenti di regolazione. Note mi nime a margine dell'art. 120-bis del codice della crisi*, in *Dir. fall.*, 2023, I, 493.
- SANTONI, *Doveri e responsabilità degli amministratori durante le procedure di ristrutturazione*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025

SANTONI, *Doveri degli amministratori e interessi dei creditori nelle società in crisi: spunti da una recente decisione della UK Supreme Court*, in *Riv. dir. soc.*, 2023

SASSO, *Principio di continuità e irregolarità nei bilanci di esercizio e consolidati*, in *Giur. comm.*, 2000, I

SATTA, *Diritto fallimentare*<sup>2</sup>, Padova, 1990

SCARSELLI, *Le misure cautelari e protettive del nuovo codice della crisi*, in *judicium.it*, 8 aprile 2019

SHADE-EPSTEIN, *Business Structure in a Nutshell*, St. Paul, 2003

SCHMIDT K. - HERCHEN, *InsO § 17*, in *K. Schmidt Insolvenzordnung: INSO*<sup>20</sup>, 2023, consultabile in *beck-onle.beck.de*

SCHMIDT J., *§ 43 Pflichten und Haftung der Orange*, in *Münchener Kommentar StaRUG. §§ 1-102 StaRUG, Anhänge*, a cura di Stürner, Eidenmüller, Schoppmeyer e [Madaus](#), München 2023, 738 ss

SCHMIDT, *Debt-to-Equity Swap bei der (GmbH & Co-) Kommanditgesellschaft*, in *ZGR*, 2012, 568.

SCIARELLI, *Il sistema d'impresa*<sup>4</sup>, Padova, 1988

SCOGNAMIGLIO, *Le trasformazioni del diritto fallimentare*, in *L'impresa italiana. Il contesto*, a cura di F. Amatori e M. D'Aliberti 2020

SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori sociali*, in G.D. Mosco, D. Regoli, M. Rescigno e G. Scognamiglio, *L'amministrazione. La responsabilità gestoria*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*<sup>5</sup>, diretto da C. Ibba e G. Marasà, Padova, 2012

SCOTTI CAMUZZI, *Note sull'importazione nel diritto italiano, dal diritto statunitense, della "Business Judgment Rule"*, in *Foro. pad.*, 2015

SCRIBANO e LIUZZO, *I finanziamenti alle imprese in crisi*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022

SEMEGHINI, *Business judgment rule (diritto statunitense)*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale. Aggiornamento vol.VII*, 2015

H. SIMON, *Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Processa in Administrative Organization*, London, 1976

SOLDATI, *La Direttiva (UE) 2019 /1023 e l'evoluzione delle procedure concorsuali nell'ottica della continuità aziendale e dell'emersione tempestiva della crisi d'impresa*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2020, I

SPIOTTA, *La (rafforzata) continuità aziendale nel contesto dei rinnovati strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza*, in *dirittodellacrisi.it*, 31 marzo 2025.

SPIOTTA, *Dal "danno ingiusto" (del c.c.) al "pregiudizio giusto" (del CCII): un'analisi trasversale*, in *Dir. fall.*, 2024, I

SPIOTTA, *Check-list e Test pratico di risanabilità: presupposti teorici e implicazioni sistematiche*, in *Ndr.*, 2022, IX

SPIOTTA, *Business judgment rule: se e cosa cambierà dopo la "miniriforma" del 2021 confluita nel d.lgs. n. 14/2019?*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, III

SPIOTTA, *La continuità aziendale: una nuova "stella polare" per il legislatore*, in *Aa.Vv., UE e disciplina dell'insolvenza*, a cura di L. Boggio, in *Giur. it.*, 2018, I

SPIOTTA, *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, Milano, 2017,

SPOLIDORO, *I soci dopo l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi*, in *Società*, 2022, V e VI

STANGHELLINI, *Il governo delle società fra codice civile e codice della crisi*, in *Analisi giuridica dell'economia*, I e II, 2023

STANGHELLINI, *Il Codice della crisi dopo il d.lgs. 83/2022: la tormentata attuazione della direttiva europea in materia di «quadri di ristrutturazione preventiva»*, in *ilcaso.it*, 21 luglio 2022

STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, II

STANGHELLINI, *La proposta dcì Direttiva UE in materia di insolvenza*, in *Fall.*, 2017

STANGHELLINI, *Director's Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A Reassessment of the "Recapitalize or Liquidate" Rule*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, a cura di P. Benazzo - M. Cera - S. Patriarca, Torino, 2011

STANGHELLINI, *Finanziamenti-ponte e finanziamenti alla ristrutturazione*, in *Fall.* 2010, XII

- STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia: le procedure di insolvenza*, 2007.
- STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004
- STANZONE, *Il « controllo finanziario » dei creditori sulle società di capitali, tra solvenza e insolvenza dell'impresa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, IV,
- STEFFEK, *Gläubigerschutz in der Kapitalgesellschaft. Krise und Insolvenz im englischen und deutschen Gesellschafts- und Insolvenzrecht*, 2011, Tübingen
- STOUT, *New Thinking on "Shareholder Primacy"*, in *AEL*, 2012, II
- STRAMPELLI, *La disciplina europea dei doveri degli amministratori nella società in crisi: problemi e prospettive*, in *Rivista ODC*, 2020
- STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, 2009.
- TEDOLDI, *Le misure protettive (e cautelari) nella composizione negoziata della crisi*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022
- TERRANOVA, *Insolvenza, stato di crisi, sovraindebitamento*, Torino, 2013
- TERRANOVA, *Stato di crisi e stato di insolvenza*, Torino, 2007
- TERRANOVA *Stato di crisi, stato d'insolvenza, incapacienza patrimoniale*, in *Dir. fall.*, 2006, I, 569 ss.
- TERRANOVA, *Lo stato di insolvenza. Per una concezione formale del presupposto oggettivo del fallimento*, in *Giur. comm.*, 1996, I
- THOLE, *Der Entwurf des Unternehmensstabilisierungs- und restrukturierungsgesetzes*, in *ZIP*, 2020
- THOLE, *Gläubigerschutz durch Insolvenzrecht. Anfechtung und verwandte Regelungsinstrumente in der Unternehmensinsolvenz*, Tübingen, 2010
- TOMBARI, *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019
- TOMBARI, *Principi e problemi di 'diritto societario della crisi*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa* a cura di M. Campobasso et al., Torino, 2014, Vol. 3

- TRIMARCHI, *Sulla responsabilità del terzo per il pregiudizio del diritto di credito*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I
- TRONCI, *Distribuzione di utili e di riserve*, Milano, 2017
- UHLMANN, *Privilegierte neugläubiger? eine (rechtsökonomische) analyse des deutschen restrukturierungs- und insolvenzrechts*, in *Unternehmensrestrukturierungen im harmonisierten europäischen Rechtsraum. Eine deutsch-italienische Betrachtung*, a cura di Bordiga F., Kern C.A., Kist J, Torino, 2025
- UNICITRAL *Legislative Guide on Insolvency Law. Part four: Directors' Obligations in the Period Approaching Insolvency*, in United Nations Publications, New York, 2012
- VALENSISE, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella legge fallimentare*, Torino, 2012.
- VALLENDER, *Insolvency III: Vorschlag für eine Richtlinie zur Harmonisierung bestimmter Aspekte des Insolvenzrechts*, in *NZI-Beilage* 2023
- VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003
- VASSALLI, *Sub. art. 2394 e 2394 bis*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società di capitali*, diretto da D'Alessandro, Vol. II, Tomo 2, 2011, Padova
- VEILD, *Krisenbewältigung durch Gesellschaftsrecht. Verlust des halben Kapitals, Pflicht zu ordnungsgemäßer Liquidation und Unterkapitalisierung*, in *ZGR* 2006, III
- VELASCO, *A Defense of the Corporate Law Duty of Care*, in *J. Corp. L.*, 2015
- VELLA, *La spinta innovativa dei quadri di ristrutturazione preventiva europei sull'istituto del concordato preventivo in continuità aziendale*, *ilcaso.it*, 1° gennaio 2022;
- VELLA, *La nuova ristrutturazione preventiva nel codice della crisi e dell'insolvenza dopo l'attuazione della Direttiva (UE) 2019/1023*, in *Crisi e insolvenza nel nuovo Codice*, a cura di S. Ambrosini, Bologna, 2022
- VERNA, *Perdita del capital sociale e perdita della continuità aziendale: un'improvvisa equipollenza*, in *Giur. comm.*, 2019, II

VICARI, *I doveri degli amministratori in caso di insolvenza della società nel diritto statunitense*, in *Riv. soc.*, 1999

VISENTINI, *la teoria della personalità giuridica ed i problemi della società per azioni*, in *Riv. soc.* 1999

WESSELS e MADAUS, *Rescue of business in insolvency law*, in *Instrument of European Law Institute*, 2017, 73 ss., reperibile in [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3032309](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3032309).

WOOD, *Director duties and creditor protection in the zone of insolvency: a comparison of the United States, Germany and Japan*, in *Penn State Internat. Law Rev.*, 2007, Vol. 26.

ZIEGLER P. e GALLAGHER L., *Lifting the corporate veil in the pursuit of justice*, in *International themes in business law*, a cura di S.T. Hardy, 2007, Vol. 1.

ZAPPA, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Milano, 1956.

ZOPPINI, *Emergenza della crisi e interesse sociale (Spunti dalla teoria dell'Emerging Insolvency)*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014, 57.

## INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

### ITALIA

- Cass. sez. I, 8 gennaio 2025, n. 348  
Cass. sez. I, 28 agosto 2024, n.23290  
Cass., sez. II, 16 giugno 2023, n.17362  
Cass. sez. I, 15 dicembre 2020, n.28635  
Cass. sez. III, 22 giugno 2020, n. 12108  
Cass. sez. I, 20 novembre 2018, n.29913  
Cass. sez. I, 4 luglio 2018, n. 17494  
Cass. sez. VI, 6 ottobre 2017, n.23437  
Cass. sez. I, 22 giugno 2017, n. 15470  
Cass. sez. I, 12 febbraio 2013, n. 3409  
Cass. sez. VI, 17 febbraio 2012, n.2351  
Cass. sez. I, 5 agosto 2008, n. 21131  
Cass. sez. I, 27 febbraio 2008, n.5215  
Cass., sez. I, 28 Febbraio 2007, n. 4766  
Cass. sez. Un. 13 marzo 2001, n 115  
Cass. 6 dicembre 2000, n. 15487, in *Giust. civ. Mass* 2000
- App. Trieste, 22 maggio 2024, in *dirittodellacrisi.it*  
App. Venezia, 29 novembre 2022, in *dirittodellacrisi.it*  
App. Bologna, 18 novembre 2022, in *ilcaso.it*  
App. Milano, 5 luglio 2021, in *Dejure*
- Trib. Nola, 15 maggio 2025, in *Dejure*  
Trib. Arezzo, 9 dicembre 2024, in *ilcaso.it*  
Trib. Padova, 19 novembre 2024, in *ilcaso.it*  
Trib. Udine, 30 aprile 2024, in *dirittobancario.it* (ordinanza)

Trb. Udine, 13 aprile 2024, *Dejure*  
Trib. Udine, 7 marzo 2024, n.14, in *Dejure*  
Trib. Catanzaro, 6 febbraio 2024, in *ilcaso.it*  
Trib. Tempio Pausania, 12 ottobre 2023, in *Fall*, 2024, IV  
Trib. Roma, 6 settembre 2023, in *Dejure*  
Trib. L'Aquila, 18 aprile 2023, in *dirittodellacrisi.it*  
Trib. Siracusa 14 settembre 2022, in *Dejure*  
Trib. Roma, 15 settembre 2020, in *Dejure*  
Trib. Roma, 8 aprile 2020, in *Banca borsa tit. cred*, 2021, II  
Trib. Milano, 3.12.2020, in *ilcaso.it*.  
Trib. Milano, 9 ottobre 2019, in *Giur comm.*, 2020  
Trib. Milano, 3 Ottobre 2019, n. 22557, in *ilcaso.it* (decreto)

## REGNO UNITO

*Systems Building Services Group Limited* [2020] EWHC 54 (Ch),  
*BTI 2014 LLC v. Sequana SA*, [2019] BCC 63  
*West Mercia Safetywear Ltd v. Dodd* [1988] BCLC 250 (CA), 252h-253b  
*Salomon v. A Salomon & Co Ltd* [1896] UKHL 1, [1897] AC 22

## STATI UNITI

*Jeter v. Revolutionwear, Inc*, LEXIS 106 (Del. Ch. 2016)  
*N. Am. Catholic Educ. Programming Found., Inc. v. Gheewalla*, 930 A.2d 92 (Del. 2007)  
*Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. S.C. 2006)  
*Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A. 2d 27 (Del. S.C. 2006)  
*In re RegO Co.*, 623 A.2d 92, 95 (Del. Ch. 1992)  
*Holloway v. Sharon*, 4. CA. No. 5001 (Del. Ch. 1977)  
*Walkovsky v. Carlton*, 223 N.E.2d 6 (N.Y. 1966)  
*V.Guth v. Loft. Inc.*, 5 A.2d 503, 510 (Del. 1939).

*MacKenzie Oil Co. v. Omar Oil & Gas Co.*, 120 A. 852, 857 (Del. Ch. 1923)

*Hodges v. New England Screw Co.*, 3 R.I. 9, 18 (1853).

*Wood v. Dummer*, 30 F.Cas. 435 (no. 17.944) (C.C.D. Me. 1824)