PhD THESIS DECLARATION

I, the undersigned

FAMILY NAME	Maria Giulia
NAME	Musardo
Student ID no.	1824101

Thesis title:

La conservazione del patrimonio sociale nella gestione S.p.a.

PhD in	Business and Social Law
Cycle	XXX
Student's Advisor	Prof. Mario Notari
Calendar year of thesis defence	2018

DECLARE

under my responsibility:

1) that, according to Italian Republic Presidential Decree no. 445, 28th December 2000, mendacious declarations, falsifying records and the use of false records are punishable under the Italian penal code and related special laws. Should any of the above prove true, all benefits included in this declaration and those of the temporary "embargo" are automatically forfeited from the beginning;

2) that the University has the obligation, according to art. 6, par. 11, Ministerial Decree no. 224, 30th April 1999, to keep a copy of the thesis on deposit at the "Bilioteche Nazionali Centrali" (Italian National Libraries) in Rome and Florence, where consultation will be permitted, unless there is a temporary "embargo" protecting the rights of external bodies and the industrial/commercial exploitation of the thesis;

3) that the Bocconi Library will file the thesis in its "Archivio Istituzionale ad Accesso Aperto" (Institutional Registry) which permits online consultation of the complete text (except in cases of temporary "embargo");

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

4) that, in order to file the thesis at the Bocconi Library, the University requires that the thesis be submitted online by the student in unalterable format to Società NORMADEC (acting on behalf of the University), and that NORMADEC will indicate in each footnote the following information:

- PhD thesis: La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a.;
- by: Maria Giulia Musardo;
- defended at Università Commerciale "Luigi Bocconi" – Milano in the year 2018;
- the thesis is protected by the regulations governing copyright (Italian law no. 633, 22nd April 1941 and subsequent modifications). The exception is the right of Università Commerciale "Luigi Bocconi" to reproduce the same, quoting the source, for research and teaching purposes;

5) that the copy of the thesis submitted online to Normadec is identical to the copies handed in/sent to the members of the Thesis Board and to any other paper or digital copy deposited at the University offices, and, as a consequence, the University is absolved from any responsibility regarding errors, inaccuracy or omissions in the contents of the thesis;

6) that the contents and organization of the thesis is an original work carried out by the undersigned and does not in any way compromise the rights of third parties (Italian law, no. 633, 22nd April 1941 and subsequent integrations and modifications), including those regarding security of personal details; therefore the University is in any case absolved from any responsibility whatsoever, civil, administrative or penal, and shall be exempt from any requests or claims from third parties;

7) that the thesis is not subject to "embargo", i.e. that it is not the result of work included in the regulations governing industrial property; it was not written as part of a project financed by public or private bodies with restrictions on the diffusion of the results; is not subject to patent or protection registrations.

18 febbraio 2018

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

ABSTRACT

L'idea che gli amministratori di società debbano gestire la società nell'esclusivo interesse dei soci, valorizzando in massimo grado il valore delle rispettive partecipazioni, ha accompagnato lo studio del diritto delle società sin dalla prima organizzazione dell'impresa capitalistica. La storia d'impresa ci parla, infatti, di un passato dominato dal mito dello *shareholder value* in cui poco spazio è stato lasciato per la considerazione di interessi altri da quelli dei consociati.

Stupisce, allora, in questo quadro, l'eccentrica previsione di cui all'art. 2394 c.c. che riconosce, nell'interesse dei creditori, doveri di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, che contraddicono l'obiettivo del lucro oggettivo cui deve essere orientata la gestione sociale nell'interesse dei soci. Da qui il dubbio che l'apparente anitomia fra i criteri di gestione della s.p.a. stia, in realtà, a testimoniare la necessità che la gestione sociale debba fare sempre i conti con gli interessi dei creditori

Lo studio che s'intende condurre mira, dunque, a comprendere il significato che la regola scolpita all'art. 2394 c.c. viene ad assumere nel quadro dei doveri che presiedono alla diligente gestione di una s.p.a. *in bonis.* Ne risulterà la valorizzazione di un vincolo di adeguatezza tra la rischiosità della gestione e la composizione della struttura finanziaria, dove il patrimonio netto si troverà ad essere elevato a parametro di legittimità delle scelte di gestione con non trascurabili riflessi sull'ampiezza del sindacato giudiziale di legittimità e l'operare della *business judgment rule.*

Per addivenire a tale conclusione sarà necessario indugiare, dapprima, in un'analisi dell'evoluzione storica del dato positivo sino all'emersione dell'attuale formulazione della regola di cui all'art. 2394 c.c., soffermandosi particolarmente sulle questioni interpretative maggiormente dibattute che hanno interessato i profili più squisitamente processuali della disposizione, ossia la natura dell'azione e della responsabilità dalla norma presupposte (capitolo I), nonché, più recentemente, i risvolti sostanziali dei doveri di conservazione patrimoniale, in specie sotto il profilo del *timing* della loro attivazione (capitolo II). Di seguito, si procederà a considerare il sistema vigente nel suo complesso per rintracciare i non pochi indizi, normativamente fondati, a conferma dell'attendibilità della tesi che assume la doverosità di un costante bilanciamento fra interessi dei soci e dei creditori (capitolo III) per addivenire, infine, alla formulazione della regola di gestione racchiusa nel disposto dell'art. 2394 c.c. ed alla conseguente declinazione dei suoi riflessi sul sindacato giudiziale nei casi di sua violazione (capitolo IV).

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

LA CONSERVAZIONE DEL PATRIMONIO SOCIALE NELLA GESTIONE DELLA S.P.A.

CAPITOLO I

LA TUTELA DEI CREDITORI IN PROSPETTIVA DIACRONICA

Premessa: l'apparente contraddizione fra i criteri di gestione dell'impresa societaria 8
1. La tutela dei creditori sociali al crocevia delle codificazioni: la tipizzazione del rapporto di amministrazione e l'apertura alla tutela dei terzi nei codici di commercio..... 12
1.1. La disciplina del Codice Civile: dalla normativa del 1942 alla riforma del 2003 18
1.2. La controversa natura della responsabilità ex art. 2394 c.c. 23
1.3. La altrettanto controversa natura dell'azione ex art. 2394 c.c. 29
2. I nuovi «obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale»: l'emersione di una prospettiva gestionale a tutela delle ragioni del ceto creditorio 36

CAPITOLO II

I CRITERI DI GESTIONE DELLA S.P.A.

1. Il contenuto dei doveri di conservazione del patrimonio sociale. La loro valenza in seno al riparto di competenze amministratori-assemblea prima della riforma del 2003 40
1.1. Doveri a contenuto generico o specifico: rules versus standards 43
1.2. Il momento temporale rilevante per la conservazione del patrimonio e per l'emergere del conflitto fra gli interessi dei soci e dei creditori 48
1.3. Timing degli obblighi di conservazione ed allineamento degli interessi di soci e creditori: necessità di precisazioni..... 54
1.4. Il conflitto fra gli interessi dei soci e dei creditori di s.p.a. nell'ordinamento italiano: gli azzardi morali dei primi necessitano di contrappesi a tutela dei secondi 58
2. I criteri di gestione della società per azioni: l'ossimoro dello scopo di lucro e della conservazione dell'integrità del patrimonio..... 67
2.1. Lo scopo di lucro, la propensione al rischio e la business judgment rule..... 70
2.2. La conservazione del patrimonio ex art. 2394 c.c. quale autonomo criterio di gestione della s.p.a. 78
2.3. La ricerca di un criterio di composizione dei criteri di gestione..... 84

CAPITOLO III

IL RILIEVO DEGLI INTERESSI DEI CREDITORI NELLA GESTIONE DELL'IMPRESA IN BONIS

1. La gerarchia degli interessi degli stakeholders nella determinazione dell'interesse sociale..... 87
1.1. Il rilievo degli interessi dei creditori sociali nella prospettiva della responsabilità sociale d'impresa..... 94
1.2. Il rilievo degli interessi dei creditori sociali nella prospettiva del Legislatore italiano 99
2. Gli strumenti normativi di influenza dei creditori sociali sulla gestione dell'impresa finanziata103

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

2.1. Il diritto di opposizione al compimento di determinati atti di gestione 105
2.2. Il diritto di voto dei portatori di strumenti finanziari partecipativi 114
2.3. I business covenants come fonte negoziale del potere di ingerenza sulla gestione dell'impresa finanziata 119
3. L'interesse dei creditori come limite esterno al perseguimento dell'interesse dei soci 124
3.1. Il contatto sociale tra gli amministratori di s.p.a. e i creditori sociali. Le conseguenti determinazioni in tema di natura dell'azione e della responsabilità ex art. 2394 c.c..... 129
3.2. La questione della mancanza del richiamo all'art. 2394 c.c. nella disciplina delle s.r.l. 134
3.3. Il dovere di conservazione dell'integrità patrimoniale come covenant legale e l'emersione del contenuto prudenziale del canone di diligenza 139

CAPITOLO IV

LA CONSERVAZIONE DEL PATRIMONIO SOCIALE

1. Il rilievo della struttura finanziaria per l'esercizio dell'attività d'impresa. Dall'adeguatezza della struttura finanziaria rispetto all'attività d'impresa all'adeguatezza dell'attività d'impresa rispetto alla struttura finanziaria 145
2. Il dovere di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale come dovere di adottare una gestione adeguata alla propria struttura finanziaria: il patrimonio netto come limite alla discrezionalità di gestione 152
2.1. L'insufficienza della visione statica-patrimoniale e la necessità di declinare il parametro del patrimonio netto in chiave prospettica 157
2.2. La necessità che, non la singola scelta di gestione, ma la pianificazione strategica sia adeguata alla struttura finanziaria 163
3. Riflessi del dovere di conservazione ex art. 2394 c.c. sul sindacato giudiziale di legittimità nei casi di mala gestio 168
3.1. Diligenza, perizia e colpa professionale nella gestione d'impresa: la questione dell'applicabilità dell'art. 2236 c.c. all'attività di amministrazione 172
3.2. Il criterio della ragionevolezza: l'opportunità di affinare ulteriormente il sindacato di legittimità delle scelte di gestione 180
3.3. Il sindacato giudiziale rideterminato: l'adeguatezza della gestione alla struttura finanziaria come parametro di legittimità delle scelte di gestione 185

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

CAPITOLO I

LA TUTELA DEI CREDITORI IN PROSPETTIVA DIACRONICA

SOMMARIO: Premessa: l'apparente contraddizione fra i criteri di gestione dell'impresa societaria – 1. La tutela dei creditori sociali nella gestione della società per azioni al crocevia delle codificazioni: la tipizzazione del rapporto di amministrazione e l'apertura alla tutela dei terzi nei codici di commercio – 1.1. La disciplina del Codice Civile: dalla normativa del 1942 alla riforma del 2003 – 1.2. La controversa natura della responsabilità ex art. 2394 c.c. – 1.3. La altrettanto controversa natura dell'azione ex art. 2394 c.c. – 2. I nuovi «obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale»: l'emersione di una prospettiva gestionale a tutela delle ragioni del ceto creditorio – 2.1. La valenza degli obblighi di conservazione del patrimonio sociale in seno al riparto di competenze amministratori-assemblea

Premessa: l'apparente contraddizione fra i criteri di gestione dell'impresa societaria

La ricerca del profitto è l'ideale (o l'ideologia) che ha retto le discussioni sulla gestione delle imprese sin dal primo momento in cui d'impresa si è potuto parlare: della ricerca del profitto era piena la mano invisibile di Mann che sospingeva il libero mercato e le ambizioni di chi realizzava la rivoluzione industriale nella seconda metà del '700; la ricerca del profitto (razionale) animava, ancora, lo spirito del capitalismo nella visione di Weber e, certamente, ispirava l'avventura imprenditoriale che ha portato alla nascita della Compagnia delle Indie Orientali. Vi è, dunque, un condensato non indifferente di storia e di sociologia in quella formula scolpita dall'art. 2247 c.c. che fa della divisione degli utili lo scopo tipico delle società moderne, specchio della consapevolezza che «all'interno della vita economica a ordinamento capitalistico un'impresa che non orientasse la propria attività al raggiungimento della massima redditività sarebbe condannata a scomparire»[1]. La svolta neoliberista degli anni Settanta del XX sec., che riflette sul piano giuridico la tendenza della neonata analisi economica del diritto alla pancrontrattualizzazione del diritto dell'impresa[2], e che può

[1] WEBER, *Osservazioni preliminari* a *L'etica protestante e lo spirito del capitalismo,* in *Sociologia delle religioni,* Torino, 1976, p. 92 ss.

[2] Si afferma in questo stesso periodo l'analisi economica del diritto e matura la concezione della teoria dell'impresa come *nexus of contracts* proposta per la prima volta da Coase, *The Nature of the Firm,* in 4 *Econ,* 1937, p. 386, poi ripresa e sviluppata da JENSEN, MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in 3 *J. Fin. Econ*., 1976, p. 305 e da EASTERBROOK, FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law,* Cambridge, 1991, volta a riconoscere la centralità dell'interesse degli investitori. Detta linea contrattualistica è stata poi

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

forse trovare una sintesi emblematica nell'affermazione di Friedman per cui «*the Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*»[3], contribuisce ancor più a far sedimentare il significato sotteso allo scopo di lucro che deve animare le società disciplinate dal Titolo V, Libro V, del Codice Civile, consegnandoci una visione dell'impresa che tende ad «assolutizzare lo *shareholder value* come finalità propria dell'impresa, lasciando ad altri contesti della vita sociale e pubblica il compito di soddisfare esigenze di equità sociale»[4].

Da qualche tempo a questa parte, complici le contingenze della realtà contemporanea, si è cominciato, tuttavia, a ripensare a quella formula che pone al centro di qualsiasi discorso sull'impresa organizzata in forma di società la figura dei soci, chiedendosi se oltre agli interessi di questi fosse lecita anche la considerazione degli interessi di «altri»[5]. Una nuova geografia dell'interesse sociale comincia ad affiorare fra le pieghe del diritto delle società riproponendo, in nuova forma, il dibattito mai sopito sulla *Unternehmen an sich* tradottosi, almeno in parte, negli insegnamenti della *Team Production Theory* americana, nella positivizzazione dell'*Englighetd Shareholder Value* in seno all'ordinamento britannico (cfr. *Section 172, CA*) e nella recentissima diffusione, anche sul terreno giuridico nazionale, delle *benefit corporations*.

É bene, allora, cominciare subito ad attirare l'attenzione del lettore su di un dato normativo che da molto tempo occupa la scena del diritto commerciale domestico senza, tuttavia, che lo stesso abbia mai indotto a riguardare al medesimo come ad un ordinamento *stakeholder oriented*. Se si osservano le regole preposte dal Legislatore a garantire la c.d. buona amministrazione della s.p.a. si noteranno di certo il canone della diligenza, cui fa riferimento l'art. 2392 c.c. nel definire i limiti della responsabilità dell'amministratore nei confronti della società, ed il lucro oggettivo *ex*

---

estremizzata sino a valorizzare gli interessi degli investitori come i soli essenziali per la sopravvivenza dell'impresa da MAITLAND, *Distributive Justice in Firms: Do the Rules of Corporate Governance Matter?,* in 11 *Bus. Ethics Q.*, 2001, p. 129 ss.; MARCOUX, *A Fiduciary Argument Against Stakeholder Theory,* in 13 *Bus. Ethics Q.*, 2003, p. 1 ss., secondo il quale gli interessi degli azionisti sarebbero anzi quelli più deboli e bisognosi di protezione, fra quelli che vengono incisi dallo svolgimento dell'attività dell'impresa; LAZONICK, O'SULLIVAN, *Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance,* in 29 *Economy and Society*, 2000, p. 13 ss.

[3] L'espressione era il titolo di un articolo pubblicato sul *New York Times Magazine* il 13 settembre 1970.

[4] Così LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa,* in ODC, 2013, p. 3.

[5] La suggestione è colta dal titolo di un contributo di Angelici particolarmente evocativo: *La società per azioni e gli «altri»,* in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger, Atti del convegno Milano, 9 ottobre 2009,* Milano, 2010, p. 45.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

art. 2247 c.c. che, fissando nell'incremento del patrimonio sociale l'obiettivo verso cui la gestione dell'impresa deve essere orientata, riempie di contenuto la prima clausola generale che, di per sé sola, rimarrebbe vuoto significante nella fenomenologia dell'amministrazione societaria. Eppure, accanto alla diligenza ed al lucro oggettivo, l'art. 2394, comma I, c.c. esige che gli amministratori, per adempiere correttamente al loro incarico gestorio, osservino gli obblighi di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale che, a tutta prima, non paiono collimare perfettamente con le finalità produttiva sopra richiamate. Quell'ideale della ricerca del profitto che, a norma dell'art. 2247 c.c., deve animare tutte le manifestazioni della realtà imprenditoriale che si organizzino in forma societaria, appare, così, fortemente contraddetto proprio in seno al tipo principe delle società di capitali che da sempre ha vissuto all'ombra dello *shareholder value* e dell'ideologia (questa sì) che vuole, nella dissociazione fra proprietà e potere, il secondo asservito alla volontà della prima.

Non sembra, dunque, inaudito domandarsi se non ci si trovi effettivamente di fronte ad una vera e propria contraddizione fra i criteri di gestione della s.p.a.: richiedere, infatti, ad un tempo la conduzione dell'impresa in funzione della massimizzazione degli obiettivi lucrativi dei consociati e della preservazione delle ragioni dei creditori può suonare come una pericolosa antinomia che pretende di declinare diversamente il medesimo complemento oggetto, il patrimonio della società. La contraddizione suona poi ancor più dirompente se si considera che il richiamo alle finalità conservative dell'integrità e del valore del patrimonio sociale torna poi solo in corrispondenza dell'avveramento della causa di scioglimento della società, dove l'art. 2486 c.c. eleva la stessa conservazione patrimoniale ad unico criterio orientatore della gestione degli amministratori sino alla consegna dell'impresa ai liquidatori.

Dell'art. 2394 c.c., a ben vedere, si è sempre considerato l'aspetto più prettamente processuale, complice certamente la collocazione sistematica nel novero delle azioni di responsabilità promovibili nei confronti dell'organo amministrativo. Lo studio della norma si è così concentrato sul profilo della legittimazione all'azione dei creditori e sulle connesse questioni relative alla determinazione della natura dell'azione e della responsabilità ad essa sottesa, lasciando forse un po' in sordina la, pur fondamentale, dimensione sostanziale della norma che, in effetti, è stata principalmente approfondita nell'intento di ricostruire in via interpretativa uno statuto dei doveri di gestione della

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

società in crisi[6], sembrando, invece, più difficile poterne affermare la precettività anche prima dell'ingresso nella c.d. *twilight zone*[7].

É proprio in tale ultima prospettiva che il presente scritto intende proseguire: indagando, cioè, la possibilità che l'art. 2394 c.c. esiga che la gestione dell'impresa debba sempre fare i conti con i creditori sociali. Si aspira, cioè, ad inferire dalla norma una regola d'azione che sia in grado di comporre armonicamente quella che all'apparenza potrebbe sembrare un'irriducibile contraddizione fra criteri di gestione, ossia la coniugazione della finalità di conservazione patrimoniale con l'attitudine rischiosa che anima ogni attività che assommi in sé i caratteri dell'impresa. Non si stupirà, allora, il lettore, se uno degli esiti cui condurrà il presente lavoro sarà non solo una ridefinizione del significato che deve assumere il canone della diligenza in ordine alla determinazione del metro di legittimità delle scelte di gestione, ma anche un ripensamento dei termini in cui finora è stata declinata la *business judgment rule,* poiché il dovere di conservazione *ex* art. 2394 c.c. andrà inevitabilmente ad incidere sulla ragionevolezza delle scelte di gestione compiute dall'organo amministrativo, di modo che le stesse non potranno ritenersi più protette dal noto *safe harbor* se il rischio ad esse connesso contemplava a monte la possibilità di pregiudicare irreversibilmente la capienza del patrimonio sociale.

L'idea che si può qui iniziare a tratteggiare è quella per cui la gestione della società azionaria e con essa, il grado di rischio ragionevolmente accettabile, debbano essere in qualche modo adattati al rapporto esistente tra il patrimonio netto l'indebitamento, identificando l'armonica combinazione dei criteri incrementativo e conservativo nella fissazione di un vincolo di adeguatezza della gestione dell'impresa rispetto alla struttura finanziaria della stessa: così ragionando, infatti, la finalità lucrativa rimarrebbe il principale obiettivo della gestione sociale senza che, tuttavia, la stessa possa tradursi in danno delle ragioni dei creditori, che fungerebbero, così, da contrappeso al soddisfacimento dei desiderata dei soci.

---

[6] Cfr. naturalmente BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi,* Torino, 2015; LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale,* Milano, 2016.

[7] I contributi che più incisivamente si sono spinti ad una tale affermazione sono quelli di NIEDDU ARRICA, *I principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale nella prospettiva della tutela dei creditori,* Torino, 2017; LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op ult. cit.*; FABIANI, *L'azione di responsabilità dei creditori sociali e le altre azioni sostitutive,* Milano, 2015; SEMINARA, *Il patrimonio nella società per azioni tra funzioni e responsabilità,* Tesi di dottorato in Diritto dell'impresa, ciclo XXVI, Università Commerciale L. Bocconi, Milano, 15 gennaio 2015, reperibile su www.dpsd.unimi.it; MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella s.r.l.,* Torino, 2007; AIELLO, *La responsabilità degli amministratori e dei soci delle s.r.l.,* Bologna, 2013.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Per addivenire a tale conclusione sarà necessario indugiare, dapprima, in un'analisi dell'evoluzione storica del dato positivo sino all'emersione dell'attuale formulazione della regola di cui all'art. 2394 c.c., soffermandosi particolarmente sulle più dibattute questioni interpretative che hanno interessato i profili più squisitamente processuali della disposizione, ossia la natura dell'azione e della responsabilità ivi previste (capitolo I), nonché, più recentemente, i risvolti sostanziali dei doveri di conservazione patrimoniale, in specie sotto il profilo del *timing* della loro attivazione (capitolo II). Di seguito, si procederà a considerare il sistema vigente nel suo complesso per rintracciare i non pochi indizi, normativamente fondati, che confermano l'attendibilità della tesi che assume la doverosità di un costante bilanciamento fra interessi dei soci e dei creditori (capitolo III), per addivenire, infine, alla comprensione dell'operatività della regola di gestione racchiusa nel disposto dell'art. 2394 c.c. ed alla sua conseguente declinazione sul piano del sindacato giudiziale in caso di violazione (capitolo IV).

1. La tutela dei creditori sociali al crocevia delle codificazioni: la tipizzazione del rapporto di amministrazione e l'apertura alla tutela dei terzi nei codici di commercio

Il primo riferimento alla possibile apertura all'affermazione della responsabilità degli amministratori anche nei confronti di terzi estranei alla compagine sociale emerge fra le righe di uno dei progetti al primo codice di commercio unitario, il Progetto Lanza «Sulle società anonime ed in accomandita»[8], ove si prevedeva che gli amministratori fossero responsabili ove «commettano, o lascino scientemente commettere negli inventarii inesattezze gravi pregiudicevoli alla società o ai *terzi*» (art. 10), e si stabiliva che fossero tenuti «a reintegrare nella cassa della società le somme alle quali avessero data una destinazione indebita, ed a riparare i danni derivanti dal fatto loro alla società ed ai *terzi*».

Come noto, il Progetto Lanza non divenne mai legge del Regno, ma l'idea che del proprio operato gli amministratori fossero tenuti a rispondere anche nei confronti dei terzi, creditori della società, aveva messo piede fra le pieghe del diritto delle società anonime per divenire parte integrante del regime della responsabilità degli amministratori nelle codificazioni a venire. Invero, nonostante la cospicua influenza esercitata sul Legislatore italiano dalla codificazione napoleonica, che relegava gli

[8] Cfr. *Atti del Parlamento Subalpino, sessione del 1857-58, Senato, Documenti,* Roma, 1874, p. 868 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

amministratori a meri mandatari[9] della società gerita, il primo codice di commercio unitario ne estendeva la responsabilità oltre i confini del solo rapporto con la società: l'art. 139 c. comm. (1865) dichiarava gli amministratori «personalmente risponsabili» non solo «verso gli azionisti» ma anche «verso i terzi»: «1° della verità del capitale sottoscritto, e della verità dei versamenti fatti dagli azionisti; 2° della reale esistenza dei dividendi pagati; 3° dell'esattezza dei libri di commercio; 4° e generalmente dell'esecuzione delle formalità stabilite dalla legge per la esistenza della società». Peraltro, pur riprendendone la qualificazione degli amministratori quali «mandatari temporanei revocabili» (art. 129), il nuovo codice di commercio, in netta discontinuità con il codice piemontese (1842) e francese, identificava la fonte dei doveri di gestione non solo nel rapporto di mandato instaurato con la società bensì, più in generale, nella disciplina legislativa, estendendo la relativa responsabilità sino alla violazione di ulteriori obblighi «che la legge specialmente loro impone»[10].

Così facendo, si perveniva, tramite l'imposizione di «speciali forme di responsabilità»[11], ad una surrettizia modificazione della natura giuridica del rapporto sottostante che andava così ad assumere un «carattere dualistico»[12] in ragione della presenza, accanto agli obblighi derivanti dal rapporto di mandato, di obbligazioni imposte *ex lege,* con conseguente proiezione del ruolo degli amministratori in una dimensione altra rispetto a quella del comune mandatario[13] tanto che i commentatori dell'epoca potevano riconoscere che «fra quelle società che ammettono l'elemento personale e quelle che non lo ammettono, vi ha necessariamente una grande differenza rispetto all'amministrazione»[14], e potevano parlare degli amministratori come di

---

[9] Il *Code de commerce* francese del 1807 qualificava gli amministratori come «*mandataires à temps révocables*» (art. 31), responsabili esclusivamente per «*l'exécution du mandat qu'ils ont reçu*» (art. 32). La dottrina chiariva l'asettico disposto normativo osservando che: «*ce pouvoir d'administrer n'appartient, en principle, qu'à la masse des actionnaires. Mais comment en concevoir l'exercise autrement que par délégation?* [...] *I' administration proprement dite, le role actif, doit nécessairement etre concentré sur la tete d'un seul ou de quelques-uns, mandataires de la masse*», *Société,* in *Rep. Dalloz,* XL, Paris, 1895, p. 705, n. 1513.

[10] Alla base di tale ultima previsione, stava l'esigenza di porre un limite ai «fraudolenti artifizi che si sono praticati nelle società anonime» (BORSARI, *Codice di commercio del Regno d'Italia annotato,* I, Torino, 1869, p. 441).

[11] Cfr. *Ibid.,* p. 443 che con riguardo alla violazione dei doveri esorbitanti dal rapporto di mandato richiamava la categoria del delitto o quasi-delitto.

[12] ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori,* Milano, 1979, p. 53.

[13] Insisteva sull'autonomia del rapporto di amministrazione rispetto a quello di mandato MORI, *Società anonima. Amministrazione,* I, Torino, 1987, p. 3 ss., che definiva il consiglio di amministrazione come un «organo» deliberativo ed esecutivo; conf. GAGLIANO, *Gli amministratori delle società anonime nel diritto e nella giurisprudenza,* Palermo, 1904, p. 88.

[14] BORSARI, *Codice di commercio*, *op. cit.,* p. 423.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

«magistrati sociali» incaricati di vigilare sull'osservanza della legge e dello statuto, in quanto «rappresentanti della società e della legge, ma in certo modo anche dei singoli azionisti e dei creditori»[15].

Era evidente, quindi, che la specialità del rapporto che si andava così configurando poneva le giuste premesse per l'attribuzione alle regole preposte alla disciplina dell'amministrazione dell'anonima un rilievo non meramente interno, della cui violazione avrebbero potuto dolersi anche i terzi creditori dell'ente associativo sul cui patrimonio avevano fatto affidamento quale unica garanzia d'adempimento.

Sebbene ritenuta manchevole in altri settori della disciplina delle anonime, la codificazione del 1865 e la dottrina sviluppatasi sotto la sua vigenza pareva affrontare «la materia con un taglio di singolare modernità»[16], tanto che il successivo codice del 1882 non avrebbe avuto sostanzialmente più nulla da aggiungere in punto di doveri e responsabilità degli amministratori (cfr. art. 147 c. comm.) se non la precisazione che la loro responsabilità verso i soci e verso i terzi sussisteva «in generale» anche per l'«esatta osservanza dei doveri ad essi imposti dalla legge, dall'atto costitutivo e dallo statuto» (art. 147, co. 1, n. 5°, c. comm.)[17]; formula che all'orecchio dell'accorto

---

[15] MORI, *L'amministrazione della società anonima,* Torino, 1897, p. 48; conf. VIDARI, *Corso di diritto commerciale,* II, Milano, 1878, p. 506; DANIELI, *Le società commerciali esistenti ed il nuovo codice di commercio,* I, Torino, 1884, p. 305; PATERI, *La società anonima,* Torino, 1890, p. 353 ss. La stessa Relazione Mancini osservava che gli amministratori della società anonima «non sono solamente i mandatari della società, ma sono anche i depositari dei poteri sociali e i rappresentanti necessari dell'ente collettivo nelle sue relazioni verso i terzi. Per queste loro qualità, sono ad essi affidati importantissimi uffici, che riguardano l'interesse dei soci, l'interesse dei terzi, la tutela della legge e dello statuto sociale, e perfino il pubblico interesse rivolto al benessere del commercio, che è tanta parte della prosperità economica della Nazione» (*Relazione del Ministro di Grazia e Giustizia e dei Culti (Mancini) od Esposizione dei motivi del Progetto del Codice di commercio pel Regno d'Italia*, presentato al Senato del Regno nella tornata del 18 giugno 1877, Roma, Stamperia Reale, 1878, p. 328 ss.). Riprenderanno la formula predetta sotto il vigore del successivo codice di commercio del 1882 SOPRANO, *Della responsabilità civile e penale degli amministratori di società per azioni,* Torino, 1910, p. 37; VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale,* II, Milano, 1928, p. 284. *Contra* invece NAVARRINI, *Delle società e delle associazioni commerciali,* in *Commentario al Codice di commercio,* Milano, 1924, p. 526, nt. 1, che definiva tale formula come una «inutile esuberanza d'espressioni».

[16] ALLEGRI, *Contributo, op. cit.,* p. 53.

[17] Più diffusamente l'art. 147 c. comm. (1882) sostituisce nella formulazione del previgente art. 139 c. comm. (1865) quanto ivi previsto al n. 4, con l'affermazione della responsabilità per l'esatto adempimento delle deliberazioni assembleari, e introduce il nuovo n. 5 di cui si è detto nel testo: «gli amministratori sono solidalmente responsabili verso i socii e verso i terzi: 1° della verità dei versamenti fatti dai socii; 2° della reale esistenza dei dividendi pagati; 3° della esistenza dei libri voluti dalla società e della loro regolare tenuta; 4° dell'esatto adempimento delle deliberazioni delle assemblee generali; 5° e in generale dell'esatta osservanza dei doveri ad essi imposti dalla legge, dall'atto costitutivo e dallo statuto e che non siano proprii esclusivamente di un ufficio determinato e personale». Volendo tracciare un immediato parallelo con quanto risulta dall'attuale configurazione della responsabilità degli amministratori di cui agli artt. 2392-2395 c.c., emerge lampante la diversa distribuzione degli obblighi che incombono sugli amministratori nei confronti della società e nei

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

lettore evocherà per assonanza l'attuale formulazione dell'art. 2392, co. 1, c.c. Detta ultima formula, per la verità, con la sua attitudine a valere quale clausola generale, apriva la strada ad un ampliamento potenzialmente illimitato degli obblighi caratterizzanti il rapporto di amministrazione e s'inquadrava in quel «sistema di garanzie obbiettive di legge»[18] poste a tutela dei creditori sociali, contraltare all'abbandono del controllo amministrativo in sede di costituzione delle società per azioni.

Nonostante la reiterazione della qualificazione degli amministratori quali mandatari «temporanei, rivocabili»[19], dunque, sotto il vigore del codice del 1882 il rapporto di amministrazione continuava ad assumere connotati propri specifici sempre più distanti dal comune rapporto di mandato[20], tanto che il dato letterale del nuovo art. 122, co. 3, c. comm., che precludeva agli amministratori la possibilità di «fare altre operazioni che quelle espressamente menzionate nell'atto costitutivo», veniva di fatto sorpassato nell'interpretazione dottrinale e nella conforme prassi giurisprudenziale e statutaria[21] tendente sempre più ad emancipare l'organo amministrativo dalla sovranità

---

confronti dei creditori sociali: mentre l'art. 147 c. comm. individuava una responsabilità unitaria degli amministratori nei confronti dei soci e dei terzi per violazione di tutti i doveri ad essi imposti dalla legge, dallo statuto o dall'atto costitutivo, il codice civile distingue all'art. 2392 c.c. la responsabilità verso la società, per violazione dei doveri imposti dalla legge e dallo statuto, e all'art. 2394 c.c. la responsabilità verso i creditori sociali, per violazione degli obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale. Sembra quindi che i doveri che il legislatore contemporaneo pretende che gli amministratori adempiano nell'interesse dei creditori sociali, siano stati ridotti rispetto alla più ampia formulazione dell'ultimo codice di commercio: non più tutti gli obblighi ad essi imposti dalla legge o dallo statuto (così come invece richiedeva l'art. 147, co. 1, n. 5°, c. comm., e che oggi appare limitato alla responsabilità verso la società *ex* art. 2392 c.c.), ma solo gli obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale (cfr. art. 2394, co. 1, c.c.). A dire la verità, come si dirà oltre, parte della dottrina ha dubitato che l'estensione degli obblighi di cui all'art. 2394 c.c. fosse effettivamente più ristretta rispetto a quelli che gravano generalmente sugli amministratori in virtù della loro funzione (cfr. art. 2392, co. 1, c.c.).

[18] UNGARI, *I precedenti storici del vigente diritto delle società per azioni,* in *Ricerca sulle società commerciali, Linee evolutive della legislazione italiana e ordinamenti stranieri,* a cura del Segretariato Generale della Camera dei Deputati, Roma, 1968, p. 28; già prima cfr. BONDIO, *Del bisogno di rifondere le leggi sulle società commerciali, e delle garanzie di legge che potrebbero sostituire l'autorizzazione governativa delle società per azioni,* in *Politecnico,* XXIII, 1864, p. 95.

[19] Cfr. art. 121 c. comm. (1882).

[20] SRAFFA, *Compromessi e società anonime,* in *Riv. dir. comm.,* I, 1912, p. 371, lo definiva come un «mandato generale ad amministrare»; conf. NAVARRINI, *Delle società, op. cit.,* p. 527. Esempio estremo di quanto detto può certo rinvenirsi nell'approccio di FRÉ, *L'organo amministrativo nelle società anonime,* Roma, 1938, p. 262, che affermava: «qualsiasi riferimento al mandato diventa irrilevante, perché è la legge medesima che […] ha abbandonato la sua fallace premessa teorica per tornare a quella *politica* che gli amministratori hanno il dovere di bene amministrare».

[21] Ci si riferisce, in particolare, al percorso interpretativo che ha conosciuto il disposto dell'art. 122, co. 3, c. comm. La norma, introdotta allo scopo di riaffermare la sovranità assembleare e di tutelare soci e terzi contro iniziative incontrollate degli amministratori, stabiliva che essi non potessero «fare

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

assembleare[22]. Detta esigenza, del resto, discendeva dal riconoscimento che quello speciale rapporto instauratosi fra la società e gli amministratori andava «al di là dello stesso interesse dei soci loro mandanti»[23] essendo diretto a soddisfare anche l'interesse

---

altre operazioni che quelle espressamente menzionate nell'atto costitutivo». Il diritto vivente, invece, per come venne a formarsi nella dottrina e giurisprudenza del tempo, ribaltava la formulazione negativa della norma e giungeva ad autorizzava gli amministratori al compimento di tutti quegli atti che rientrassero nell'oggetto sociale, questo sì identificato con sufficiente precisione nello statuto (DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali,* in *Codice di commercio commentato,* a cura di L. Bolaffio, A. Rocco e C. Vivante, Torino, 1938, p. 223 ss.). In ogni caso, si riteneva che i limiti operativi eventualmente fissati in statuto non avrebbero potuto essere tali da snaturare i tratti essenziali della società anonima (FRÉ, *L'organo amministrativo, op. cit.,* p. 161).

[22] Emblematica degli umori degli ultimi tempi di vigenza del codice di commercio era la posizione di FRÉ, *L'organo amministrativo, op. cit.,* p. 163 che, con riferimento all'assemblea, commentava: «Quest'organo anacronistico, con una parvenza di solennità, a cui non corrisponde un'attività effettiva […] è infatti fatalmente destinato a cedere innanzi al più agile organo amministrativo in cui tende naturalmente ad accentrarsi la somma dei poteri sociali». Parimenti significative sono le prese di posizione di VIVANTE, in *Trattato, op. cit.,* p. 288 ss., ove affermava: «l'assemblea non è un organo amministrativo adatto a deliberare sulle singole operazioni: la lentezza, la pubblicità delle sue riunioni vi si oppongono: l'ora utile per l'affare sarebbe passata e trapassata quando giungesse la deliberazione dell'assemblea. È il consiglio l'organo permanente dell'azienda che, salvo le restrizioni scritte nello statuto, può compiere tutte le operazioni sociali»; ancora, in *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime,* in *Riv. dir. comm.,* 1925, I, p. 430 ss., stigmatizzava «l'insanabile debolezza dell'organo supremo della Società», sino ad auspicare «che l'assemblea non ci fosse, e che gli amministratori, nominati nell'atto costitutivo, si surrogassero per cooptazione e i Sindaci approvassero senz'altro il bilancio degli amministratori». Dette istanze, del resto, costituivano il coerente sviluppo di quanto desumibile dalla *Relazione del Ministro di Grazia e Giustizia e dei Culti (Mancini) od Esposizione dei motivi del Progetto del Codice di commercio pel Regno d'Italia*, presentato al Senato del Regno nella tornata del 18 giugno 1877, Roma, Stamperia Reale, 1878, ove si riconosceva che le assemblee «non sono radunate che raramente, e perciò la funzione di quest'organo non è permanente, e non può quindi rappresentare continuamente l'interesse dell'ente collettivo e quello dei singoli membri di esso». Poiché, tuttavia, «una retta amministrazione è il principale fondamento del successo di ogni intrapresa» è necessario che gli amministratori, «mandatari della Società», siano «i depositari de' poteri sociali e i rappresentanti necessari dell'ente collettivo nelle sue relazioni verso i terzi». «Gelose quindi in sommo grado sono le attribuzioni degli amministratori, e perciò la legge deve porre da un lato tutta la cura nel determinare con chiarezza i loro doveri, per potere dall'altro assicurarne l'adempimento colla sanzione di una rigorosa responsabilità».

[23] FRÉ, *L'organo amministrativo, op. cit.,* p. 257 ss.; conf., con ragionamento cristallino, SOPRANO, *Trattato teorico-pratico delle società commerciali,* II, Torino, 1934, p. 686: «Certo la legge ha imposto agli amministratori anche la tutela dell'interesse generale e dei creditori sociali», per cui «non deve far meraviglia che gli amministratori debbano considerarsi come investiti di diritti e di obblighi dalla legge, al di là dello stesso interesse dei soci loro mandanti»; «il rapporto speciale infatti non si limita ai soli mandatari (soci), ma si estende a coloro che diventano creditori della società e di fronte ai quali la legge riafferma i doveri degli amministratori. Anche a favore dei creditori sociali il precetto legislativo è dettato in contemplazione della *specialità* del rapporto costituitosi. Non è dunque la violazione dell'obbligazione generica del *neminem ledere*; ma quella dell'obbligo costituitosi direttamente tra cariche sociali e per ragion di esse ed i creditori della società».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

dei creditori della società cui faceva ambiguo riferimento l'art. 147 c. comm. nel richiamare genericamente i «terzi»[24].

Pur accogliendo la prospettiva della tutela dei creditori il legislatore ottocentesco si disinteressava di disciplinare dedicatamente i presupposti per l'esperibilità dell'azione di responsabilità e poneva, così, le basi per il proliferare di quella discussione mai sopita circa la corretta determinazione della natura giuridica dell'azione dei creditori, quale azione autonoma[25] o surrogatoria dell'azione sociale di responsabilità[26], nonché della legittimazione autonoma o collettiva all'esperimento della stessa[27]. Indubbiamente il creditore che non avesse visto ripagato tempestivamente il proprio debito per l'esiguità del patrimonio sociale, assottigliatosi in conseguenza della sprovveduta gestione degli amministratori, avrebbe potuto agire nei loro confronti per surrogazione a fronte dell'inerzia della società loro debitrice; eppure ad alcuni autori era parso che nelle anonime, dove il patrimonio sociale rappresentava l'unica garanzia di soddisfacimento dei crediti sociali, il legislatore avesse voluto armare «i creditori di ben più efficace azione, rendendo responsabili gli amministratori, i sindaci, i liquidatori non solo secondo le norme del mandato verso i loro mandanti, ma anche in determinati casi direttamente verso i creditori sociali»[28].

Si può allora comprendere, perché, sulla scorta di tali considerazioni ci si orientò di buon grado verso il riconoscimento della natura *contrattuale* della responsabilità degli

---

[24] Con detta espressione, infatti, si sarebbe potuto fare riferimento tanto a coloro che in virtù di un rapporto obbligatorio fossero venuti in contatto con la società assumendone la veste di creditori, quanto a coloro che, avendo sofferto un danno per un fatto illecito compiuto personalmente dagli amministratori, fossero divenuti creditori privati degli stessi. Nel senso che la norma avrebbe dovuto essere interpretata come facente riferimenti solo ai creditori sociali cfr. SOPRANO, *Trattato, op. cit.,* p. 686; VIVANTE, *Trattato*, *op. cit.,* p. 363; NAVARRINI, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale,* IV, Milano, 1920, p. 392; MARCORA, *L'azione civile di responsabilità contro gli amministratori di società anonime,* Milano, 1931, p. 109.

[25] A favore della natura autonoma dell'azione dei creditori sociali si schierarono: NAVARRINI, *Trattato, op. cit.,* p. 402; MARCORA, *L'azione civile, op. cit.,* p. 94 ss.; SOPRANO, *Trattato, op. cit.,* p. 725.

[26] Sostenevano la natura surrogatoria dell'azione: LORDI, *L'azione di responsabilità contro amministratori di società anonima,* in *Riv. dir. comm.,* 1930, I, p. 461; SRAFFA, *Il fallimento delle società commerciali,* Firenze, 1897, p. 296; VIVANTE, *Trattato, op. cit.,* p. 363; G. BONELLI, *Del fallimento,* in *Commento al codice di commercio,* III, Milano, 1938, p. 255 ss.

[27] Sono propensi al riconoscimento di una legittimazione collettiva: LORDI, *L'azione di responsabilità, op. cit.,* p. 461; VIVANTE, *Trattato, op. cit.,* p. 353; sono al contrario favorevoli al riconoscimento di una legittimazione individuale MARCORA, *L'azione civile, op. cit.,* p. 97; NAVARRINI, *Trattato, op. cit.,* p. 402.

[28] SOPRANO, *Trattato, op. cit.*, p. 701. Sulla stessa linea di pensiero, molti anni più tardi FABIANI, *L'azione di responsabilità*, *op. cit.,* p. 44 ss., arriverà a vedere nell'art. 2394 c.c. una forma di rafforzamento della garanzia patrimoniale appositamente predisposta dal legislatore per la tutela dei creditori sociali di S.p.a.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

amministratori anche nei confronti dei creditori sociali[29]; invero, la stessa assunzione di un credito nei confronti della società appariva di per sé idonea a determinare la nascita di «un rapporto attivo personale concreto» fra creditori ed amministratori (o sindaci o liquidatori)[30]. Del resto, la riprova dell'identità di natura della responsabilità degli amministratori verso i soci e verso i creditori la si poteva rinvenire nella considerazione «che non potrebbero le stesse disposizioni dell'art. 147 avere una natura diversa secondo che gli obblighi in esso contemplati siano fatti valere dai soci o dai terzi»[31].

Certo ciò non significava che il fondamento della responsabilità verso i creditori sociali discendesse dallo stesso rapporto di mandato che interessava unicamente la collettività dei consociati: «contratto fra amministratori […] e creditori sociali non v'è, avendo solo costoro contrattato (se pure il loro diritto di credito non derivi da altra fonte) con l'ente sociale». La natura contrattuale della responsabilità nei confronti dei creditori doveva piuttosto ricondursi alla sussistenza di «un rapporto preesistente» fra questi e gli amministratori, «sia esso derivante da contratto che da quasi-contratto o anche dalla legge»[32].

1.1. La disciplina del Codice Civile: dalla normativa del 1942 alla riforma del 2003

Lo «sforzo creativo»[33] intrapreso dalla dottrina italiana sotto il vigore della codificazione del 1882 ebbe certamente il merito di spronare l'evoluzione di una disciplina giuridica ancora legata ad una visione ottocentesca delle anonime, ponendo le premesse per il superamento del modello napoleonico nella successiva codificazione del 1942.

---

[29] Cfr. SOPRANO, *Trattato, op. cit.,* p. 686; MARCORA, *L'azione civile*, *op. cit.,* p. 6, che supera la categoria del quasi-delitto richiamata invece da BORSARI, *op. cit.,* p. 443 nel vigore della codificazione precedente (vedi nt. 4). Era, infatti, maturata nel frattempo la convinzione che la responsabilità contrattuale fosse una fattispecie idonea a regolare anche i casi di violazione di obblighi privi di una precisa base negoziale, e discendenti direttamente da una previsione normativa: cfr. in particolare, CHIRONI, *La colpa nel diritto civile odierno. Colpa contrattuale,* Torino, 1897, p. 99 ss.
[30] SOPRANO, *Trattato, op. cit.,* p. 727.
[31] *Ibid.,* p. 686.
[32] *Ibid.*
[33] Cfr. ALLEGRI, *Contributo, op. cit.,* p. 59.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Per la verità, i progetti di riforma del codice di commercio degli anni venti – i progetti Vivante[34] e D'Amelio[35] – apparivano piuttosto titubanti da questo punto di vista: entrambi, infatti, conservavano ancora la qualificazione degli amministratori quali mandatari temporanei revocabili e reiteravano la distinzione fra la responsabilità da mandato e la responsabilità per violazione degli ulteriori obblighi legali[36], mentre il progetto D'Amelio proponeva, con scelta decisamente anacronistica, la previsione di una disciplina della responsabilità per l'amministrazione comune ai vari tipi di società.

Al progetto Vivante, tuttavia, andava il merito di avere svolto un timido tentativo di migliore precisazione dei presupposti per l'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori da parte della società e da parte dei creditori sociali: ai terzi si sostituiva il riferimento preciso ai creditori sociali mentre la disciplina della responsabilità verso la società e verso i creditori sociali non veniva più trattata congiuntamente, bensì in disposizioni differenti seppure nell'ambito della medesima norma (cfr. art. 197 del Progetto Vivante), con subordinazione dell'azione dei creditori sociali alla dichiarazione di fallimento e conseguente legittimazione attiva esclusiva in capo al curatore[37].

Quest'ultima previsione veniva, poi, ulteriormente valorizzata anche in seno agli ultimi progetti di codice di commercio, il Progetto Asquini (1940)[38] e l'identica

---

[34] COMMISSIONE MINISTERIALE PER LA RIFORMA DELLA LEGISLAZIONE COMMERCIALE presieduta dal prof. Cesare Vivante, *Progetto preliminare per il nuovo codice di commercio,* Milano, 1922, p. 58.

[35] COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, *Progetto per il Codice di Commercio*, Roma, 1925, vol. I, p. 72.

[36] Sia l'art. 186 del Progetto Vivante che l'art. 181 del Progetto D'Amelio riproducevano esattamente il disposto dell'art. 121 c. comm. Anche la distribuzione delle competenze gestorie fra amministratori ed assemblea non conosceva significative modificazioni, salvo la formulazione in positivo, nel progetto Vivante, dell'art. 122, co. 3, c. comm., per cui gli amministratori avrebbero potuto fare «tutte le operazioni inerenti all'esercizio dell'impresa sociale, oltre quelle che sono loro conferite espressamente dallo statuto» (cfr. art. 191, *Progetto Vivante*). Il Progetto D'Amelio, dal canto suo, si limitava a mutare la formulazione della norma predetta pur mantenendo ferma l'estensione dei poteri degli amministratori a tutti gli atti inerenti l'attuazione dell'oggetto sociale: «Essi possono fare tutte le operazioni inerenti all'esercizio dell'impresa sociale, salvo quanto è stabilito espressamente nello statuto» (cfr. art. 127, *Progetto D'Amelio*).

[37] Cfr. art. 197 del Progetto Vivante in tema di responsabilità degli amministratori che all'ultimo comma prevedeva: «l'azione di responsabilità contro gli amministratori, i direttori ed i sindaci compete anche ai creditori sociali, ma può essere esercitata solo dal curatore dopo la dichiarazione di fallimento della società». La Relazione al progetto osservava, infatti, come fosse logica conseguenza dell'autonomia giuridica del patrimonio sociale e della personalità giuridica dell'ente collettivo la preclusione della legittimazione ai creditori sociali ad agire contro gli amministratori fintanto che esistesse un patrimonio sociale sufficiente a valere quale garanzia per i loro crediti (cfr. Relazione generale del prof. Antonio Scialoja, in *Progetto Vivante,* op. cit., p. 266).

[38] MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del Codice Civile* (anni 1939-1940), *Progetti Preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro,* IV, *Progetto Preliminare del Codice di Commercio,* Roma, 1942 (c.d. Progetto Asquini).

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

disciplina del Progetto preliminare del Libro dell'impresa e del lavoro (1942)[39], i quali ribadivano l'esclusiva legittimazione del curatore all'esperimento dell'azione dei creditori sociali con funzione di reintegrazione del patrimonio sociale dissipato (art. 250, 1 co. prog. Asquini e art. 311 co. 1., prog. prelim. del Libro dell'impresa e del lavoro) [40]. Gli stessi progetti, peraltro, intendendo prendere posizione sul rapporto tra l'azione in parola e l'azione sociale di responsabilità, avevano altresì a precisare che la rinuncia o la transazione operate dalla società all'azione dalla stessa esperita non avrebbero impedito al curatore di promuovere a propria volta l'azione nell'interesse dei creditori sociali (cfr. art. 250, co. 2 prog. Asquini e art. 311 co. 2, prog. prelim. del Libro dell'impresa e del lavoro).

L'attesa che ha separato la predisposizione degli ultimi progetti al codice di commercio e la stesura definitiva del Codice Civile diedero modo di sedimentarsi agli spunti normativi predetti per poi venire rielaborati con maggiore consapevolezza in seno alla nuova codificazione unitaria che, per la prima volta, raccoglieva in un *corpus* normativo unitario, a struttura triadica, una disciplina specificamente dedicata alla responsabilità degli amministratori di s.p.a. che portava a compimento le elaborazioni sviluppate dalla dottrina ottocentesa in punto di diramazione della sua estensione: accanto alla pacifica responsabilità verso la società (art. 2392 c.c.), il Legislatore codicistico positivizzava altresì il propagarsi della stessa responsabilità anche nei riguardi dei creditori sociali (art. 2394 c.c.), da cui teneva distinti i soci o terzi che fossero stati direttamente lesi da fatti illeciti parimenti compiuti dai gerenti (art. 2395 c.c.).

Portando al giusto compimento le intuizioni degli ultimi progetti si elevava poi a condizione per l'esperimento dell'azione dei creditori sociali l'incapienza del patrimonio sociale rispetto all'esposizione debitoria complessiva della società senza, tuttavia, vincolarla alla dichiarazione di fallimento nel qual caso la legittimazione sarebbe comunque spettata al curatore fallimentare. Il Legislatore, dunque, prendeva atto del fatto che lo stato d'insolvenza non presupponesse necessariamente l'insufficienza patrimoniale potendo la stessa anche dipendere da uno stato di

---

[39] MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del Codice Civile* (anni 1939-1940), *Progetti Preliminari del libro delle obbligazioni, del codice di commercio e del libro del lavoro*, V, *Progetto Preliminare del Libro dell'Impresa e del Lavoro,* Roma, 1942.

[40] A tal riguardo si rilevava che dopo la dichiarazione di fallimento «anche i terzi hanno diritto a che il patrimonio sociale sia reintegrato con l'indennizzo dovuto alla società stessa dagli amministratori come riparazione del danno che essi abbiano a quest'ultima procurato con le loro colpe»: *Relazione al progetto preliminare del codice di commercio,* in MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Lavori preparatori del Codice Civile* (anni 1939-1940)*,* vol. III, p. 80.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

illiquidità e, dunque, di irrealizzabilità dell'attivo alla scadenza delle obbligazioni[41], con la conseguenza che avrebbe ben potuto darsi anche l'esistenza di un segmento temporale in cui la legittimazione all'esercizio dell'azione in parola fosse spettata ai creditori sociali e non al curatore fallimentare.

La versione definitiva della norma cercava altresì di sviluppare quella disciplina embrionale inserita negli ultimi progetti di codice in ordine alle interferenze fra l'azione sociale di responsabilità e quella accordata ai creditori sociali. Invero, si ribadiva che la rinuncia all'azione da parte della società non avrebbe costituito ostacolo all'esercizio di quella spettante ai creditori, mentre la transazione dalla prima accettata avrebbe potuto essere impugnata dai creditori solo al ricorrere dei presupposti dell'azione revocatoria, incoraggiando così gli amministratori ad accettare una transazione alla quale, invece, presterebbero il loro consenso malvolentieri se «sapessero di restare esposti ad una serie di azioni di responsabilità da parte dei creditori»[42], considerato anche che, «escluso il caso di frode, deve ritenersi che la transazione abbia già reintegrato nel modo più convincente quel patrimonio su cui i creditori hanno diritto di soddisfarsi»[43].

La reazione dei primi commentatori di fronte alla portata innovativa della norma in esame si dimostrò piuttosto fredda, osservandosi come la neonata disciplina fosse tutt'altro che chiarificatrice rispetto alle plurime questioni interpretative che si erano poste nel vigore dell'abrogato codice di commercio. Il dibattito che subito si accese all'indomani dell'entrata in vigore del neonato Codice Civile, complice, probabilmente, la collocazione della norma nel quadro delle azioni di responsabilità, venne così a concentrarsi nel tentativo di fugare i dubbi alimentati dall'ambiguo dettato normativo sull'analisi della natura diretta o surrogatoria dell'azione e, quindi, sulla natura contrattuale od extracontrattuale della responsabilità, del tutto prescindendosi dalla considerazione dei risvolti gestori insiti nella norma. Tutte le energie dottrinali impegnate nell'indagine dei caratteri costitutivi dell'azione *de qua* e della natura della responsabilità dalla stessa fatta valere erano, peraltro, destinate ad arrestarsi di fronte al vicolo cieco della realtà giudiziale che mai aveva conosciuto

---

[41] Cfr. FRÉ, *Società per azioni,* in *Commentario del codice civile,* a cura di A. Scialoja e G. Branca, V, Bologna-Roma, 1982, p. 525; SALANITRO, *Responsabilità degli amministratori durante il fallimento della società per azioni*, in *Riv. soc.,* 1962, p. 780. Anche in caso di fallimento, dunque, il curatore fallimentare avrebbe dovuto verificare l'insufficienza del patrimonio sociale liquidabile rispetto al soddisfacimento dei debiti maturati dalla società: conf. SALANITRO, *op. ult. cit.,* p. 787 ss.; WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori,* Torino, 1974, p. 217.

[42] DE GREGORIO, *Corso di diritto commerciale: imprenditori-società,* Roma, 1954, p. 305.

[43] Relazione del Ministro Guardasigilli al Codice Civile, n. 982.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

un'azione di responsabilità *ex* art. 2394 c.c. che fosse stata esperita al di fuori del contesto fallimentare, attribuendo all'intera tematica l'insipido sapore dell'astrazione puramente teorica. Rarissimi erano i casi nei quali l'azione era stata esercitata al di fuori del contesto fallimentare e gli stessi avevano riguardato ipotesi in cui i creditori avevano agito successivamente alla chiusura del fallimento[44] oppure in presenza di un concordato preventivo parzialmente satisfattivo[45].

Il reiterarsi dei vecchi interrogativi in punto di azione e responsabilità ha potuto legittimarsi proprio per la consapevolezza che tutti i dubbi erano destinati a dissolversi con l'apertura della procedura fallimentare ove l'azione sociale e l'azione dei creditori sarebbero state promosse dal solo curatore fallimentare (cfr. art. 146 l. fall.)[46]. È certo anche per questi motivi se la norma in commento ha superato indenne la prova del tempo mantenendo immutata la propria veste letterale nel quadro giuridico pur profondamente modificato dalla riforma del diritto societario attuata con il d.lgs. 17

---

[44] Dopo la chiusura della procedura fallimentare, infatti, non essendo più in gioco l'interesse collettivo della massa che giustifica l'attribuzione della legittimazione esclusiva in capo al curatore, i creditori riacquistano la capacità di agire contro gli amministratori: così Cass., 3 settembre 1947, n. 1562, in *Foro it*., 1948, I, c. 835; App. Roma, 6 maggio 1961, in *Dir. fall*., 1961**,** II**,** p**.** 447**.**

[45] Il tema della legittimazione dei creditori all'esercizio dell'azione di responsabilità in discorso in caso di accesso ad una procedura di concordato preventivo, risente fortemente della natura, diretta o surrogatoria, che si intende riconoscere all'azione *ex* art. 2394 c.c. Invero, Trib. Bolzano, 17 gennaio 1962, in *Dir. fall*., 1962, II, p. 478, aveva negato la legittimazione ai creditori motivando in ragione della natura surrogatoria dell'azione e della impossibilità di ritenere gli amministratori coobbligati della società ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 184 l. fall. Trib. Milano, 23 dicembre 1968, in *Riv. dir. comm.*, 1969, II, p. 193, invece, pur qualificando l'azione come contrattuale e diretta, negava la legittimazione dei creditori sociali all'esercizio dell'azione di responsabilità ritenendo che la liberazione della società ottenuta con l'omologazione e l'esecuzione del concordato preventivo impedisse ai creditori di pretendere alcunché nei confronti degli amministratori (per una critica a tale modo di argomentare cfr. MARIANI, *Questioni in tema di concordato preventivo,* in *Giur. It.,* 1970, I, 2, p. 283 ss.). Si sono espressi, invece, a favore della legittimazione dei creditori all'esercizio dell'azione in caso di concordato preventivo App. Milano, 14 gennaio 1992, in *Fall.,* 1992, p. 1146, cui si rinvia per una convincente critica alla natura surrogatoria dell'azione *ex* art. 2394 c.c.; Trib. Reggio Emilia, 19 giugno 1979, in *Giur. comm.,* 1981, II, p. 183; Trib. Padova, 18 giugno 1987, in *Giur. comm.,* 1989, II, p. 839, con nt. di FISCON, *Sull'esperibilità dell'azione di responsabilità dei creditori contro gli amministratori nel concordato preventivo della società*.

[46] Cfr. AIELLO, *La responsabilità degli amministratori*, *op. cit.,* p. 289; BONELLI, *La responsabilità degli amministratori,* in *Trattato delle società per azioni,* diretto da G. Colombo e G. Portale, 4, Torino, 1991, p. 190, per il quale «poiché […] l'azione è normalmente esercitata in sede fallimentare, questo problema ha in genere scarsa rilevanza pratica: invero, l'azione del curatore è destinata in ogni caso ad incrementare la massa attiva del fallimento, quale che sia la sua qualificazione (azione surrogatoria o azione diretta)». La giurisprudenza è pacifica nel ritenere che il curatore eserciti cumulativamente ed inscindibilmente le due azioni di cui agli art. 2393 e 2394 c.c.: cfr. Cass., 10 giugno 1981, n. 3755, in *Fall.,* 1981, p. 899; Cass., 28 novembre 1984, n. 6187, in *Foro it.,* 1985, I, p. 3179; Trib. Milano, 28 gennaio 1982, in *Giur. comm.,* 1983, II, p. 140; Trib. Milano, 13 ottobre 1983, in *Soc.,* 1984, p. 545; Trib. Milano, 27 gennaio 1983, in *Soc.,* 1984, p. 323; Trib. Milano, 31 gennaio 1983, in *Soc.,* 1984, p. 323; Trib. Catania, 19 settembre 1976, in *Soc.,* 1978, II, p. 296.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

gennaio 2003, n. 5 e i decreti correttivi d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 e 28 dicembre 2004, n. 310 all'insegna della semplificazione e della valorizzazione dell'autonomia statutaria. Il disposto normativo che detta riforma ci ha consegnato vede, infatti, l'art. 2394 c.c. mutato solo nella struttura, essendo stato espunto il precedente comma III relativo alla legittimazione all'esercizio dell'azione in caso di fallimento e liquidazione coatta amministrativa, per essere sostituito con una norma *ad hoc,* l'art. 2394-*bis* c.c., dedicata alle «azioni di responsabilità nelle procedure concorsuali»[47].

L'apparente immobilismo normativo, peraltro, non deve trarre in inganno giacché, com'è stato detto, «i contorni della fattispecie, il contenuto della disciplina e l'area degli interessi tutelati possono risultare influenzati dalla nuova formulazione di altre norme del codice»[48].

1.2. La controversa natura della responsabilità ex art. 2394 c.c.

Nel tentativo di risolvere i dubbi connessi all'esperimento dell'azione di responsabilità da parte dei creditori sociali, i contributi dottrinali spesi a commento dell'art. 2394 c.c., sia precedenti sia successivi alla novella del 2003, si sono concentrati soprattutto sul profilo processuale della disposizione, non dedicando pari attenzione alla complementare dimensione sostanziale della norma e, dunque, al rilievo che gli obblighi di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale assumono nel più ampio quadro dei doveri di gestione della società azionaria, considerandoli vieppiù ancillari al dovere di diligente gestione *ex* art. 2392, comma I, c.c., quindi, non propriamente rilevanti durante la fase fisiologica della vita

---

[47] Cfr. DE NICOLA, *Art. 2394,* in *Amministratori,* in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti**,** L. A. Bianchi, F. Ghezzi**,** M. Notari, 2005, p. 651 ss. Secondo FABIANI, *Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi di impresa*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 285, le «regole in tema di azioni di responsabilità hanno subito più ritocchi che vere innovazioni»; e la redistribuzione del medesimo disposto normativo fra gli artt. 2394 c.c. e 2394-*bis* c.c. , invece di sopire il dibattito «ha offerto nuova linfa alla *vexata quaestio* sulla natura – autonoma, surrogatoria o composita – dell'azione spettante ai creditori», così SPIOTTA, *Amministratori,* in *Assemblea e amministratori* a cura di G. Cavalli, A. Bertolotti, M. Spiotta, Torino, 2013, p. 908.

[48] Così SAMBUCCI, *Art. 2394,* in *Società di capitali. Commentario,* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, p. 698, che in nt. 4 osserva come «l'area degli interessi tutelati dall'art. 2394 sembra non poter essere definita senza tenere conto della accresciuta libertà di emissione di strumenti finanziari da parte della società per azioni. L'ampliamento della tipologia di strumenti finanziari utilizzabili per il reperimento di capitale determinerà, infatti, verosimilmente la necessità di accertare in alcuni casi se i loro titolari possano ritenersi creditori».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

dell'impresa bensì destinati ad emergere solo in corrispondenza della crisi[49] o, comunque, a seguito del verificarsi di una causa di scioglimento della società, giusto il disposto dell'art. 2486 c.c.[50]. Era, cioè, opinione diffusa quella per cui «gli amministratori [...] hanno il potere/dovere di gestire l'impresa (art. 2380 bis c.c.), non di conservare qualcosa, né intenti conservativi traspaiono da alcuna norma sulla disciplina degli amministratori»[51].

Eppure anche nei limiti della ben delimitata prospettiva processuale dell'azione in parola non si poteva rimanere avulsi dalla considerazione delle radici sostanzialmente gestorie della disposizione, di certo non nelle elaborazioni di coloro che predicavano la natura contrattuale della responsabilità verso i creditori. Così chi desumeva la natura contrattuale della responsabilità perché attribuiva natura surrogatoria all'azione dei

---

[49] Così MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale,* in Aa. Vv., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società,* in Liber Amicorum *Antonio Piras,* Torino, 2010, p. 836. Fra gli autori che, come Mazzoni, hanno identificato nella perdita di continuità aziendale il *triggering point* per il sorgere di doveri di gestione maggiormente orientati alla tutela degli interessi creditori, si ricordano BUTA, *Tutela dei creditori e responsabilità gestoria all'approssimarsi dell'insolvenza: prime riflessioni,* in *Società, banche e crisi d'impresa.* Liber amicorum *P. Abbadessa,* diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, vol. III, Torino, 2014, p. 2587 ss.; MIOLA, *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza,* in AA. VV., *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011, p. 628; ID., *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive,* in *Riv. soc.,* 2012, p. 237 ss.; BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento,* in *Riv. soc.*, 2016, p. 568. Comincia, invece, oggi ad affiorare fra la dottrina più avveduta la consapevolezza che i doveri gestori richiamati dal I comma dell'art. 2394 c.c. dispiegano la propria forza precettiva durante tutta la vita dell'impresa, dunque, anche nella fase vitale della stessa: cfr. in tal senso A. ROSSI, *Il valore dell'organizzazione nell'esercizio provvisorio dell'impresa,* Milano, 2013, p. 143, (ove si veda anche nt. 449), le cui intuizioni sono state successivamente sviluppate in ID, *La gestione dell'impresa nella crisi "atipica",* ilcaso.it, 14 ottobre 2015; BRIZZI, *Doveri degli amministratori*, *op. cit.,* p. 174; FABIANI, *L'azione di responsabilità, op. cit.,* p. 39 ss.; ID., *Fondamento e azione per la responsabilità, op. cit.,* p. 272 ss.; LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 68, che riconosce la valenza precettiva dei doveri di conservazione del patrimonio sociale «in ogni fase» della vita dell'impresa, a prescindere dal verificarsi del presupposto di cui al comma II dell'art. 2394 c.c., ossia dell'insufficienza patrimoniale al soddisfacimento dei debiti sociali, salva la «lievitazione» degli stessi obblighi all'approssimarsi della c.d. *twilight zone*; BUTA, *Tutela dei creditori, op. cit.,* p. 2578 ss.; GUERRERA, *Insolvenza della società e responsabilità gestoria,* in *Dir. fall.,* 1997, p. 1155 ss.; SEMINARA, *Il patrimonio*, *op. cit.,* p. 185 ss.

[50] Cfr. in particolare SAMBUCCI, *Art. 2394, op. cit.,* p. 700, che ritiene che «tali obblighi sorgono tipicamente, mi pare, allorquando alla finalità di esercizio di una attività economica si sostituisce quella di definizione dei rapporti dei quali la società è parte: dunque, a seguito del verificarsi di una causa di scioglimento». Assume, infatti, l'Autore che solo a partire da quel momento la finalità di conservazione si impone all'agire degli amministratori «dovendo, sino ad allora, ritenersi consentita – e, anzi, dovuta – una condotta ispirata al carattere imprenditoriale, e dunque non meramente conservativo, della attività esercitata».

[51] LIBONATI, *Creditori sociali e responsabilità degli amministratori nelle società di capitali,* in *Il nuovo diritto delle società,* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso,* diretto da Abbadessa e Portale, III, Torino, 2006, p. 625.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

creditori[52], rendeva rilevante nei confronti dei terzi l'osservanza di tutti i doveri imposti agli amministratori dalla legge e dallo statuto nell'interesse della società, chi[53], invece, ricavava la natura contrattuale della responsabilità valorizzando la natura diretta ed autonoma dell'azione, prospettava l'esistenza di un vero e proprio diritto soggettivo dei creditori a che gli amministratori conservassero integra la loro garanzia patrimoniale[54].

Tale ultima lettura, a ben vedere, faceva proprie e portava alle debite conseguenze le riflessioni dottrinali già avviate sotto il vigore dell'ultimo codice di commercio ove si riteneva che «gli amministratori debbano considerarsi come investiti di diritti e di obblighi dalla legge, al di là dello stesso interesse dei soci loro mandanti»: «il rapporto speciale infatti non si limita ai soli mandanti (soci), ma si estende a coloro che diventano creditori della società e di fronte ai quali la legge riafferma i doveri degli amministratori»[55]. Da qui le origini di quella visione allargata della responsabilità contrattuale che ne rintraccia la fonte nella violazione di «obblighi giuridici

---

[52] Si rinvia oltre per i riferimenti agli autori che hanno sostenuto la natura surrogatoria dell'azione *ex* art. 2394 c.c.

[53] Cfr. ADIUTORI, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità,* Milano, 2000, p. 63 ss.; BARTALINI, *La responsabilità degli amministratori e dei direttori generali di società per azioni,* Torino, 2000, p. 415; BONELLI, *Natura giuridica delle azioni di responsabilità contro gli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.,* 1982, II, p. 772 ss.; ID., *La responsabilità degli amministratori, op. ult. cit.,* p. 184; CABRAS, *La responsabilità per l'amministrazione delle società di capitali,* Torino, 2002, p. 102; CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni,* Milano, 1985, p. 212 ss.; DE GREGORIO, *Corso, op. cit.,* p. 302; FERRARA JR-CORSI, *Gli imprenditori, op. cit.,* p. 530; FIORENTINO, *Gli organi delle società di capitali: assemblea, amministratori, sindaci*, Napoli, 1950, p. 157; FRÉ, *Società per azioni, op. cit.,* p. 526; MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori*, *op. cit.,* p. 42, spec. nt. 96; SALAFIA, *L'esercizio dell'azione di responsabilità sociale contro gli amministratori,* in *Soc.,* 2001, p. 1196; VALERI, *Manuale di diritto commerciale,* Firenze, I, 1945, p. 153; VIDIRI, *Sul termine prescrizionale dell'azione* ex *art. 2394 c.c. e sulla responsabilità degli amministratori (e dei sindaci) per danni all'integrità del patrimonio sociale,* in *Giust. civ.,* 1998, p. 3121 ss. In giurisprudenza cfr. Cass., 24 marzo 1999, n. 2772, in *Giur. It.,* 1999, p. 1869 ss.; Trib. Milano, 22 dicembre 1983, in *Soc*, 1984, p. 790; Trib. Perugia, 27 maggio 1982, in *Rass. giur. umbra*, 1983, p. 120; Trib. Milano, 16 marzo 1972, in *Mon. trib*., 1972, p. 798; Trib. Trieste, 12 dicembre 1992, in *Soc.*, 1993, p. 807. Dopo la riforma si sono espressi a favore della natura contrattuale: AIELLO, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 13; BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni dopo la riforma delle società,* Milano, 2004, p. 308; DE NICOLA, *Art. 2394 c.c., op. cit.,* p. 655; FABIANI, *L'azione di responsabilità, op. cit.,* p. 51 ss.; LIBONATI, *Creditori sociali*, *op. cit.,* 2006, p. 628; SAMENGO, *Sulla responsabilità degli amministratori verso i creditori,* in *Giur. mer.,* 1990, I, p. 1032; SAMBUCCI, *Art. 2394, op. cit.*, p. 702; Cass., 22 marzo 2010, n. 6870, in *Soc.,* 2010, p. 769.

[54] Così CANDIAN, *L'azione civile di responsabilità contro gli amministratori di società anonime,* in *Riv. dir proc. civ.,* 1933, I, p. 162; FIORENTINO, *Gli organi della società di capitali, op. cit.,* p. 156 ss.

[55] SOPRANO, *Trattato, op. cit.,* p. 686.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

preesistenti»[56], eventualmente ricondotti *sub specie* dei «doveri di protezione»[57], indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale diretto fra amministratori e creditori sociali (circostanza ormai ritenuta non più dirimente neppure dalla dottrina civilistica[58]), o che riconduce il comportamento degli amministratori ad un'ipotesi di interferenza del terzo nell'inadempimento della prestazione del debitore (i.e. la società), con conseguente possibilità di ampliamento del profilo soggettivo del

---

[56] BONELLI, *Natura giuridica, op. cit.,* p. 776 ss.; ID., *La responsabilità, op. cit.,* p. 184; Nello stesso senso, cfr. WEIGMANN, *Responsabilità, op. cit.*, p. 121, per il quale, essendo «contrattuale ogni responsabilità che sorga da un'obbligazione preesistente, la cui fonte si rinvenga in un contratto o in un atto unilaterale o in un quasi contratto o direttamente dalla legge», è «indubbio che la responsabilità ai sensi degli artt. 2392 – 2394 c.c. rientra in quest'ultima ipotesi»; nonché CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa*, *op. cit.,* p. 212 ss. e GUERRERA, *Illecito e responsabilità nelle organizzazioni collettive,* Milano, 1991, p. 228 - 229, che nota, in specie, come l'autonomia del rimedio in discorso «non ne implica necessariamente la natura extracontrattuale ben potendo configurarsi il comportamento illecito degli amministratori come violazione, anziché del generale dovere di arrecare danno ad altri, dello specifico obbligo legale di preservare l'integrità del patrimonio sociale a garanzia dei creditori». Già sotto il vigore dell'ultimo codice di commercio SOPRANO, *Trattato, op. cit.,* p. 727, rilevava come il fatto che «il contratto tra amministratori e creditori non v'è […] non basta per escludere l'esistenza della natura contrattuale, il cui concetto è giustamente allargato ad esprimere quella responsabilità che sia assunta in violazione di un rapporto preesistente, sia esso derivante da contratto, da quasi contratto o anche dalla legge». Sugli obblighi giuridici preesistenti come riconducibili alla categoria delle obbligazioni *ex lege* si segnala la celebre Cass., 10 agosto 2012, n. 14400, in *Giur. comm.*, 2012, II, p. 193 ss. che, nel riconoscere la natura contrattuale della responsabilità della società nei confronti dei soci di minoranza per mancato lancio dell'OPA, ha ritenuto che «la responsabilità nella quale incorre il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta (art. 1218 c. c.) può dirsi contrattuale non soltanto nel caso in cui l' obbligo di prestazione derivi propriamente da un contratto, [...], ma anche in ogni altra ipotesi in cui essa dipenda dall'inesatto adempimento di un'obbligazione preesistente, quale che ne sia la fonte». Sull'argomento si veda anche P. RESCIGNO, *Obblighi negoziali al di là del contratto,* in *Riv. dir. comm.,* 2012, II, p. 73 ss.

[57] ADIUTORI, *Funzione amministrativa, op. cit.,* p. 68; GUIZZI, *L'art. 146 l. fall. nel sistema delle azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori delle società. Un falso problema?,* in *Riv. dir. comm.,* 1999, I, p. 937 ss. D'altronde, già la giurisprudenza affermava che «i negozi posti in essere in nome e per conto della società sono assunti non già come fonti di obbligazioni […], ma come meri fatti giuridici influenti sul dovere di diligenza degli amministratori-mandatari verso la società e inerenti alla conservazione del patrimonio sociale» (così, Cass., 25 luglio 1979, n. 4415, in *Giur. comm.*, 1980, II, pp. 325 ss.). Sugli obblighi di protezione e sulla natura contrattuale della responsabilità che deriva dalla loro violazione v. MENGONI, *Responsabilità contrattuale*, *(diritto vigente),* in *Enc. dir.,* XXXIX, Milano, 1988, p. 1072 ss.; CASTRONOVO, *Obblighi di protezione e tutela del terzo,* in *Jus,* 1976, p. 123 ss.; ID., *Obblighi di protezione,* in *Enc. giur.,* XXIV, Roma, 1990, p. 1 ss.; DI MAJO, *La protezione del terzo tra contratto e torto,* in *Eur. dir. priv.,* 2000, p. 1 ss.

[58] Cfr. *ex multis* BARASSI, *La teoria generale delle obbligazioni,* II, Milano, 1964, p. 438; CHIRONI, *La colpa*, *op. cit.,* p. 55ss.; CARNELUTTI, *Sulla distinzione tra colpa contrattuale e colpa extracontrattuale,* in *Riv. dir. comm.,* 1912, II, p. 743 ss.; MENGONI, *Responsabilità contrattuale*, *op. cit.,* p. 1072 ss.; RUSSO, *Concorso dell'azione aquiliana con la contrattuale nel contratto di trasporto,* in *Riv. trim. dir. e proc. civ.,* 1950, p. 988.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

rapporto obbligatorio e di affermazione della responsabilità per inadempimento di soggetti diversi da quello tenuto alla prestazione[59].

È stato, tuttavia, obiettato che un approccio siffatto al problema «ne sottace l'oggettiva controvertibilità, essendo discutibile che la mera circostanza che gli obblighi in questione traggano la propria fonte dalla legge e siano quindi predeterminati basti di per sé a dimostrarne la natura contrattuale»[60]. Al contrario, ciò su cui l'interprete dovrebbe riflettere è proprio la circostanza che fra amministratori e creditori non ricorre alcun vincolo obbligatorio essendo il rapporto di credito sorto unicamente fra i creditori e la società loro debitrice, rispetto cui gli amministratori non possono considerarsi altro che terzi estranei. Ove gli stessi, con il loro negligente operato, avrebbero reso impossibile il soddisfacimento delle pretese del ceto creditorio dovrebbero essere chiamati a rispondere a titolo di responsabilità extracontrattuale per averne leso il credito[61]. Il danno ingiusto che subirebbero i creditori sarebbe, allora,

---

[59] Così SAMBUCCI, *Art. 2394, op. cit.*, p. 703; avallato, sembrerebbe, anche da LIBONATI, *Creditori sociali, op. cit.*, p. 628 - 629. La tematica cui si riferisce l'autore attiene al diritto, di creazione giurisprudenziale (Cass., 4 maggio 1982, n. 2765, in *Giust. civ.,* 1982, I, p. 1745, con nt. di DI MAJO, *Ingiustizia del danno e diritti non nominati*), all'integrità del patrimonio con riferimento al quale si è pervenuti al riconoscimento di una responsabilità contrattuale del terzo complice nell'altrui inadempimento, valorizzando la «disomogeneità soggettiva tra *vinculum iuris* e responsabilità contrattuale» (così CASTRONOVO, *Le frontiere nobili della responsabilità civile,* in *Riv. crit. dir. priv.,* 1989, p. 539 ss.).

[60] AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori,* in *Trattato di diritto privato,* diretto da P. Rescigno, 16******, Torino, 2013, p. 168.

[61] Così già OSTI, *Sull'azione dei creditori e dei terzi contro gli amministratori di società per azioni,* in *Riv. trim. dir. proc. civ.,* 1955, p. 802 ss.; GALGANO, *La società per azioni,* in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia,* diretto da F. Galgano, VII, Padova, 1984, p. 298; FRANZONI, *Le responsabilità civili degli amministratori delle società di capitali,* in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia,* diretto da Galgano, XIX, Padova, 1994, p. 168; DI SABATO, *Le società,* Torino, 1999, p. 284; AUDINO, *Art. 2394*, in *Il nuovo diritto delle società,* a cura di A. Maffei Alberti, I, Padova, 2005, p. 845; DE CRESCIENZO, *Art. 2394,* in *Codice commentato della s.p.a.,* diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, II, *, Torino, 2007, p. 817; BORRELLA, *Note in tema di concordato preventivo e azione di responsabilità dei creditori sociali verso gli amministratori,* in *Giur. comm.,* 1993, II, p. 70 ss.; CONFORTI, *La responsabilità civile degli amministratori di società,* Milano, 2003, p. 963; DE MARTINI, *Azione di responsabilità contro gli amministratori di società durante e dopo il fallimento,* in *Giur. compl. cass. civ.,* 1947, III, p. 1169 ss.; ID., *Legittimazione dei creditori all'esercizio dell'azione di responsabilità contro gli amministratori di società,* in *Giur. compl. Cass. civ.,* 1944, p. 563; GRAZIANI, *Diritto delle società,* Napoli, 1962, p. 268; SALANDRA, *Manuale di diritto commerciale,* Bologna, 1948, p. 322. La tesi extracontrattuale risulta essere accolta anche dalla prevalente giurisprudenza: cfr. spec. Cass., 22 ottobre 1998, n. 10488, in *Giust. civ.,* 1999, I, p. 75, con nt. di SALAFIA, ove si afferma la natura extracontrattuale della responsabilità gestoria nei confronti dei creditori sociali in ragione, appunto, dell'«assenza dell'imprescindibile presupposto della responsabilità contrattuale che è costituito dalla preesistenza di un vincolo obbligatorio (anche se non necessariamente di genesi contrattuale) del quale possa configurarsi l'inadempimento»; in *Soc.,* 1999, p. 557; in Foro it., 1999, I, p. 1967; in *Resp civ. prev.,* 1999, p. 1318; Cass., 4 aprile 1998, n. 3483, in *Soc*., 1999, p. 62; Cass., 25 luglio 1979, n. 4415, in *Giur. comm*., 1980, II, p. 325; Cass., 27 luglio

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

costituito dalla «lesione dell'aspettativa di prestazione»[62], specie della «più generale figura della lesione del credito», la quale non ricorrerebbe solo quando il fatto doloso o colposo altrui abbia provocato l'estinzione del credito, bensì anche quando non sia venuta definitivamente meno la possibilità di esigere in futuro l'adempimento[63].

Eppure, il fatto che la norma colleghi espressamente la responsabilità nei confronti dei creditori sociali alla violazione di obblighi di conservazione del patrimonio sociale ci pare un indice più che sintomatico della volontà legislativa di assegnare un rilievo societario all'interesse dei terzi creditori che, puntualizzandosi in determinati vincoli alla gestione, difficilmente può essere assimilato all'operare del *neminem laedere*. La stessa previsione codicistica di uno strumento di reazione contro gli abusi gestori accredita l'idea che il Legislatore abbia inteso «responsabilizzare all'esterno, in maniera qualificata, gli amministratori, per quanto concerne l'espletamento del loro ufficio, in considerazione dell'entità degli interessi alieni coinvolti dal loro operato ed esposti al particolare fattore giuridico di rischio rappresentato dall'autonomia patrimoniale perfetta»[64].

Pertanto, anche senza voler ricorrere alla predetta categoria degli obblighi giuridici preesistenti o a quella dei doveri di protezione, di cui, peraltro, non è pacifico l'accoglimento nel nostro ordinamento giuridico[65], pare forse sostenibile la tesi che rintraccia il fondamento dei doveri degli amministratori di tutelare gli interessi dei creditori sociali nel *contatto sociale*[66] che fra gli stessi si genererebbe per effetto

---

1978, n. 3768, in *Giur. comm.*, 1980, II, p. 904; Trib. Roma, 20 giugno 2011, in *Dejure*; Trib. Milano, 25 settembre 1995, in *Giur. it.,* 1996, I, c. 348; Trib. Torino, 26 febbraio 1994, in *Giur. it*., 1994, I, 2, c. 744; Trib. Roma, 5 dicembre 1986, in *Fall*., 1987, p. 854; Trib. Milano, 6 febbraio 1989, in *Soc*, 1989, p. 703; Trib. Bologna, 8 agosto 2002, in *Giur. it.* 2003, p. 1649; Trib. Milano, 29 maggio 2003, in *Foro pad*., 2003, I, c. 653; Trib. Ivrea, 27 gennaio 2004, in *Fall*., 2004, p. 708; Trib. Milano, 2 ottobre 2006, in *Fall*., 2006, p. 331.

[62] GALGANO, *La società per azioni, op. cit.,* p. 298.

[63] *Ibid.,* ove si osserva come l'art. 2394 c.c. dimostri fino a che punto possa estendersi l'area del danno risarcibile *ex* art. 2043 c.c. in forza della clausola generale del danno ingiusto.

[64] GUERRERA, *Illecito, op. cit.,* p. 229

[65] Dubita dell'accoglimento nel nostro ordinamento della categoria dei doveri di protezione di derivazione germanica FRANZONI, *Le responsabilità civili, op. cit.,* p. 80, che in nt. 246 richiama DI GIOVANNI, *Responsabilità civile e organi delle società: appunti sulla responsabilità degli amministratori e sindaci delle società di capitali verso terzi estranei alla società,* in *Rass. dir. civ.,* 1988, p. 540 ss., il quale a sua volta esclude la possibilità di ricondurre i doveri di conservazione del patrimonio sociale nell'ambito dei doveri di protezione e, pertanto, qualifica la responsabilità in parola come avente natura aquiliana in quanto riconducibile alla lesione esterna del credito.

[66] Richiama la categoria del contatto sociale AIELLO, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 297, mentre A. ROSSI, *Art. 2491,* in *Il nuovo diritto delle società,* a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, vol. III, p. 2262, ha prospettato la natura contrattuale della responsabilità del liquidatore *ex* art. 2491 c.c. «nel solco della categoria della responsabilità da contatto sociale». La teorica del contatto sociale, peraltro, richiama a sua volta, nel contesto societario, quella della *nexus of contracts*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

dell'instaurazione del rapporto di credito con la società gestita dai primi e debitrice dei secondi. Il punto dovrà essere ulteriormente approfondito.

1.3. La altrettanto controversa natura dell'azione ex art. 2394 c.c.

Parimenti controversa era la natura dell'azione di responsabilità esperibile dai creditori sociali rispetto alla quale si discuteva circa la sua riconducibilità alla categoria delle azioni dirette[67] ovvero surrogatorie[68]. La questione, com'è stato

---

cui accenna fugacemente LIBONATI, *Creditori sociali, op. cit.,* p. 628. Sul contatto sociale cfr. Cass., 22 gennaio 1999, n. 589, in *Corr. giur.,* 1999, p. 441; Cass., S.U., 27 giugno 2002, n. 9346, in *Giust. civ.,* 2002, I, p. 2414; Cass., S.U., 26 giugno 2007, n. 14712, in *Il Caso.it,* doc. 1276/2008; in dottrina CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contatto e torto,* in *Le ragioni del diritto: scritti in onore di L. Mengoni,* Milano, 1995, I, p. 148 ss. e in ID., *La nuova responsabilità civile,* Milano, 1997, p. 177 ss.

[67] Si sono espressi a favore della natura diretta ed autonoma dell'azione ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi,* Milano, 1975, p. 83 ss.; ADIUTORI, *Funzione amministrativa*, *op. cit.,* p. 63 ss.; AIELLO, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 293; BALZARINI, *I nuovi orientamenti della Corte di Cassazione in tema di responsabilità degli amministratori,* in *Resp. civ. e prev.,* 1999, p. 1329; BONELLI, *Natura giuridica, op. cit.,* p. 770 ss.; ID., *La responsabilità degli amministratori*, *op. cit.,* p. 189; BORRELLA, *Note in tema di concordato preventivo*, *op. cit.,* p. 68 ss; CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 214; CONFORTI, *La responsabilità*, *op. cit.,* p. 962 ss.; DE GREGORIO, *Corso*, *op. cit.,* p. 304; DI AMATO, *L'azione di responsabilità* ex *art. 146 legge fallimentare alle soglie della riforma del diritto societario,* in *Dir. fall.,* 2003, I, p. 28; FABIANI, *L'azione di responsabilità, op. cit.,* p. 51 ss.; FERRARA JR, CORSI, *Gli imprenditori e le società,* Milano, 2001, p. 530; FRANZONI, *Le responsabilità civili*, p. 77 ss.; FRÈ, *Società per azioni,* in *Commentario del codice civile,* a cura di A. Scialoja e G. Branca, V, Bologna-Roma, 1982, p. 523 ss.; GALGANO, *La società per azioni, op. cit.,* p. 271 ss.; GRAZIANI, *Diritto delle società, op. cit.,* p. 386; GUERRERA, *Illecito*, *op. cit.,* p. 226; LIBONATI, *Creditori sociali, op. cit.,* p. 629; MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, IV, *Società per azioni*, Padova, 1957, p. 456; OSTI, *Sull'azione dei creditori*, *op. cit.,* p. 802 ss.; RORDORF, *Azione di responsabilità, concordato preventivo e amministrazione controllata,* in *Soc.,* 1995, p. 750 ss.; VIDIRI, *Sul termine prescrizionale*, *op. cit.,* p. 3119 ss. Dopo la riforma si sono espressi per la natura diretta dell'azione, che tutt'oggi risulta essere la tesi prevalente, AUDINO, *Art. 2394*, *op. cit.*, p. 846; DE CRESCIENZO, *Art. 2394, op. cit.*, p. 814 ss.; DE NICOLA, *Art. 2394,* in *Amministratori,* in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, 2005, p. 655; FISCON, *Sull'esperibilità*, *op. cit.,* p. 846 ss.; IOZZO, *Sulla decorrenza del termine di prescrizione dell'azione* ex *art. 2394 c.c.-146 l. fall.,* in *Giur. comm.,* 2004, II, p. 155; BUTA, *Tutela dei creditori, op. cit.,* p. 704; SAMENGO, *Sulla responsabilità*, *op. cit.,* p. 1032.

[68] BORGIOLI, *I direttori generali di società per azioni,* Milano, 1975, p. 338 ss.; ID., *L'amministrazione delegata,* Firenze, 1982, p. 279 ss.; COTTINO, *Società per azioni,* in *Noviss. Dig. It.*, XVII, Torino, 1971, p. 635; ID., *Diritto societario*, Padova, 2011, p. 410 ss.; FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano,* diretto da F. Vassalli, Torino,1987, p. 718 ss.; MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni,* Milano, 1956, p. 329 ss.; ID., *Note in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni,* in *Riv. dir. comm.,* 1954, I, p. 210 ss.; NIGRO, *Le società per azioni nelle procedure concorsuali,* in *Trattato delle società per azioni,* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 9, **, Torino, 1993, p. 376; RAGUSA MAGGIORE, *La responsabilità individuale degli amministratori,*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

osservato, non assume un rilievo meramente teorico, bensì assolutamente pratico se si considera che la sede delle procedure negoziali di composizione della crisi è destinata a costituire, nel futuro prossimo, il terreno più fertile per la fioritura dell'azione in parola, specie a seguito della sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione di cui agli artt. 2446, commi II e III, c.c. e 2447 c.c. e dell'inoperatività della causa di scioglimento per perdita del capitale sociale *ex* art. 2484, n. 4 c.c., che consegue oggi al deposito di una domanda di concordato preventivo, anche in bianco *ex* art. 160 l. fall., o dalla domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti *ex* art. 182-*bis* l. fall., o di una proposta di accordo a norma del VI comma della norma da ultimo citata, e sino all'omologazione dell'accordo (cfr. art. 182-*sexies* l. fall.)[69]. L'accesso ad una procedura di tal fatta non esclude, infatti, l'operatività dell'azione *ex* art. 2394 c.c., e ciò non tanto perché l'art. 184, comma I, l. fall., fa salvi i diritti dei creditori verso i coobbligati del debitore ammesso al concordato – posto che deve escludersi che gli amministratori responsabili di *mala gestio* possano essere qualificati alla stregua di coobbligati della società nei confronti del terzo creditore[70] – quanto, piuttosto, per la ragione che il concordato e l'accordo intervengono unicamente tra la società ed i propri creditori ed altro non concernono se non la sorte dei rapporti di

---

Milano, 1969, p. 226 ss.; ID., *Concordato preventivo e responsabilità degli amministratori* ex *art. 2394 c.c.,* in *Dir. fall.,* 1990, II, p. 1169. In giurisprudenza cfr. Cass., 27 novembre 1982, n. 6431, in *Soc.,* 1983, p. 751; Cass., 28 novembre 1984, n. 6187, in *Foro it.,* 1985, I, p. 3179; Cass., 14 dicembre 1991, n. 13498, in *Foro it.,* 1992, I, c. 1803; Cass., 28 febbraio 1998, n. 2251, in *Soc.,* 1998, p. 572; App. Cagliari, 25 gennaio 1974, in *Giur. comm.,* 1974, II, p. 602; App. Roma, 21 maggio 1991, in *Giust. civ*., 1991, I, p. 1805; App. Perugia, 30 novembre 1994, in *Rass. giur. umbra* 1995, p. 48; Trib. Bolzano, 17 gennaio 1962, in *Dir. fall*., 1962, II, p. 478; Trib. Milano, 22 dicembre 1983, in *Soc*., 1984, p. 790; Trib. Milano, 5 marzo 1984, in *Soc.,* 1984, p. 1003; Trib. Milano, 13 novembre 1989, in *Dir. fall*., 1990, II, p. 1169; Trib. Torino, 13 dicembre 1989, in *Giur. it.,* 1990, I, 2, c. 145; Trib. Palermo, 11 settembre 1992, in *Soc*., 1993, p. 788; Trib. Palermo, 8 febbraio 2001, in *Giur. Mer*., 2001, p. 1267. Dopo la riforma, invece, la tesi surrogatoria è rimasta decisamente minoritaria, ad essa può forse avvicinarsi la ricostruzione giuridica dell'azione proposta da SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori e interessi protetti*, Milano, 2013, p. 187, quale «mezzo collettivo di conservazione della garanzia patrimoniale», che, a sua volta, riprende gli insegnamenti di ANGELICI, *La società per azioni,* I*, Principi e problemi,* in *Tratt. dir. civ. comm.,* già dir. da Cicu, Messineo, Mengoni, continuato da Schlesinger, Milano, 2012, p. 431. Condivide tale lettura anche BRIZZI, *Doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 175-176.

[69] V., infatti, Trib. Piacenza, 12 febbraio 2015, in *Dir. fall.,* 2015, II, p. 577 ss., che con sentenza non definitiva si pronunciava sull'ammissibilità dell'azione *ex art.* 2394 c.c. promossa dai creditori sociali nei confronti degli amministratori di una società ammessa alla procedura di concordato preventivo; Trib. Bolzano, 30 aprile 2015, in *Fall.* 2015, p. 958; Trib. Ravenna, 27 ottobre 2015, in www.ilcaso.it*,* 2015. Già in precedenza, peraltro, cfr. App. Milano, 14 gennaio 1992, in *Fall.,* 1992, p. 1146. In dottrina cfr. in senso conforme FABIANI, *L'azione di responsabilità. op. cit.,* p. 148 ss.; GUERRIERI, *La responsabilità dell'amministratore nell'impresa in crisi,* in *NLCC,* 2016, p. 594

[70] Conf. FABIANI, *L'azione di responsabilità. op. cit.,* p. 151.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

credito esistenti tra detti soggetti[71]. Il fatto, poi, che l'omologazione del concordato o dell'accordo vincoli i creditori ad accontentarsi della percentuale pattuita in via negoziale, operando alla stregua del *pactum de non petendo*, non priverà di certo il creditore parzialmente soddisfatto di tale sua qualità[72], ma si rifletterà unicamente sulla misura del *petitum* che potrà essere domandato in via risarcitoria *ex* art. 2394 c.c.[73]

I dubbi in ordine alla natura dell'azione erano, poi, certamente acuiti dalla reticenza del Legislatore che non aveva ritenuto di prendere posizione espressamente sulla destinazione del risarcimento del danno conseguente all'esito positivo dell'esperimento dell'azione di responsabilità promossa dei creditori sociali, probabilmente senza tenere in debito conto dell'influenza che l'atteggiarsi della stessa azione nel contesto fallimentare – ossia la sua funzionalizzazione alla ricostituzione del compendio patrimoniale in ragione della concorsualizzazione dei diritti dei creditori (cfr. artt. 51 e 52 l. fall.)[74] – avrebbe avuto nelle riflessioni dei giuscommercialisti. Non sono mancate, infatti, prese di posizioni dottrinali e giurisprudenziali che hanno avallato la tesi della natura surrogatoria dell'azione in

---

[71] Cfr. sempre FABIANI, *L'azione di responsabilità. op. cit.,* p. 151 che rileva: «né si può dire che i creditori avendo accettato il patto di concordato non posso pretendere nulla più di quanto promesso perché questo vale per il patrimonio dell'impresa e non per il patrimonio di un terzo quale è l'amministratore».

[72] Come invece ritiene PROVINCIALI, *Trattato diritto fallimentare,* Milano, 1974, IV, p. 2266.

[73] Conf. GUERRIERI, *La responsabilità dell'amministratore*, *op. cit.,* p. 595, per cui i creditori potranno richiedere il risarcimento del danno «entro il limite della differenza fra quanto agli stessi attribuito in sede di esecuzione del concordato e la somma che avrebbero ricevuto in caso di regolare adempimento dei loro crediti». Diversamente, FABIANI, *Le azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori di società in concordato preventivo,* in *Soc.,* 2015, p. 623, che prospetta una sorta di concorsualizzazione del risarcimento del danno *ex* art. 2394 c.c. ritenendo necessario calcolare dapprima la misura del pregiudizio complessivamente arrecato al patrimonio sociale dagli amministratori «per, poi, assegnare al creditore il dividendo proporzionale alla misura del credito». *Contra* D'ATTORRE, *Le azioni di responsabilità nel concordato preventivo,* in *Riv. soc.,* 2015, p. 35, per il quale la «novazione» dell'originario credito con quello rideterminato nel concordato preventivo farebbe venire meno la possibilità di rintracciare un danno in capo al creditore determinato sulla base della differenza tra i due valori: invero, secondo l'Autore, la «comparazione» andrebbe compiuta «non già con riferimento ai crediti originari, ma a quelli modificati per effetto della proposta omologata». Da qui, allora, conseguirebbe il venir meno del presupposto processuale per l'azione dei creditori *ex* art. 2394 c.c.

[74] Cfr. FABIANI, *L'azione di responsabilità, op. cit.,* p. 129 ss., il quale infatti ricorda che anche «l'azione dei creditori sociali nel fallimento si trasfigura per divenire una azione di massa», invero, «quando si apre un concorso fra creditori e si forma un patrimonio segregato costituito dai beni del fallito, si consolidano i cc.dd. rapporti compresi nel fallimento (art. 43 l. fall.) e i diritti dei creditori si modificano, in quanto si concorsualizzano come si ricava dagli artt. 51 e 52 l. fall. La concorsualizzazione delle azioni significa che in costanza di fallimento il diritto (o la pretesa costitutiva) sottostante viene trasferito al curatore che ne assume la piena disponibilità, ma una disponibilità che è limitata al concorso e in esso di esaurisce».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

parola facendo leva proprio sull'armonia sistematica che detta interpretazione garantiva, vista la legittimazione ad esperire la medesima azione nel contesto concorsuale[75].

Nondimeno, la tesi favorevole alla natura surrogatoria non era in grado di giustificare la diversa estensione del danno risarcibile ai sensi dell'art. 2393 c.c. e dell'art. 2394 c.c., circostanza, per vero, del tutto inconciliabile nella struttura logica dell'azione descritta dall'art. 2900 c.c. Nel caso di azione promossa dal singolo creditore, infatti, l'oggetto della pretesa coinciderebbe con il diritto di credito dallo stesso vantato nei confronti della società e rimasto insoddisfatto a causa dell'insufficienza del patrimonio di quest'ultima; diversamente, nel caso di azione promossa dalla società il danno risarcibile sarebbe costituito dalla misura della

[75] In particolare FERRI, *Le società, op. cit.,* p. 684, riteneva che il fatto che «anche l'azione dei creditori sia diretta, come quella della società, alla reintegrazione del patrimonio sociale e non alla reintegrazione del patrimonio personale del creditore, risulta con tutta evidenza dal fatto che, in caso di fallimento o di liquidazione coatta amministrativa, legittimato all'azione è il curatore del fallimento o il commissario liquidatore: e ciò perché si tratta di un'azione diretta alla reintegrazione del patrimonio della società fallita o messa in liquidazione coatta»; nello stesso senso COTTINO, *Le società. Diritto commerciale,* v.1, t. 2, Padova, 1999, p. 436, dimostrava la propria preferenza per la tesi surrogatoria «non tanto per il ragionamento in sé quanto per il raccordo sistematico con il resto della norma, che prevede la legittimazione sostitutiva del curatore ai creditori in caso di fallimento, nel quadro quindi di un'unica prospettiva di responsabilità e al fine della reintegrazione del patrimonio sociale». A tale indirizzo pare essersi conformata anche Cass., 14 dicembre 1991, n. 13498, in *Foro it.,* 1992, I, c. 1803 che, infatti, ritiene che detta soluzione interpretativa «si armonizza con il resto della norma che prevede, al 3° co., in caso di fallimento o di liquidazione coatta amministrativa della società, la legittimazione sostitutiva, rispettivamente, del curatore del fallimento o del commissario liquidatore»; conf. Cass., 28 febbraio 1998, n. 2251, in *Soc.,* 1998, p. 572. La più recente giurisprudenza, invece, è pacifica nel riconoscere che «l'affermazione […] secondo cui le due azioni di responsabilità rispettivamente previste dagli artt. 2393 e 2394 c.c. quando sopravvenga il fallimento della società e siano congiuntamente esercitate dal Curatore a norma dell'art. 146 L. Fall, costituiscono un'azione unica ed inscindibile, sta solo a significare che il medesimo curatore non potrebbe pretendere di esercitare separatamente tali azioni al fine di conseguire due volte il ripristino del patrimonio della società fallita, cui dette azioni concorrono, e significa che l'eventuale mancata specificazione del titolo per il quale il curatore agisce fa presumere che egli abbia inteso esercitare congiuntamente entrambi tali azioni. Quella espressione non può essere, invece, intesa nel senso della indifferenziazione delle domande proposte dall'organo della procedura ai sensi dell'art. 2393 o dell'art. 2394. Domande che, pur se ormai accomunate dalla comune legittimazione, continuano ad avere presupposti diversi, il danno prodotto alla società da ogni illecito doloso o colposo degli amministratori per violazione di doveri imposti dalla legge o dall'atto costitutivo, nell'uno caso, l'insufficienza patrimoniale cagionata dall'inosservanza di obblighi di conservazione del patrimonio sociale nell'altro, e ad essere soggette ad un diverso regime giuridico, non solo per quel che riguarda l'onere della prova, ove si tenga fermo che l'azione di responsabilità dei creditori sociali non ha carattere surrogatorio bensì diretto ed aquiliano, ma anche con riferimento ai termini di prescrizione ed alla loro decorrenza. Non altrimenti si spiegherebbe la pacifica possibilità che, anche in ambito concorsuale, un'azione risulti prescritta e l'altra possa ancora essere utilmente esercitata», così Cass., 12 giugno 2007, n. 13765, in *Giur. comm*., 2008, II, p. 849; Cass., 22 ottobre 1998, 10488, in *Giust. civ.,* 1999, I, p. 75).

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

diminuzione patrimoniale eziologicamente riconducibile alla *mala gestio* degli amministratori. In tale prospettiva appare «oggettivamente difficile ammettere che al surrogante sia data la possibilità di agire, in luogo del surrogato, per una parte soltanto del credito vantato da quest'ultimo nei confronti del debitore»[76].

Diversi erano anche i presupposti per l'esperimento dell'azione *ex* art. 2394 c.c. e dell'azione surrogatoria, giacché mentre per la prima azione è richiesta l'attualità della lesione inferta dagli amministratori al patrimonio della società, che deve risultare già insufficiente (e non solo potenzialmente) al soddisfacimento dei crediti, per la seconda, invece, essendo un'azione diretta a ripristinare la garanzia generica del creditore, è sufficiente la potenziale incapacità del patrimonio del debitore a fornire detta garanzia affinché il creditore sopperisca all'inerzia del debitore medesimo nel far valere le proprie ragioni versi terzi.

Ulteriormente, nessuna disposizione normativa subordinava l'esperimento dell'azione dei creditori sociali all'inerzia della società, così come invece esigerebbe la disciplina dell'azione surrogatoria, né vi era alcuna coincidenza quanto alla determinazione del *dies a quo* per la decorrenza del termine di prescrizione quinquennale delle azioni di responsabilità, visto che per l'azione dei creditori il suddetto termine comincerebbe a decorrere dal manifestarsi dell'insufficienza del patrimonio sociale[77], mentre per l'azione sociale la prescrizione comincerebbe a decorrere dal momento del verificarsi del danno conseguente alla *mala gestio* degli amministratori, salva la sospensione di cui all'art. 2941, n. 7 c.c. per tutta la durata dell'incarico. Nessuna previsione legislativa, inoltre, esigeva che i creditori sociali, quali ipoteticamente surrogantisi alla società loro debitrice, fossero tenuti a citare in

---

[76] TAURINI, *Responsabilità degli amministratori verso i creditori sociali,* in *Soc.*, 1993, p. 793.

[77] È stato infatti chiarito che tale termine decorre non già dal momento in cui si siano verificate le perdite, bensì dal momento – che può essere anteriore o posteriore alla dichiarazione di fallimento (Cass., S.U., 06 ottobre 1981, n. 5241, in *Giur. comm*., 1982, II, p. 768 ss.; Cass., 28 maggio 1998, n. 5287, in *Fall.,* 1999, p. 397 ss.; Cass., 7 novembre 1997, n. 10937, in *Fall.,* 1998, p. 697 ss.; Trib. Marsala, 2 maggio 2005, in *Fall.* 2006, p. 461 ss.) – in cui i creditori siano stati in grado di venire a conoscenza dello stato di grave e definitivo squilibrio patrimoniale della società (cfr. Cass. 22 aprile 2009, n. 9619, in *Giust. civ. Mass.* 2009, 4, p. 666; Cass. 25 luglio 2008, n. 20476, in *Dir. e prat. soc.*, 2008, p.74; Cass. 18 gennaio 2005, n. 941, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 729), il ché si verificherà certamente nel momento del deposito del bilancio di esercizio dal quale risulti lo sbilancio patrimoniale (cfr. fra le altre Cass., 17 maggio 2013, n. 12065; Cass., 8 aprile 2009, n. 8516, in *Giur. comm.*, 2011, p. 471; Cass. 25 luglio 2008, n. 20476, in *Dir. e prat. soc.*, 2008, p. 74) ovvero, in mancanza, dall'apertura del fallimento, ferma la possibilità per l'amministratore di dimostrare che la conoscenza risale a data anteriore (cfr. Cass. 12 giugno 2014, n. 13378, in *Giust. civ. Mass.* 2014), ricorrendo «fatti sintomatici di assoluta evidenza» (quali, secondo Cass. 8 aprile 2009, n. 8516, in *Giur. comm.*, 2011, p. 471, la chiusura della sede sociale, l'assenza di cespiti suscettibili di esecuzione forzata, ecc.). Cfr. in dottrina anche per ulteriori riferimenti MELONCELLI, *Azione di responsabilità spettante dai creditori sociali e prescrizione,* in *Giur. comm.,* 2006, 5, p. 691ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

giudizio la stessa conformemente a quanto richiederebbe l'art. 2900 c.c. e come, del resto, richiede oggi espressamente l'art. 2393-*bis,* comma III, c.c. per l'azione dei soci di minoranza[78]. Del resto, non bisogna dimenticare che l'azione surrogatoria, quantunque prevista in termini generali dall'art. 2900 c.c., si profila pur sempre come eccezione alla regola che esclude la legittimazione ad agire in giudizio per far valere diritti altrui (cfr. art. 81 c.p.c.), «e già questo dovrebbe suggerire cautela nell'attribuire carattere e finalità surrogatorie ad un'azione come quella cui si riferisce l'art. 2394»[79].

Detti argomenti, oltre alla considerazione che diversi sono sia i presupposti[80] per l'esperibilità dell'azione *ex* artt. 2393 c.c. e 2394 c.c. sia i rispettivi *petita*[81] e *causae petendi*[82], inducevano la prevalente dottrina e giurisprudenza a far propendere per la qualificazione dell'azione in termini di azione diretta ed autonoma. Senonché, anche la tesi della natura autonoma mal si reggeva di fronte al criptico disposto dell'ultimo e IV comma dell'art. 2394 c.c. (oggi comma III), la cui interpretazione ha rappresentato certamente il dilemma che maggiormente ha affaticato la dottrina nel tentativo di ricostruzione della natura giuridica dell'azione in commento. Invero, se la tesi della natura diretta ed autonoma avrebbe potuto trovare conferma nel fatto che la rinuncia all'azione da parte della società non ne avrebbe impedito l'esercizio da parte dei

---

[78] Conf. CONFORTI, *La responsabilità, op. cit.,* p. 963.

[79] Così App. Milano, 14 gennaio 1992 (Est. Rordorf), in *Fall.,* 1992, p. 1147.

[80] Solo l'esperimento dell'azione di responsabilità promossa dei creditori sociali è subordinato all'insufficienza del patrimonio sociale, mentre i soci possono promuovere l'azione di responsabilità nei confronti dei gerenti anche in presenza di una società con una dotazione patrimoniale perfettamente capiente. Cfr. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 193.

[81] Con riguardo al *petitum*, si è rilevato come al creditore non possa riconoscersi un interesse a domandare il risarcimento dell'intero danno cagionato alla società dalla condotta gestoria illecita, ma solo quanto necessario alla soddisfazione della propria pretesa creditoria verso la società rimasta disattesa. Così, tra gli altri, BONELLI, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.*, p. 309; MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.*, p. 41 ss.; TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008, p. 172 ss.

[82] Il titolo dell'azione dei creditori, infatti, non è, come nel caso dell'azione sociale, la generica violazione da parte degli amministratori dei doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto contemplata dall'art. 2392, comma I, bensì l'inosservanza degli obblighi inerenti la conservazione del patrimonio sociale, come testualmente previsto dal I comma dello stesso art. 2394 c.c., per cui i creditori non potranno certo fondare l'azione di responsabilità sulla violazione di obblighi relativi al perseguimento dello scopo di lucro: cfr. WEIGMANN, *Responsabilità, op. cit.*, p. 218; BONELLI, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.*, p. 308 ss.; ALLEGRI, *Contributo, op. cit.*, p. 104; CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa*, *op. cit.*, p. 215; MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.*, p. 57. Secondo una diversa ma convergente linea di ragionamento, GUERRERA, *Illecito*, *op. cit.,* p. 225, ha rilevato che non vi sarebbe ragione di dubitare dell'autonomia del rimedio di cui all'art. 2394 c.c., atteso che l'interesse che l'azione è volta a tutelare «non va identificato nella stessa pretesa creditoria e neppure nella aspettativa di prestazione, bensì nel diritto potestativo di soddisfarsi coattivamente, in sede di esecuzione forzata sulle sostanze sociali», che l'abuso gestionale potrebbe pregiudicare.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

creditori i quali, pertanto, sarebbero stati forniti di un'azione diversa da quella sociale, essa trovava altresì una smentita nell'opponibilità ai creditori sociali della transazione conclusa da parte degli amministratori con la società, sebbene tale circostanza venisse giustificata argomentando che la transazione, ove non fraudolenta, avrebbe assicurato comunque ai creditori la reintegrazione del patrimonio sociale «nel modo più conveniente»[83].

«*Match* pari», è stato detto, «gli argomenti desumibili dall'art. 2394, comma IV, non sono decisivi né per l'una né per l'altra tesi»[84]. Non restava, allora, che limitarsi a riconoscere «ciò che l'azione non è: non è interamente un'azione surrogatoria, non è interamente un'azione diretta»[85]; oppure tentare di superare le «rigide classificazioni concettuali in uso»[86] per elevare l'azione *ex* art. 2394 c.c. ad una fattispecie di nuovo genere, «un istituto di natura composita, a cui sarebbe vano attribuire una qualificazione omogenea». Si è cercato, allora, di attribuire all'azione dei creditori «un aspetto bifronte» e, dunque, una natura ibrida, atteggiandosi come un'azione autonoma direttamente esperibile dai creditori sociali ma con contenuto analogo a quello dell'azione sociale di responsabilità in quanto volta a reintegrare il patrimonio sociale[87]. Una posizione quest'ultima che ha trovato seguito nel recente pensiero di alcuni autori che, rifiutando la prospettiva che riconosce i creditori quali titolari di un diritto soggettivo nei confronti degli amministratori, hanno ritenuto di poter qualificare l'azione *de qua* come un peculiare «mezzo collettivo di conservazione della garanzia

---

[83] Relazione del Ministro Guardasigilli al Codice Civile, n. 982.

[84] MINERVINI, *Gli amministratori, op. cit.,* p. 332.

[85] ALLEGRI, *L'azione di responsabilità della società per azioni verso gli amministratori e le scelte del legislatore*, in *Riv. soc.,* 1971, p. 335.

[86] Così WEIGMANN, *Responsabilità, op. cit.,* p. 216, che prosegue: «la cosa migliore, per l'interprete, è allora di descrivere quanto dispone la legge, senza voler necessariamente inquadrare l'istituto in una delle categorie tradizionali per poi attribuire agli elementi contrastanti con la tesi sostenuta il carattere di un'anomalia, di una eccezione imposta dal legislatore. Piuttosto va considerato che le particolari finalità della disciplina delle società per azioni portano spesso a staccarsi, per evoluzione storica ed esigenze intrinseche, dai concetti e dalle classificazioni elaborate nel diritto privato».

[87] Così sempre WEIGMANN, *Responsabilità, op. cit.,* p. 216 e 219, il quale ritiene che l'azione dei creditori sociali «non è interamente un'azione surrogatoria di quella che spetta alla società, ma non è neppure interamente un'azione diretta», poiché serve «a ricostituire il patrimonio menomato della società e non a soddisfare direttamente i singoli creditori»; negli stessi termini cfr. anche ALLEGRI, *Contributo, op. cit.,* p. 105; e FRÉ, *Società per azioni, op. cit.,* p. 524 e 527 che riteneva che l'art. 2394 c.c. accordava ai creditori della società «un'azione diretta» contro gli amministratori che fossero venuti meno ai doveri di conservazione del patrimonio, riconoscendo loro «un diritto proprio» verso gli stessi amministratori, preordinato, tuttavia, «alla reintegrazione del patrimonio sociale menomato dal fatto degli amministratori e perciò strettamente connessa alla funzione recuperatoria del fallimento».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

patrimoniale», diverso dai tradizionali mezzi di conservazione e «tipico della società per azioni»[88].

L'audace proposta interpretativa appena descritta non ha trovato sbocco nella giurisprudenza di merito e di legittimità, la quale, invece, superate le incertezze iniziali, appare oggi perfettamente coesa nel tributare all'azione di cui all'art. 2394 c.c. natura di azione diretta ed autonoma[89]. Detta prospettiva, ci pare d'altronde l'unica seriamente predicabile non solo per le ragioni sin ora ricordate, ma anche perché la relegazione dell'azione dei creditori alla surrogazione nell'esercizio dei diritti della società loro debitrice tradisce il rilievo che gli interessi dei creditori assumono, per espressa volontà legislativa, nella gestione della società. Attribuire, infatti, natura surrogatoria all'azione di cui all'art. 2394 c.c. significa negare una realtà che oggi appare non più confutabile e che vede nei creditori sociali degli *stakeholders* qualificati i cui interessi il Legislatore ha inteso tutelare direttamente ed in quanto tali in ragione del «rischio specifico»[90] cui vengono esposti rispetto alla gestione societaria.

2. I nuovi «obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale»: l'emersione di una prospettiva gestionale a tutela delle ragioni del ceto creditorio

Il modo di argomentare sin ad oggi riproposto ci pare rischi di obliterare un termine fondamentale del processo logico deduttivo, volendo fornire risposta ad un dilemma che, a ben vedere, si pone solo a valle della definizione di un diverso problema concettuale. Non può, infatti, dubitarsi che la determinazione del significato e, quindi, della funzione che gli «obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale» di cui al I comma dell'art. 2394 c.c. sono chiamati ad assolvere in seno alla *governance* dell'impresa societaria, si pone quale ineludibile *prius logico*

---

[88] Così SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 191. Riprende detta impostazione NIEDDU ARRICA, *I principi di corretta gestione societaria*, *op. cit.,* p. 142.

[89] Cfr., in particolare, la decisiva Cass., 22 ottobre 1998, n. 10488, in *Giust. civ.,* 1999, I, p. 75, con nt. di SALAFIA; in *Soc.,* 1999, p. 557, con nt. di FUNARI; in Foro it., 1999, I, p. 1967; in *Resp civ. prev.,* 1999, p. 1318, con nt. di BALZARINI, alla cui ampia ed argomentata motivazione si rinvia; Cass., 12 giugno 2007, n. 13765, in *Soc.,* 2007, p. 1340; App. Milano, 14 gennaio 1992, in *Fall.,* 1992, p. 1146; Trib. Milano, 6 febbraio 1989, in *Soc.,* 1989, p. 703; Trib. Roma, 7 marzo 1991, in *NGCC,* 1992, I, P. 283; Trib. Torino, 26 febbraio 1994, in *Giur. it.,* I, 2, p. 744; Trib. Bologna, 8 agosto 2002, in *Giur. it.,* 2003, p. 1649; Trib. Milano, 29 maggio 2003, in *Foro pad.,* 2003, I, c. 653; Trib. Ivrea, 27 gennaio 2004, in *Fall.,* 2004, p. 708.

[90] SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.*, p. 46.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

rispetto a qualsiasi conclusione in ordine alla natura della responsabilità degli amministratori che li abbiano violati e dell'azione ad essa connessa cui i creditori sociali sono legittimati. La risoluzione dell'annosa questione circa la corretta determinazione della natura contrattuale od extracontrattuale della responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori sociali, nonché della natura surrogatoria o diretta dell'azione esperibile da quest'ultimi, non può prescindere da una preventiva considerazione dei doveri di gestione di cui al comma I della norma in commento: un nodo gordiano siffatto non può essere reciso d'un colpo senza previamente interrogarsi e comprendere il ruolo che i richiamati doveri di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale svolgono nel quadro delle regole che presiedono alla corretta gestione societaria ed imprenditoriale.

Il che è a dire che l'importanza dell'art. 2394 c.c. non può essere colta solo sul piano della *legittimazione* dei creditori sociali all'esercizio dell'azione di responsabilità, bensì anche su quello delle regole che presiedono alla definizione della corretta *governance* dell'impresa societaria, ove il dovere di conservazione dell'integrità patrimoniale si erge come dotato di propria autonomia, capace di imporsi e contrapporsi all'imperante disposto dell'art. 2392, comma I, c.c. durante tutto il corso della vita societaria. Sul punto è bene intendersi. Non si vuole qui sostenere che la dottrina abbia tralasciato sino ad oggi lo studio dei doveri di gestione degli amministratori, quanto piuttosto che detto studio sia stato condotto sempre e solo dalla prospettiva della società (o, comunque, dei soci) e mai, invece, dalla prospettiva dei creditori sociali, la quale, invece, ha da sempre accompagnato la storia del diritto societario moderno – quantomeno quello domestico – dal primo codice di commercio sino ad oggi, e che ingiustamente ha vissuto all'ombra della teoria dello *shareholder value,* cui la dottrina italiana ha strizzato l'occhio sin dalla prima pubblicazione, e successiva traduzione dell'opera di Adolf Berle e Gardiner Means[91] che ha traghettato d'oltreoceano l'idea del capitalismo manageriale e del problema dell'agenzia[92].

---

[91] BERLE, MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Mac Millan, 1933, tradotto in italiano sotto il titolo *Società per azioni e proprietà privata,* Torino, 1966.

[92] Peraltro, senza che l'allineamento tra interesse dei *managers* ed interesse degli azionisti fosse l'intenzione storica perseguita dai due Autori, i quali piuttosto ricercavano nella «rilevanza d'interessi generali un limite al potere dei primi» (cfr. ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri», op. cit.,* p. 51), osservando, a chiusura della loro opera: «si è aperta cioè la strada all'idea che la moderna società per azioni sia al servizio, non solo dei proprietari o del gruppo che la controlla, ma di tutta la comunità» (BERLE, MEANS, *Società per azioni, op. cit.,* p. 335). Conf. LIBERTINI, *Economia sociale*, *op. cit.,* p. 2, che ricorda come nella visione dei due Autori l'autonomia dei manager nei confronti degli investitori, proprietari formali dell'impresa appaia inevitabile affinché gli stessi esercitino la propria discrezionalità gestoria «per esigenze di mantenimento del ruolo sociale complessivamente

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

svolto dalla grande impresa, tenendo conto non solo degli interessi immediati degli azionisti, ma di tutta la gamma di interessi terzi che gravitano entro e attorno all'impresa stessa».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

CAPITOLO II

I CRITERI DI GESTIONE DELLA S.P.A.

SOMMARIO: 1. Il contenuto dei doveri di conservazione del patrimonio sociale. La loro valenza in seno al riparto di competenze amministratori-assemblea prima della riforma del 2003 – 1.1. Doveri a contenuto generico o specifico: *rules versus standards* – 1.2. Il momento temporale rilevante per la conservazione del patrimonio e per l'emergere del conflitto fra gli interessi dei soci e dei creditori: la chiave di volta della crisi d'impresa – 1.2. *Timing* degli obblighi di conservazione ed allineamento degli interessi di soci e creditori: necessità di precisazioni – 2. I criteri di gestione della società per azioni: l'ossimoro dello scopo di lucro e della conservazione dell'integrità del patrimonio – 2.1. Lo scopo di lucro, la propensione al rischio e la *business judgment rule* – 2.2. La conservazione del patrimonio *ex* art. 2394 c.c. quale autonomo criterio di gestione della s.p.a. – 2.3. La ricerca di un criterio di composizione dei criteri di gestione

1. Il contenuto dei doveri di conservazione del patrimonio sociale. La loro valenza in seno al riparto di competenze amministratori-assemblea prima della riforma del 2003

A dire il vero, i risvolti gestori della norma *de qua* erano già stati presi in considerazione sotto il vigore della disciplina previgente la riforma del 2003, seppure, per così dire, trasversalmente, poiché negli stessi ci si era imbattuti nel quadro delle riflessioni condotte sul rapporto tra amministratori ed assemblea in ordine alla gestione dell'impresa societaria.

La dichiarazione di responsabilità degli amministratori anche nei confronti dei creditori sociali è, infatti, apparsa sin da subito il frutto di un'insuperabile aporia logica rispetto al riparto di competenze fra soci ed amministratori quale risultante dalla formulazione codicistica previgente la novella del 2003. Pareva, infatti, quanto mai contraddittorio da un lato attribuire in via statutaria ai soci un potere deliberativo in ordine alla gestione della società (cfr. art. 2364, comma I, n. 4, c.c. vecchio testo) e dall'altro esporre gli amministratori che avessero dato esecuzione alla delibera pregiudizievole della capienza del patrimonio sociale all'azione di responsabilità dei creditori sociali[93]. Da qui i tentativi di ridurre l'operatività della riserva statutaria in

[93] Cfr. VASSALLI, *Responsabilità d'impresa e potere di amministrazione nelle società personali,* Milano, 1975, p. 61, per il quale «l'incongruenza tra i due principi deriverebbe dal fatto che gli amministratori potrebbero trovarsi soggetti ad un obbligo di risarcimento in conseguenza di un'operazione dannosa imputabile unicamente alla volontà dei soci».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

favore dei soci escludendone l'estensione all'intera gestione sociale[94], ovvero, attribuendo alle delibere assembleari in materia di gestione carattere consultivo e comunque non vincolante[95].

In tale contesto, la norma di cui all'art. 2394 c.c. veniva riguardata quale baluardo dell'«indipendentizzazione»[96] degli amministratori rispetto ai soci, giacché si riteneva che i primi non fossero tenuti a dare esecuzione alle delibere dei secondi ove, pur formalmente valide, si traducessero in una violazione dei precetti dettati a tutela dell'integrità del patrimonio sociale. Invero, «l'indisponibilità» da parte dei soci degli obblighi di corretta gestione del patrimonio sociale di cui all'art. 2394 c.c. investirebbe gli stessi amministratori della «funzione di filtro delle iniziative dell'assemblea che garantisce il rispetto, anche da parte di quest'ultima, di quei vincoli al potere gestorio che sono imposti nell'interesse dei terzi»[97]. La legge si sarebbe così premurata di garantire l'interesse dei terzi attraverso l'attribuzione in via esclusiva agli amministratori della competenza a dare esecuzione alle decisioni dell'assemblea, sicché, anche in presenza di una delibera assembleare perfettamente valida la cui esecuzione si fosse potuta tradurre in una violazione dei doveri di cui al comma I dell'art. 2394 c.c., gli stessi amministratori non avrebbero dovuto darvi esecuzione, pena la loro responsabilità nei confronti dei terzi danneggiati[98].

Detti argomenti hanno cessato di interessare gli interpreti all'alba della riforma del 2003 che ha fatto stralcio delle competenze gestorie dell'assemblea per relegarle, previa opzione statutaria, entro gli angusti limiti dell'autorizzazione «degli atti degli amministratori»[99] senza alcuna valenza esimente per quest'ultimi nei confronti dei

---

[94] Così GLIOZZI, *Gli atti estranei all'oggetto sociale nelle società per azioni,* Milano, 1970, p. 152 ss.; GALGANO, *Degli amministratori di società personali,* Padova, 1963, p. 38 ss.; CORAPI, *Gli statuti delle società per azioni,* Milano, 1971, p. 321, nt. 103.

[95] Così ABBADESSA, *La gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 61; GALGANO, *Le società per azioni, op. cit.,* p. 139 ss.; PESCE, *Amministrazione e delega di potere amministrativo nella società per azioni,* Milano, 1969, p. 26 ss.; FERRO LUZZI, *I contratti associativi,* Milano, 1976, p. 274, nt. 67, salvo il caso in cui l'intervento dell'assemblea sia avvenuto su iniziativa degli amministratori.

[96] ABBADESSA, *La gestione dell'impresa*, *op. cit.,* p. 38

[97] CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 237 ss.

[98] *Ibid.*; conf. BORGIOLI, *L'amministrazione delegata, op. cit.,* p. 284; GALGANO, *La società per azioni, op. cit.,* p. 275 ss. CALANDRA BUONAURA, *op. ult. cit.,* chiarisce come detto dovere degli amministratori di disattendere e non dare esecuzione alle delibere assembleari lesive degli interessi dei terzi non discenda da una illegittimità intrinseca della stessa delibera, giacché ai soci non sarebbe in astratto precluso di adottare delibere financo lesive dell'integrità patrimoniale della società, bensì dalla minaccia della responsabilità civile (o penale) nella quale gli amministratori incorrerebbero ove venissero meno ai doveri di tutela degli interessi dei terzi coinvolti nella dinamica societaria, che la legge assegna loro in ragione dell'incarico gestorio ricoperto.

[99] Si noti come l'originario genitivo oggettivo «atti di amministrazione» abbia lasciato il campo al genitivo soggettivo «atti degli amministratori», osserva ABRIANI, *Assetti proprietari, modelli di*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

terzi, vista la loro competenza esclusiva *ex* art. 2380-*bis* c.c. Eppure residuano ancora lembi insidiosi fra le pieghe delle competenze assembleari che possono dar luogo all'adozione di delibere in grado di pregiudicare la capienza del patrimonio sociale, così come del resto l'equilibrio finanziario della società: ci si riferisce, in particolare, alle delibere di riduzione del capitale sociale e di distribuzione di utili e riserve disponibili in misura tale da compromettere la capacità solutoria dell'impresa.

Si è dubitato che delibere siffatte, anche se potenzialmente idonee pregiudicare la capienza patrimoniale della società e/o l'idoneità dell'impresa stessa a proiettarsi nel futuro quale *going concern*, potessero considerarsi di per sé illegittime[100], stante la astratta possibilità per i soci di adottare delibere financo lesive dell'integrità del patrimonio sociale. Senonché, a prescindere dalla condivisibilità o meno della predetta tesi, rimane il fatto che i doveri incombenti sugli amministratori a norma dell'art. 2394, comma I, c.c., preposti alla tutela dell'integrità del patrimonio sociale, impongono agli stessi di non dare esecuzione alle predette delibere assembleari, pena l'assunzione di responsabilità nei confronti dei creditori (anche nel caso in cui quest'ultimi non abbiano proposto opposizione *ex* art. 2445, comma III, c.c.)[101].

A conferma di quanto sin qui detto, peraltro, si è correttamente escluso che un'eventuale limitazione convenzionale della responsabilità degli amministratori nei confronti della società *ex* art. 2392 c.c. possa in alcun modo pregiudicare i doveri che sugli stessi amministratori gravano nei confronti dei creditori sociali *ex* art. 2394 c.c. La società, infatti, «non può certamente disporre direttamente delle azioni di responsabilità previste dagli artt. 2394 e2395 c.c., in quanto poste a tutela di interessi ulteriori e distinti da quello sociale (o comunque dall'interesse tutelato dagli artt. 2392 e 2393 c.c.)[102].

---

governance e operazioni straordinarie nelle società a partecipazione pubblica: profili di danno erariale?, in *Riv. dir. impr.,* 2009, p. 543 ss.

[100] Anche «sotto il profilo dell'illiceità dell'oggetto», così CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi,* in *Società, banche e crisi d'impresa.* Liber amicorum *P. Abbadessa,* diretto da M. Campobasso, V. Di Cataldo, F. Guerrera, F. Sciarrone Alibrandi, Torino, III, 2014, p. 2597.

[101] CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria, op. ult. cit.,* p. 2597.

[102] Conf. TINA, *L'esonero da responsabilità, op. cit.,* p. 161 e p. 184.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

1.1. Doveri a contenuto generico o specifico: rules versus standards

Con l'introduzione del riferimento agli «obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale» il Legislatore del '42 operava un deciso cambio di rotta rispetto alle precedenti codificazioni che avevano sempre identificato come coestensivi i doveri gravanti sugli amministratori nei confronti della società e dei terzi. Il sistema tratteggiato dai nuovi artt. 2392 e 2394 c.c., infatti, introduceva un preciso distinguo: nei confronti della società gli amministratori sarebbero stati responsabili per l'inosservanza di tutti gli obblighi ad essi imposti dalla legge e dall'atto costitutivo (cfr. art. 2392 c.c.), mentre nei confronti dei creditori sociali essi sarebbero stati responsabili per la sola violazione degli obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale (cfr. art. 2394 c.c.).

Sennonché il predetto mutamento normativo non è sempre stato ritenuto un indicatore sufficiente della differente estensione degli obblighi di gestione incombenti sugli amministratori nei confronti della società e nei confronti dei creditori. Mentre alcuni autori valorizzavano l'intonazione «marcatamente restrittiva»[1] della lettera dell'art. 2394 c.c. e riconoscevano l'attitudine della norma ad attribuire ai creditori «un diritto proprio» verso gli stessi amministratori, «diritto che peraltro non ha lo stesso contenuto di quello che spetta alla società nei confronti dei medesimi»[2], altri travalicavano il dato letterale della norma sulla base del rilevo che «ogni atto di impresa è atto di disposizione del patrimonio sociale e, quindi, atto suscettibile di essere valutato sotto l'aspetto del pregiudizio al patrimonio della società»[3], per cui gli

---

[1] ABBADESSA, *La gestione dell'impresa*, *op. cit.*, p. 66, il quale rileva che il peso interpretativo del dato testuale risulta rafforzato dalla tradizionale elaborazione dottrinale che distingue tra responsabilità *ex* mandato, verso la società, e responsabilità per inosservanza di specifici doveri legali inerenti alla conservazione del patrimonio sociale: il che lascerebbe supporre, da parte del legislatore italiano, «un uso pienamente consapevole delle diverse formule linguistiche». Nello stesso senso cfr. DI SABATO, *Le società, op. cit.*, p. 283 ss.

[2] ABBADESSA, *La gestione dell'impresa*, *op. cit.*, p. 523 ss., ove ulteriormente si precisa: «La società ha infatti il diritto che gli amministratori svolgano la loro attività in maniera conforme alle disposizioni della legge e dell'atto costitutivo e, in difetto, può pretendere da essi il risarcimento dei danni che gliene siano derivati, mentre i creditori sociali hanno unicamente il diritto di essere soddisfatti dagli amministratori se ed in quanto il loro credito non possa essere soddisfatto dalla società perché questi ultimi, venendo meno ai loro doveri, ne hanno menomato il patrimonio». Segnatamente, «Il diritto che la legge riconosce ai creditori sociali è quello di ottenere dagli amministratori, a titolo di risarcimento di danni, l'equivalente della prestazione che per colpa degli amministratori stessi la società non è più in grado di adempiere».

[3] GALGANO, *La società per azioni, op. cit.,* p. 301; ID., *Degli amministratori di società personali,* p. 39, nt. 91; MINERVINI, *Gli amministratori, op. cit.,* p. 333 ss.; e dopo la riforma, in dichiarata adesione dei contributi citati cfr. AUDINO, *Art. 2394*, *op. cit.,* p. 540 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

amministratori dovrebbero essere riconosciuti responsabili anche verso i creditori sociali per la diligenza con la quale gestiscono l'impresa[4].

Si pone, dunque, di fronte all'interprete l'interrogativo su come debbano essere intesi gli «obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale» cui fa riferimento il comma I dell'art. 2394 c.c.: se, cioè, gli stessi debbano essere intesi come espressione di obblighi a contenuto specifico ovvero generico, e, in detto secondo caso, se gli stessi debbano essere ricondotti al canone della diligenza di cui all'art. 2392 c.c., ovvero se la conservazione del patrimonio rilevi di per sé stessa quale clausola generale. È sin troppo noto, infatti, che la *summa divisio* di cui la dottrina si è sempre avvalsa per la descrizione dei doveri che incombono sugli amministratori è quella che ricorre fra obblighi a contenuto specifico e obblighi a contenuto generico[5], cui fa da *pendant* il noto dibattito nell'ordinamento americano riassumibile nella formula *rules versus standards*[6].

---

[4] Detta seconda interpretazione, evidentemente, veniva caldeggiata, sebbene non esclusivamente, da coloro che riconoscevano all'azione dei creditori natura surrogatoria, giacché dalla tesi secondo la quale l'integrità del patrimonio viene lesa ogniqualvolta la condotta degli amministratori arrechi un danno alla società e secondo cui ogni atto degli amministratori è suscettibile di essere sanzionato ai sensi dell'art. 2394 c.c. se compiuto senza la diligenza di cui all'art. 2392 c.c., si trae argomento per affermare l'identità fra l'azione della società e quella dei creditori, alla quale, quindi, si attribuisce natura surrogatoria. Così in particolare FERRI, *Le società, op. cit.*, p. 721. Diversamente GALGANO, *La società per azioni, op. cit.,* p. 271 ss., pur caldeggiando la medesima estensione della responsabilità *ex* artt. 2394 c.c. e 2392 c.c. predicava la natura diretta ed autonoma dell'azione dei creditori.

[5] Mentre gli obblighi a contenuto specifico si caratterizzano per essere disciplinati in maniera precisa e puntuale non lasciando alcuno spazio interpretativo agli amministratori o al giudice, gli obblighi a contenuto generico sono così definiti perché il relativo contenuto non è predeterminato in maniera altrettanto precisa e puntuale, bensì viene descritto tramite il ricorso a clausole generali e richiede, pertanto, un'opera di interpretazione sia da parte dell'amministratore (*ex ante*) che del giudice (*ex post*). Primo fra tutti a teorizzare tale classificazione è stato BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a., op. cit.,* p. 159 ss.; ID., *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 4 ss., pedissequamente seguito dalla dottrina successiva: cfr. fra i tanti CONFORTI, *La responsabilità, op. cit.,* p. 363; FRANZONI, *Gli amministratori e i sindaci,* in *Trattato di diritto commerciale,* diretto da F. Galgano, Padova, 1984, p. 306.

[6] Detta ultima categoria ha conosciuto, con la riforma del diritto societario, un cospicuo ed interessante ampliamento sull'onda del fenomeno della diffusione delle clausole generali nel diritto commerciale, sicché agli originari doveri di amministrare con «diligenza» (art. 2392 c.c.) e di non agire in conflitto di interessi (art. 2391 c.c.), che già echeggiavano gli americani *fiduciary duties of care* e *loyalty,* si sono aggiunti, rispetto al primo, i parametri della «natura dell'incarico» e delle «specifiche competenze» (art. 2392, comma I, c.c.), il rispetto dei «principi di corretta amministrazione» (art. 2403), e di «corretta gestione societaria ed imprenditoriale» (art. 2497 c.c.), di cui è altrettanto riflesso la clausola di adeguatezza organizzativa, ossia il dovere di predisporre e curare l'adeguatezza degli «assetti organizzativi, amministrativi e contabili» (art. 2381, comma III e V, c.c. e art. 149, comma 1, lett. c., d.lgs. n. 58/1998); rispetto al secondo, si sono sovrapposte, sostituendolo, altrettante clausole generali a presidio della regola della trasparenza motivazionale, quali quella della adeguata e analitica motivazione (art. 2391 e art. 2497-*ter* c.c.), nonché della «trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale» (art. 2391-*bis* c.c.). Sul fenomeno della diffusione delle clausole generali nel diritto

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Accedendo al primo fra gli orientamenti predetti, ossia alla tesi che accorda ai doveri spettanti agli amministratori nei confronti dei creditori sociali un contenuto minore rispetto a quello dei doveri generalmente gravanti sugli stessi come conseguenza dell'accettazione dell'incarico gestorio, si prospetterebbe l'esistenza di un «margine di […] responsabilità degli amministratori verso la società, che non comporta pari responsabilità verso il creditore sociale»[7]. In effetti, se certamente la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale risponde sia all'interesse della società che a quello dei creditori[8], appare innegabile che sugli amministratori gravi un complesso di obblighi legali e convenzionali del cui adempimento gli stessi sono responsabili solo verso la società e che nulla hanno a che vedere con la conservazione del patrimonio sociale[9]. Nei confronti della società, infatti, gli amministratori sono tenuti non solo ad evitare che il patrimonio sociale diventi insufficiente al soddisfacimento dei debiti, «ma hanno anche il dovere di provvedere affinché la società consegua lo scopo per cui si è costituita e, quindi, di gestire l'impresa in modo da realizzare un lucro»[10].

---

commerciale cfr. tra i contributi più recenti, MONTALENTI, *Nuove clausole generali nel diritto commerciale tra* civil law *e* common law, in *ODCC,* 2015, p. 133; NIGRO, "*Principio" di ragionevolezza e regime di responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm*., 2013, I, p. 457 ss.; PATTI, *L'interpretazione delle clausole generali*, in *Riv. dir. civ*., 2013, p. 263 ss.; DENOZZA, *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un'analisi funzionale*, in *Riv. crit. dir. priv*., 2011, p. 379 ss.; LIBERTINI, *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Riv. crit. dir. priv*., 2011, p. 345 ss.

[7] VASSALLI, *Responsabilità d'impresa, op. cit.,* p. 148.

[8] Così MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 49; Cass., 28 febbraio 1998, n. 2251, in *Soc.,* 1998, p. 572 per la quale «il diritto alla conservazione del patrimonio sociale spetta alla società e non al creditore come tale, il quale ha in materia un interesse, la cui eventuale lesione non può concretare quel danno diretto necessario per potersi esprimere l'azione individuale di responsabilità contro gli amministratori».

[9] GUERRERA, *Illecito*, *op. cit.,* p. 222, nt. 219, richiama le disposizioni di legge in tema di pubblicità, bilancio e scritture contabili, che possono non cagionare alcun danno attuale alla società o ai terzi, «ma costituire semmai la premessa di future violazioni concretamente dannose».

[10] CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 217; conf. WEIGMANN, *Responsabilità, op. cit.,* p. 218; ALLEGRI, *Contributo, op. cit.,* p. 104, il quale nota che «la coincidenza del possibile *petitum* delle azioni *ex* art. 2393 e art. 2394 è solo parziale» e per tale via perviene ad escludere la natura surrogatoria dell'azione dei creditori; BONELLI, *Natura giuridica*, *op. cit.,* p. 775 e 776; BORGIOLI, *L'amministrazione delegata, op. cit.*, p. 282, il quale appare tuttavia contraddittorio nell'affermare, a p. 282 e in nt. 325, che la responsabilità nei confronti dei creditori ha gli stessi presupposti e la stessa estensione di quella nei confronti della società. Che il legislatore avesse così inteso i rapporti fra la responsabilità verso i creditori e verso la società pare desumibile anche dalla Relazione del Ministro Guardasigilli al Codice Civile, n. 982: «La responsabilità che incontrano gli amministratori verso i creditori sociali si connette logicamente all'inosservanza degli obblighi che ai medesimi spettano in ordine alla conservazione della integrità del patrimonio sociale. Responsabilità dunque diversa da quella che gli amministratori hanno verso la società, in quanto essa sussiste soltanto se il loro comportamento riduce il patrimonio sociale in tale misura che questo risulti insufficiente al

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Se quanto appena affermato appare ineccepibile in astratto è apparso poi quanto mai arduo stabilire in concreto il confine di detta responsabilità minore e definire quali siano i doveri cui l'art. 2394 c.c. fa riferimento[11]. Il rischio che si corre è quello di limitare l'insorgere della responsabilità nei confronti dei creditori sociali alla sola «violazione di una serie *chiusa* di precetti, escludendo la facoltà dei creditori di provocare un sindacato giudiziario sui criteri seguiti dagli amministratori nella gestione dell'impresa sociale»[12], con un forte ridimensionamento dell'area della loro responsabilità. Gli stessi sostenitori della tesi in commento, peraltro, ammettevano la possibilità che fra gli obblighi di conservazione del patrimonio sociale dovessero ricomprendersi gli obblighi di comportamento sanzionati dalla disciplina della bancarotta patrimoniale e, in particolare, quelli di cui agli artt. 223-225 l. fall. che certamente censurano fatti che ineriscono direttamente ai criteri di gestione dell'impresa quali, fra gli altri, l'aver compiuto «operazioni di pura sorte o manifestamente imprudenti» ovvero «operazioni di grave imprudenza per ritardare il fallimento».

---

soddisfacimento dei creditori. Fuori di questa ipotesi non si vede infatti quale interesse avrebbero questi ultimi all'esercizio dell'azione di responsabilità».

[11] Si veda infatti GUERRERA, *Illecito*, *op. cit.,* p. 221, che riferisce della «impossibilità di tipizzare i doveri di conservazione evocati dalla norma».

[12] ABBADESSA, *La gestione dell'impresa*, *op. cit.*, p. 67, enfasi aggiunta. Detta interpretazione, secondo l'Autore, trarrebbe argomento dalla diversa fonte giuridica della responsabilità degli amministratori nei confronti della società e nei confronti dei creditori sociali: precisamente, mentre la prima deriverebbe dalla violazione del rapporto instauratosi fra amministratori e società all'atto del conferimento dell'incarico (*i.e.* la superata responsabilità *ex* mandato), la seconda conseguirebbe alla violazione di specifici doveri imposti *ex lege* per la conservazione del patrimonio sociale. Pertanto, poiché il legislatore doveva essere ben consapevole, al momento della stesura del nuovo codice, di detta asserita tradizione interpretativa consolidatasi sotto il codice di commercio previgente, la riproposizione di tale dicotomia avrebbe dovuto valere quale conferma della cogenza di detta distinzione. Sul punto non può nascondersi che la correttezza di detta affermazione trovava una decisa smentita nel disposto dell'art. 147 c. comm. 1882 che, nel dichiarare gli amministratori ad un tempo responsabili sia verso i soci sia verso i terzi dell'esatta osservanza dei doveri ad essi imposti dalla legge e dall'autonomia statutaria, accomunava nei medesimi presupposti sia l'azione sociale di responsabilità che quella promossa dai creditori (Cfr. VALENTI, *La responsabilità civile degli amministratori delle società commerciali,* in *Riv. dir. civ.,* 1932, p. 456 ove afferma che il codice «confonde insieme la responsabilità degli amministratori verso la società *ex* mandato, e la loro responsabilità legale verso i terzi»). Scettico circa la possibilità di trarre dal tenore letterale della norma l'illazione che il legislatore abbia consapevolmente inteso riproporre la distinzione fra le due forme di responsabilità così come sviluppate dalla dottrina previgente alla codificazione del 1942 CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 215 che anzi in nt. 185, p. 226, prospetta la possibilità che «il dovere di gestire la società con la diligenza del mandatario non individu[i] un obbligo necessariamente e strutturalmente connesso al rapporto di mandato e destinato a tutelare il solo interesse della società, ma si prest[i] ad essere considerato come un dovere che gli amministratori hanno anche nei confronti dei creditori sociali quali soggetti interessati alla buona gestione della società».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Muovendo, quindi, dalla considerazione dell'amplissima sfera degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, non limitati alla sola tutela del capitale sociale[13], altra parte della dottrina riteneva più opportuno estendere la responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori sociali alla «diligenza» con la quale deve essere gestita l'impresa prospettando, dunque, una loro «responsabilità che, salvi i diversi presupposti delle relative azioni, presenta la medesima estensione della loro responsabilità verso la società»[14].

Eppure, se certo pare eccessivo racchiudere gli obblighi di cui al I comma dell'art. 2394 c.c. dentro la morsa di un elenco tassativo di precetti (*rules*), pare ugualmente inopportuno ricondurre *in toto* gli obblighi di conservazione del patrimonio sociale al canone (*standard*) della diligente gestione di cui all'art. 2392 c.c. Poiché la clausola generale della diligenza si atteggia ad espressione «ellittica»[15] che si limita a definire il *quomodo* dell'azione degli amministratori, tacendo invece quanto ai doveri sugli stessi gravanti in concreto e allo *scopo* verso cui deve essere indirizzata[16], la stessa clausola deve essere letta alla luce di altre norme che si premurano di definire il fine cui deve essere orientata la gestione. Non può, allora, sorprendere che per riempire di contenuto lo *standard* di diligenza la dottrina abbia da sempre guardato all'art. 2247 c.c. che, fissando nello scopo lucrativo l'elemento tipizzante la causa del contratto di società, definisce il vincolo verso cui gli amministratori devono orientare la gestione. Eppure, è di tutta evidenza che detta direzione lucrativa non pertiene alla conservazione del patrimonio sociale, neppure se si argomenta che «il dovere di orientare la gestione al fine di non pregiudicare l'integrità del patrimonio va comunque considerato in una

---

[13] Così rilevava già GRECO, *Lezioni di diritto commerciale,* Torino, 1944, p. 162, richiamato da MINERVINI, *Gli amministratori, op. cit.,* p. 333, nt. 15, il quale corregge quanto dallo stesso precedentemente scritto in *Per un'accentuazione della responsabilità degli amministratori di società per azioni,* in *Temi,* 1954, p. 7, nt. 20.

[14] GALGANO, *La società per azioni, op. cit.,* p. 301; conf. BORGIOLI, *L'amministrazione delegata, op. cit.,* p. 332, nt. 325; ID., *I direttori generali*, *op. cit.,* p. 341, per il quale «l'azione concessa ai creditori sociali è quella stessa concessa alla società, perché i fatti che ne costituiscono il presupposto sono in ogni caso i medesimi e perché in entrambe le ipotesi si tende a reintegrare il patrimonio sociale». Nello stesso senso, peraltro, pareva essersi orientata anche risalente giurisprudenza che identificava i doveri inerenti la conservazione del patrimonio sociale con il dovere di «comportarsi con la diligenza del buono ed avveduto commerciante»: cfr. App. Firenze, 29 aprile 1953, in *Foro pad.* 1953, I, p. 1332, richiamata da MINERVINI, *Gli amministratori, op. cit.,* p. 333, nt. 16 ove richiamate anche Cass., 24 aprile 1946, n. 485, in *Giur. It.,* 1946, I, 1, p. 448; Trib. Firenze, 11 novembre 1952, in *Dir. Fall.,* 1953, II, p. 752; Trib. Firenze, 19 dicembre 1952, inedita, menzionata dal GIANNATTASIO nella sua *Rassegna di giurisprudenza sul codice civile,* Libro V, Titoli V-XI, Milano 1955, p. 212.

[15] WEIGMANN, *Responsabilità, op. cit.*, p. 122

[16] *Ibid*., p. 122; conf. FRÈ, *Società per azioni, op. cit.*, p. 475.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

prospettiva dinamica e produttivistica»[17] perché l'attività di gestione non è di per sé diretta alla conservazione del patrimonio, bensì alla produzione di un reddito[18]. Sostenere che gli obblighi di conservazione cui fa riferimento l'art. 2394, comma I, c.c. attengono alla diligente gestione di cui all'art. 2392 c.c. conduce l'interprete su un terreno alquanto scivoloso, ove l'interesse dei creditori alla conservazione del patrimonio verrebbe filtrato dalla ricerca del profitto[19] e, per il tramite di esso, dall'incentivo alla propensione al rischio: una conclusione, nell'ottica dei fornitori di capitale di prestito, alquanto paradossale.

1.2. Il momento temporale rilevante per la conservazione del patrimonio e per l'emergere del conflitto fra gli interessi dei soci e dei creditori

La descritta ritrosia della dottrina a riconoscere dignità propria alla conservazione del patrimonio quale clausola generale a sé stante, contrapposta alla diligenza di cui all'art. 2392 c.c., affonda le proprie radici nelle tradizioni interpretative che costituiscono le fondamenta della moderna *corporate governance* e che hanno fatto della *director primacy*[20] e del *risk taking* la pietra angolare dello sviluppo del mercato.

---

[17] CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 225, il quale in nt. 183 richiama COSTI, *Il fallimento del socio nella letteratura giuridica recente,* in *Riv. trim.,* 1976, 1116, che rilevava come «l'oggetto della gestione è pur sempre un'azienda e che sia la tutela dei creditori sia quella dei soci richiedono ad un tempo scelte imprenditoriali 'prudenti' e scelte imprenditoriali 'coraggiose'».

[18] Così VASSALLI, *Responsabilità d'impresa, op. cit.,* p. 134.

[19] Vedi infatti SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 174, che ritiene che «il dovere per gli amministratori di tutelare l'integrità della garanzia patrimoniale *collettiva* dei crediti complessivamente vantati discende non già dalla disposizione normativa considerata, bensì dall'art. 2247 cod. civ., che […] funzionalizza l'esercizio dell'impresa in forma societaria all'incremento del valore del patrimonio sociale, sì da rendere profittevole l'investimento effettuato dai soci: il perseguimento di detto obiettivo impone, infatti, di svolgere l'attività gestoria in modo tale che il valore del patrimonio sociale risulti almeno pari a quello dei debiti, giacché soltanto l'eventuale eccedenza permetterà di recuperare, prima, e di remunerare, poi, il valore del conferimento».

[20] Cfr. BAINBRIDGE, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment,* in 119 *Harv. L. Rev*., 2006, p. 1735 ss., per il quale il principale pregio della moderna *corporate governance* è la predisposizione di una «*hierarchical decision-making structure*» localizzata nel *board* al quale deve essere garantita piena discrezionalità nelle scelte di gestione («*A complete theory of corporate governance thus requires balancing the virtues of discretionary fiat against the need to ensure that such power is used to further the interests of shareholders*») tramite una compressione del diritto di voto degli azionisti («*shareholder voting must be constrained in order to preserve the value of authority*») che rispetto alle decisioni di gestione si pone come «*accountability device of last resort, to be used sparingly, at most*»; ID., *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, in 97 *N.W. U. L. Rev*., 2003, p. 547. Sulla stessa linea di pensiero ARROW, *The Limit of Organization,* New York, 1974, p. 78 osservava: «*To maintain the value of authority, it would appear that [accountability] must be intermittent. This could be periodic; [or] it could take the form of what is termed 'management by*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Il timore di una deriva dirigista e di un effetto di *over-deterrence* degli amministratori, del resto, è alla base dell'elaborazione della stessa *business judgment rule* che si prefigge l'obiettivo di rinsaldare i gerenti nella loro propensione al rischio, giacché *«risk is at the heart of* […] *any business»*[21] *e «shareholders don't want directors to be risk averse»*[22], e che si è insinuata nel nostro diritto societario sin dalla disciplina previgente la novella del 2003[23].

---

exception', in which authority and its decisions are reviewed only when performance is sufficiently degraded from expectations».

[21] *Wilson v. Tully, 243 A.D.2d* 229, 676 N.Y.S.2d 531 (1st Dep't 1998).

[22] *Gagliardi v. TriFoods International, Inc.,* 683 A.2d 1049 (Del. Ch. 1996), para 19-21: «*Shareholders don't want directors to be risk averse. Shareholders' investment interests, across the full range of their diversifiable equity investments, will be maximized if corporate directors and managers honestly assess risk and reward and accept for the corporation the highest risk adjusted returns available that are above the firm's cost of capital*».

[23] Ciò, nonostante la natura equitativa che è alla base dei doveri fiduciari degli amministratori e del presidio loro offerto dalla *rule* non possa dirsi una caratteristica condivisa dal nostro ordinamento: cfr. sul punto SEMEGHINI, *Il dibattito statunitense sulla* "business judgment rule": *spunti per una rivisitazione del tema,* in *Riv. dir. soc.,* 2013, p. 206 ss. Già a partire dagli anni 80, infatti, la Suprema Corte era pervenuta ad identificare il comportamento diligente dell'amministratore, in sede di assunzione di una decisione gestoria, con il rispetto dell'iter procedimentale ed istruttorio prodromico alla sua adozione, facendo propri gli insegnamenti di quella giurisprudenza americana che aveva identificato nel *duty to be informed* l'esclusivo contenuto del *duty of care* in un *decision-making context* (cfr. per tutti il celeberrimo caso *Smith v. Van Gorkom,* 488 A.2d 858, Del. 1985). Particolarmente espressivo di detto orientamento è il caso Monopoli (Cass. 28 aprile 1997, n. 3652, in *Società,* 1997, p. 1389), ove si precisava che: «è solo l'eventuale omissione, da parte dell'amministratore, di quelle cautele, di quelle verifiche o di quelle informazioni preventive normalmente richieste per una scelta di quel genere che può configurare la violazione dell'obbligo di adempiere con diligenza il mandato di amministrazione e può quindi generare una responsabilità contrattuale dell'amministratore verso la società. In breve: il giudizio sulla diligenza non può mai investire le scelte di gestione degli amministratori, ma tutt'al più il modo in cui esse sono state compiute» (nello stesso senso cfr. anche Cass., 23 marzo 2004, n. 5718, in *Società,* 2004, p. 1517; Trib. Milano, 10 febbraio 2000, in *Giur. comm.,* 2001, II, p. 326). Inutile ricordare in questa sede che con la novella del 2003 l'orientamento giurisprudenziale predetto è andato consolidandosi (cfr. in particolare Cass. ord. 12 marzo 2012 n. 3902; Cass. 12 agosto 2009 n. 18231, in *Danno e resp.*, 2010, p. 241; Cass. 22 aprile 2009 n. 9619, in *Soc*., 2009, p. 1481) trovando ulteriore supporto normativo anche a livello codicistico, ove sono stati nel frattempo tradotti in legge molti degli insegnamenti della giurisprudenza statunitense. La stessa legge delega per la riforma del diritto societario esigeva dal legislatore delegato l'implementazione di alcuni dei tratti salienti della *business judgment rule* come formulata alla *section* 4.01 degli *ALI's Principles of Corporate Governace:* l'art. 4, comma VIII, lett. d, l. 3 ottobre 2001, n. 366, richiedeva di «indicare i doveri di fedeltà dei componenti dell'organo amministrativo, in particolare con riferimento alle situazioni di conflitto di interesse e precisare che essi sono tenuti ad agire in modo informato». Se si guarda oggi alla disciplina di diritto societario possono riconoscersi molti degli elementi operativi della *rule*. Anzitutto, quanto alla necessità che l'amministratore non sia «*interested in the subject of the business judgment*» e al regime più rigoroso previsto dall'ordinamento statunitense per il caso di violazione del *duty of loyalty*, volto a sottoporre le decisioni degli amministratori ad un sindacato giudiziale molto più penetrante rispetto a quello ammesso sotto la protezione della *bjr,* volto ad accertarne la *fairness* sostanziale e procedurale, si può ritenere che la riforma di diritto societario realizzata dal legislatore italiano nel 2003 abbia tenuto conto di detto approccio volto a predisponendo un regime più rigoroso in caso di violazione delle

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

La gestione conservativa dovrebbe, pertanto, essere considerata come prerogativa propria solo della fase di liquidazione, come confermerebbe l'art. 2486 c.c., mentre sarebbe assolutamente da rifuggire durante la fase fisiologica della vita dell'impresa ove la discrezionalità degli amministratori apparirebbe cinta dal triangolo equilatero che incontra ai propri vertici lo scopo di lucro, la propensione al rischio e la massimizzazione del valore per gli azionisti[24]. Del resto, si è detto, sin quando «l'impresa è florida e autogenera risorse e flussi finanziari sufficienti per pagare regolarmente i propri creditori e remunerare il capitale di rischio, nessuna particolare attenzione deve essere dedicata alla sorte dei primi, per l'evidente ragione che la prosperità presente e prospettica dell'impresa non impone alcun arbitraggio nella tutela degli interessi aggregati attorno ad essa»[25]. Fin tanto che l'impresa si trova in una situazione di solidità patrimoniale e finanziaria, gli interessi dei creditori e dei soci non parrebbero potersi dire realmente in conflitto poiché, dipendendo la soddisfazione di entrambi dalla capienza del patrimonio sociale[26], sarebbero entrambi «protetti, *de facto,* dagli obblighi che gli amministratori hanno nei confronti della società e dei suoi

---

regole procedurali fissate nella nuova formulazione dell'art. 2391 c.c., con l'obiettivo del raggiungimento di una *full disclosure* e di una piena *fairness* sia sostanziale che procedurale (così LONGHINI, *I regimi di responsabilità nei sistemi di corporate governance in Italia e USA,* in *Studi di diritto privato italiano e straniero,* fondati da M. Rotondi, diretti da G. Levi, Milano, 2012, p. 64). In secondo luogo, con riguardo al «*duty to be informed with respect to the subject of the business judgment to the extent the director or officer reasonably believes to be appropriate under the circumstances*», è immediato il parallelo con il «dovere di agire informato» di cui al comma VI, art. 2381 c.c.

[24] «Gli amministratori peraltro hanno il potere/dovere di *gestire* l'impresa (art. 2380 *bis* c.c.), *non di conservare* qualcosa. Né intenti conservativi traspaiono da alcuna norma sulla disciplina degli amministratori. Nel codice il precetto di conservare è solo per gli amministratori al verificarsi di una *causa di scioglimento*» osserva LIBONATI, *Creditori sociali, op. cit.,* p. 625, che sminuisce la portata precettiva del dovere di conservazione dell'integrità patrimoniale di cui all'art. 2394, comma I, c.c. «quanto meno perché per gestire bene qualcosa bisogna anzitutto non perderla».

[25] MAZZONI, *La responsabilità gestoria, op. cit., passim*.

[26] Si ritiene, cioè, di poter rintracciare, durante della vita dell'impresa, «un assoluto allineamento degli interessi dei soci e dei creditori sociali rispetto allo svolgimento della gestione e all'obiettivo normativo della valorizzazione del patrimonio sociale», così BUTA, *Tutela dei creditori*, *op. cit.,* p. 2542; conf. SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 175. Cfr. anche CHEFFINS, *Company Law: Theory, Structure, and Operation,* Oxford, 1997, p. 79, ove rileva *«whenever a company is successful and is generating profits on a consistent basis, disagreements between its shareholders and creditors should be rare since the value of the equity will be increasing and the chances of default should be minimal»*; LIN, *Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors,* in 46 *Vand. L. Rev.,* 1993, p. 1488; KEAY, *Company Directors' Responsibilities to Creditors,* Routledge-Cavendish, Londond-New York, 2007, p. 227. Corregge il tiro BRIZZI, *Doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 19 che riconosce come una situazione di conflitto fra interessi dei soci e dei creditori sia da ritenersi costante durante la vita dell'ente societario, «riflettendo il diverso contenuto dei diritti dei rispettivi titolari».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

azionisti»[27]. In effetti, se è vero che i soci, quali *residual claimants,* conoscono una remunerazione del proprio investimento solo in ragione di ciò che residua a seguito dell'integrale soddisfacimento del ceto creditorio, gli stessi avranno interesse a che l'impresa produca ricchezza in misura superiore all'ammontare delle pretese fisse, giacché le regole organizzative delle società di capitali consentono agli stessi di beneficiare dei risultati positivi di gestione limitatamente a quel *surplus*[28].

Ne conseguirebbe, fra l'altro, che il dovere degli amministratori di tutelare l'integrità del patrimonio sociale discenderebbe di per sé, non già dal disposto dell'art. 2394 c.c., bensì da quello dell'art. 2247 c.c., giacché il perseguimento dello scopo di lucro ivi previsto quale obiettivo finale e causa concreta dell'impresa esercitata in forma societaria, esigerebbe di per sé il mantenimento dell'attivo patrimoniale al di sopra del passivo[29]. Dunque, la funzionalizzazione lucrativa dell'impresa societaria sarebbe di per sé in grado di assicurare una gestione della stessa idonea a soddisfare gli interessi di entrambe le categorie, sicché non sarebbe necessario prospettare un bilanciamento con le istanze di conservazione proprie del ceto creditorio che rischierebbero solo di annacquare la propensione al rischio degli amministratori[30].

Solo con l'emergere delle prime avvisaglie della crisi si assisterebbe ad un disallineamento fra i predetti rispettivi interessi cui farebbe da *pendant* il sostanziale mutamento negli assetti proprietari ove i portatori del capitale di prestito assurgerebbero al rango di proprietari in senso economico dell'impresa e di *residual*

---

[27] BUTA, *Tutela dei creditori, op. cit.,* p. 2542.

[28] Cfr. EASTERBROOK, FISCHEL, *The Economic Structure*, *op. cit.,* p. 68; EASTERBROOK, FISCHEL, *L'economia delle società per azioni,* (traduzione di M. Scalia, presentazione di R. Weigmann), Milano, 1996, p. 83 ss.; STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi,* in *Riv. soc.,* 2004, p. 1041 ss.; GUIZZI, *Responsabilità degli amministratori e insolvenza: spunti per una comparazione tra esperienza giuridica italiana e spagnola,* in *Riv. dir. impr.,* 2010, p. 232 ss.

[29] Così SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 174.

[30] Così BUTA, *Tutela dei creditori, op. cit.,* p. 2548; FERRI JR., *Garanzia patrimoniale e disciplina dell'impresa in crisi,* in AA.VV., *Diritto fallimentare. Manuale breve,* Milano, 2013, p. 35 ss.; ANGELICI, Diligentia quam in suis *e* business judgment rule, in *Riv. dir. comm.,* 2006, I, p. 684 ss.; MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori*, *op. cit.,* p. 27 ss.; DAVIES, *Directors' Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency,* in *EBOR,* 2006, p. 304 ss. il quale chiosa: *«In short, the argument for not imposing wide-ranging creditor-regarding duties where there is substantial shareholder equity in the company is that the company is designed as a vehicle for taking entrepreneurial risks, that the creditors have no* a priori *claim that the corporate enterprise should be low risk (unless they contract for it) and that the shareholder-regarding duties give the creditors adequate protection against excessively risky projects»*; KEAY, *Formulating a Framework for Directors' Duties to Creditors: an Entity Maximisation Approach,* in 64 *Cam. L. J.,* 2005, p. 619.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

claimants[31]. A mano a mano, cioè, che la crisi si consuma si produrrebbe una «dissociazione tra potere (riconosciuto ai soci) e rischio (che grava, invece, sui creditori)»[32], giacché i creditori, pur divenuti proprietari in senso economico dell'impresa, rimarrebbero privi, sul piano giuridico, dei poteri di controllo sulla gestione della stessa che continuerebbero a rimanere prerogativa esclusiva dei soci. Pertanto, solo al ricorrere di tali circostanze si potrebbe ammettere l'attribuzione di un maggior peso agli interessi dei creditori: quando, cioè, l'impresa veda aumentare il proprio indebitamento al di là del sostenibile o quando comunque intraveda che la prospettiva di proseguire regolarmente la propria attività sia destinata a venir meno, il peso da attribuire all'interesse del capitale proprietario dovrebbe risultare tendenzialmente recessivo rispetto all'aumentato peso dell'interesse dei creditori a non vedere pregiudicata la propria aspettativa di soddisfacimento per effetto della continuazione di un'attività che non presenta più *chances* ragionevoli di successo e di stabilità[33].

---

[31] Posto che *«they are the ones who stay last in line when it comes to the distribution the company's wealth»:* KEAY, *A Theoretical Analysis of the Director's Duty to Consider Creditor Interests: the Progressive School's Approach*, in *JCLS*, 2004, p. 313. Sul mutamento del ruolo dei creditori in caso di crisi della società cfr. anche ARMOUR, HERTIG, KANDA, *Transaction with Creditors*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017, p. 115 ss.; BACHNER, *Creditor Protection in Private Companies. Anglo-German Perspectives for a European Legal Discourse*, Cambridge, 2009, p. 180 ss.; ID., *Wrongful Trading - A New European Model for Creditor Protection?*, in 5 *EBOR*, 2004, p. 297; KEAY, *Company Directors' Responsibilities to Creditors*, London, New York, 2007, p. 77, 181 ss., 338 e ss.; ID., *Directors' Duties to Creditors: Contractarian Concerns Relating to Efficiency and Over-Protection of Creditors*, in 66 *Mod. L. Rev.*, 2003, p. 667 ss.; ID., *Wrongful trading and the liability of company directors: a theoretical perspective*, in 25 *Leg. Stud.*, 2005, p. 433; ID., *The Directors' Duty to Take into Account the Interests of Company Creditors: When Is It Triggered?,* in 25 *Melb. U. L. Rev.*, 2001, p. 317 ss.; RIBSTEIN, ALCES, *Directors' Duties in Failing Firms*, in 1 *J. Bus. & Tech. L.*, 2007, p. 529 ss.; ARMOUR, MOKAL, *Reforming the Governance of Corporate Rescue: The Enterprise Act 2002*, disponibile su www.ssrn.com, 2004, p. 12 ss.; HIRT, *The Wrongful Trading Remedy in UK Law: Classification, Application and Practical Significance*, in 1 *ECFR*, 2004, p. 82 ss.; CHEFFINS, *Company Law*, *op. cit.,* p. 76 ss.; SCHWARCZ, *Rethinking a Corporations' Obligation to Creditors*, in 17 *Cardozo L. Rew.*, 1996, p. 665 ss.; GILSON, VETSUYPENS, *Creditor Control in Financially Distressed Firms: Empirical Evidence*, in 72 *Wash. U. L. Rev.*, 1994, p. 1006. Nella letteratura italiana cfr. spec. STANGHELLINI, *Directors' Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A reassessment of the "Recapitalize or Liquidate Rule",* in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone,* a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, p. 734 ss.; ID., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza,* Bologna, 2007, p. 40 ss.; GUIZZI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.*, p. 233; MAZZONI, *Capitale sociale*, *indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *Le società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 511 ss.; DENOZZA, *Different Policies for Corporate Creditor Protection*, in 7 *EBOR*, 2006, p. 409 ss.

[32] LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 4.

[33] Così MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale,* in *Riv. dir. soc.,* 2011, p. 827; BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Da qui le riflessioni sviluppate dalla migliore dottrina per inferire dal sistema l'insorgenza di un dovere di gestire la società nel solo interesse dei creditori al concretizzarsi del pericolo di perdere la continuità aziendale[34], magari riconducendo il suo definitivo venir meno ad una causa di scioglimento della società[35] ed attivando, così, quel «potere di gestire la società, ai soli fini della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale» cui fa riferimento l'art. 2486 c.c. Per la verità, non solo il suo definitivo venir meno, ma già il pericolo di un suo futuro venir meno dovrebbe indurre un mutamento nei criteri di gestione in favore dei creditori, rintracciandosi, cioè, quella «incertezza significativa»[36] circa la persistenza della prospettiva di continuità aziendale cui fa riferimento il Documento 570 per esigere dai revisori una particolare prudenza in ordine al rilascio di un giudizio positivo circa la scelta dei criteri di redazione del bilancio[37]. Ed è proprio l'anticipazione del momento

---

insolvenza e tutela dei creditori, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 1033, nt. 17.

[34] In tale evenienza sarebbe doveroso operare «un aggiustamento di rotta nel processo dinamico di osservanza del principio di corretta gestione imprenditoriale, i cui contenuti mutano al mutare delle condizioni in cui l'impresa si trova ad operare»: MAZZONI, *La responsabilità gestoria, op. cit.,* p. 832. Fra gli altri molteplici autori che hanno identificato la perdita di continuità aziendale quale *triggering point* per il sorgere di doveri di gestione maggiormente orientati alla tutela degli interessi creditori, si ricordano BUTA, *Tutela dei creditori*, *op. cit.,* p. 2587 ss.; MIOLA, *Riflessioni, op. cit.,* p. 628; ID., *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 237 ss.

[35] E precisamente quella di cui al n. 2 dell'art. 2484 c.c., ossia per l'impossibilità di conseguire l'oggetto sociale: cfr. in tal senso RACUGNO, *Venir meno della continuità e adempimenti pubblicitari*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 223; TRONCI, *Perdita della continuità aziendale e strategie di risanamento,* in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 1282; BRIZZI, *Responsabilità gestorie*, *op. cit.,* p. 1087 ss.; STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi,* in *Riv. soc.,* 2012, p. 627; ID, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS,* Torino, 2009, p. 58 ss.; MIOLA, *Riflessioni, op. cit.*, p. 630; ID., *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive,* in *Riv. soc.,* 2012, p. 315. Con riferimento alla mancanza di mezzi finanziari, piuttosto che alla mancanza di continuità aziendale, quale causa di scioglimento per impossibilità di conseguire l'oggetto sociale cfr. SPOLIDORO, voce *Capitale sociale,* in *Enc. dir.,* Milano, 2000, p. 229 ss.; mentre, con riferimento alla manifesta insufficienza del capitale sociale per il conseguimento dell'oggetto sociale cfr. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata,* in *Trattato delle società per azioni,* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 1**, Torino, 2004, p. 71 ss. *Contra* A. ROSSI, *La* governance *dell'impresa in fase di ristrutturazione,* in *Fall.,* 2015, p. 259, il quale rileva che accedendo a tale interpretazione l'art. 182 *sexies* l. fall. sarebbe privo di utilità «se lo scioglimento della società sia già stato determinato, anche da cause diverse da quelle previste dagli artt. 2484, n. 4 e 2545 *duodecies,* c.c.»; MONTAGNANI, *Crisi dell'impresa e impossibilità dell'oggetto sociale,* in *Riv. dir. comm.,* 2013, I, p. 245 ss.; GALLETTI, *L'insorgere della crisi e il dovere essere nel diritto societario. Obblighi di comportamento degli organi sociali in caso di insolvenza*, in www.ilfallimentarista.it, 27 settembre 2012, p. 12; CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, Studio n. 237-2014/I, *In tema di impossibilità di conseguimento dell'oggetto sociale e scioglimento delle società di capitali*.

[36] Documento 570, par. 31: «Un'incertezza significativa esiste quando la portata del suo effetto potenziale è tale che, a giudizio del revisore, si rende necessaria un'informativa chiara sulla natura e sulle implicazioni di tale incertezza, affinché la presentazione del bilancio non sia fuorviante».

[37] A seconda della gravità dell'incertezza, il presupposto della continuità aziendale potrà risultare, a giudizio dei revisori, «appropriato» o «inappropriato». Nella prima eventualità l'adozione dei criteri di

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

in cui dovrebbe darsi detto mutamento nei criteri di gestione che ha indotto la dottrina a guardare a quei doveri di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale di cui al comma I dell'art. 2394 c.c. che, rimasti fino a quel momento quiescenti, sarebbero destinati a «lievitare»[38], esigendo dagli amministratori l'adozione di scelte di gestione idonee a condurre l'impresa al di fuori della crisi.

Se da un lato, infatti, la rilevanza giuridica degli interessi eterogenei aggregati intorno all'impresa non converte in obbligo ciò che rimane esercizio di una libertà costituzionalmente garantita, ossia la scelta se continuare o cessare l'esercizio dell'attività d'impresa, dall'altro lato l'opzione a monte per l'esercizio di un'attività d'impresa rende doveroso il perseguimento di una politica gestoria orientata al mantenimento della prospettiva di continuità aziendale[39].

1.3. Timing *degli obblighi di conservazione ed allineamento degli interessi di soci e creditori: necessità di precisazioni*

Il percorso argomentativo che si è sin qui voluto descrivere può apparire completamente convincente solo ove si decida di deliberatamente ignorare il dato normativo predisposto dal Legislatore del '42 e mai rinnegato né superato *in parte qua*. Non si può, infatti, trascendere dal fatto che nel definire i doveri e le connesse

---

funzionamento per la redazione del bilancio di esercizio potranno ritenersi appropriati, ma il revisore dovrà accertare che venga fornita «un'adeguata informativa» circa la portata di detta incertezza (cfr. par. 32). Nella seconda eventualità, invece, il Documento 570 ritiene che i criteri di funzionamento non siano più adatti a rappresentare fedelmente la realtà dell'impresa, con la conseguenza che i revisori saranno tenuti a rilasciare un giudizio negativo ove il bilancio sia stato comunque redatto nella prospettiva della continuità aziendale (cfr. par. 35).

[38] L'espressione è di LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit., passim.*, il quale sviluppa alcuni spunti di MAZZONI, *La responsabilità gestoria, op. cit.,* p. 836, che, tuttavia, non riferisce l'ispessimento dei doveri di protezione degli interessi dei creditori agli obblighi di cui al I comma dell'art. 2394 c.c., bensì ai principi di corretta gestione imprenditoriale *ex* art. 2497, comma I, c.c.: «l'obbligo o dovere di corretta gestione imprenditoriale - avente ad oggetto la protezione dell'interesse dei creditori a non essere pregiudicati da un esercizio o continuazione dell'esercizio di una impresa priva della prospettiva di continuità aziendale - e uno *standard* latente di valutazione del concreto esercizio del potere gestorio, la cui doverosità, cioè, può considerarsi presente in termini generalissimi fin dall'inizio dell'esercizio dell'impresa, ma che si concretizza e si ispessisce quanto più l'impresa si avvicina alla condizione che rende illegittima o abusiva la sua continuazione *tout court*».

[39] In altri termini, ciò che l'ordinamento prescrive è «non già un obbligo o dovere di esercitare l'impresa nell'interesse di altri, bensì il divieto di esercitare o continuare l'esercizio dell'impresa (fallibile) a danno di altri o a irragionevole rischio di danno per altri, posto che un esercizio dell'impresa mancante di una prospettiva di continuità aziendale è inevitabilmente destinato a tradire le aspettative di alcuni, se non di tutti gli *stakeholders*», così MAZZONI, *La responsabilità gestoria, op. cit.,* p. 834.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

responsabilità per la gestione della s.p.a. lo stesso Legislatore abbia posto, accanto alla regola di cui all'art. 2392 c.c., quella della conservazione dell'integrità del patrimonio sociale di cui all'art. 2394, comma I, c.c., che, lungi dal rilevare quale mera legittimazione dei creditori sociali all'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, rileva di per sé quale norma di *governance* della società azionaria *in bonis,* da declinarsi e combinarsi con il criterio della diligenza *ex* art. 2392 c.c. in ogni fase e stato della vita dell'impresa.

Predicare la necessità che gli amministratori propendano per una gestione attenta alle ragioni dei creditori solo all'albeggiare della crisi, all'emergere, cioè, delle prime avvisaglie di un'incertezza che vada ad affliggere la prospettiva di continuità aziendale, sebbene a qualcuno possa apparire massimamente opportuno sotto il profilo dell'efficienza economica, non si dimostra tuttavia rispettoso del dettato normativo con cui ci si deve confrontare, il quale non prospetta la doverosità di una gestione conservativa solo al verificarsi di una causa di scioglimento (cfr. art. 2486 c.c.) o di una situazione di tensione economico-finanziaria, bensì anche durante l'ordinaria vita dell'impresa[40].

Di fronte a questo incontrovertibile dato giuridico, dal «preciso significato giuspolitico»[41], l'interprete non può far altro che interrogarsi sul senso che deve essere attribuito alla regola della conservazione del patrimonio sociale nell'ambito dei criteri di gestione della s.p.a., affinché non ci si annichilisca di fronte a quella che all'apparenza potrebbe sembrare un'irriducibile contraddizione. Non si tratta di rinnegare gli insegnamenti della dottrina, non solo italiana, che hanno fatto della ricerca del profitto e della massimizzazione del valore per gli azionisti la stella polare della gestione di un'impresa sana, posto che detti insegnamenti trovano un preciso supporto normativo nell'art. 2247 c.c. che eleva il lucro, nella sua duplice dimensione oggettiva e soggettiva, ad elemento definitorio della causa del contratto di società e, dunque, ad obiettivo dell'azione di coloro che hanno ricevuto l'incarico di gestirla; solo ci si propone di rileggere gli stessi insegnamenti alla luce di una regola, quella della conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, che ci pare essere stata troppo a lungo trascurata.

Della ricostruzione anzidetta non persuade neppure la rappresentazione che si è voluto dare dell'atteggiarsi degli interessi creditori e proprietari aggregati attorno all'impresa organizzata in forma di s.p.a., la quale teorizza un sostanziale allineamento

---

[40] Così anche LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 68 e SEMINARA, *Il patrimonio, op. cit.,* capitolo III, *passim*.
[41] GUIZZI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 234.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

fra gli stessi durante la fase fisiologica della vita dell'impresa, ove questa presenti una struttura finanziaria tendenzialmente equilibrata, per poi predicarne un improvviso disallineamento non appena lo spettro della crisi si paventi all'orizzonte. Al contrario, deve riconoscersi un'ontologica conflittualità fra interessi creditori e proprietari quanto alla gestione della società valevole tanto nella fase di equilibrio che in quella di crisi, ove, semmai, in corrispondenza di detta ultima fase si assisterebbe ad un acuirsi di detto conflitto comunque di per sé ineliminabile[42].

L'interesse tipico dell'azionista – un interesse «predeterminato dalla legge» e in questo senso «oggettivo» ed «omogeneo per l'intera collettività dei soci»[43] – è, infatti, quello alla massima valorizzazione dell'investimento effettuato «allo scopo di dividerne gli utili» (cfr. art. 2247 c.c.) e, più precisamente, l'interesse alla massimizzazione della «redditività» del «valore» della partecipazione azionaria (cfr. art. 2497, comma 1, c.c.)[44]. Detto primario interesse inevitabilmente permea di sé l'interesse, in un certo senso, secondario circa la modalità di gestione dell'impresa da parte degli amministratori, e non può essere semplicisticamente identificato con quello a che l'impresa venga gestita in maniera diligente (art. 2392 c.c.), ma deve essere individuato più precisamente in quello a che la gestione dell'impresa sia indirizzata e,

---

[42] Cfr. in tal senso BRIZZI, *Doveri degli amministratori*, *op. cit.,* p. 19, secondo cui cui «una situazione di conflitto è da ritenersi costante durante la vita dell'ente societario, riflettendo il diverso contenuto dei diritti dei rispettivi titolari» e p. 173-174 ove, coerentemente, si ritiene che l'art. 2394 c.c. sia il riconoscimento della sussistenza dell'interesse dei creditori «al corretto e diligente impiego del patrimonio sociale *durante l'intero arco della vita della società*» [enfasi aggiunta]. Conf. MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 16-17; LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 67.

[43] SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori*, *op. cit.,* p. 91. Non importa, cioè, che nella realtà fattuale i soci siano portatori di interessi non coincidenti né unificabili; ciò che conta, invece, poiché è solo con essa che l'interprete si deve confrontare, è la tipizzazione normativa dell'interesse dell'investimento azionario giacché è ben possibile che il legislatore, con scelta che qualcuno ha definito «di secondo livello» (così DENOZZA, *Aggregazioni arbitrarie v. «tipi» protetti: la nozione di benessere del consumatore decostruita,* in *Giur. comm.,* 2009, I, p. 1057) definisca un interesse da assumere come comune (anche se di fatto esso non lo è) stabilendo *ex imperio* che tutti i soci si presumono, senza possibilità di prova contraria, interessati esclusivamente ad un unico obiettivo; così JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo),* in *Giur. comm.,* 2000, I, p. 795.

[44] Dunque, non solo l'interesse all'incremento della redditività dell'impresa in funzione della distribuzione degli utili o della remunerazione dell'investimento in sede di liquidazione, ma anche interesse all'accrescimento del valore di scambio della partecipazione sociale, in funzione della migliore monetizzazione dell'*exit.* Cfr. in tal senso GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli Usa,* Milano, 2007, p. 130 ss.; FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario,* in *Riv. soc.,* 2002, p. 476 ss.; JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato*, *op. cit.,* p. 798.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

dunque, pianificata[45]in funzione del conseguimento di profitti tali da remunerare ampiamente i costi di produzione, privilegiando in massimo grado l'assunzione di un rischio foriero del più alto ritorno economico[46].

La stessa aspirazione non pare, invece, ugualmente predicabile anche con riguardo al ceto creditorio, il cui primario interesse è piuttosto quello a che l'impresa restituisca integralmente il capitale prestato, ed è evidente come detto interesse plasmi anche l'interesse secondario e «strumentale»[47] circa le modalità di conduzione dell'impresa loro debitrice in un senso maggiormente conservativo, meno propenso al rischio. L'affermazione secondo cui anche i creditori avrebbero interesse alla produzione da parte dell'ente associativo di sempre nuovo valore di scambio, dunque, non deve essere sopravvalutata oltre misura, posto che, al contrario, fintanto che il patrimonio iniziale della società rimanga adeguato al soddisfacimento dei creditori agli stessi sarà indifferente che l'attività consegua profitti in eccesso rispetto all'esigenza di remunerazione dei propri fattori di produzione[48].

L'errore che ci pare affliggere le deduzioni della dottrina che ritiene possibile riconoscere un allineamento fra interessi dei soci e dei creditori in condizioni di solidità patrimoniale della società è di essersi posta in una prospettiva *ex post,* ossia in un angolo di visuale che definisce le preferenze di gestione degli *stakeholders* guardando ai risultati della gestione: affermare che anche i creditori aspirino a che la società consegua un lucro o predicare che anche i soci abbiano interesse a che il patrimonio sociale non subisca perdite, fornisce una rappresentazione della realtà d'impresa filtrata da una logica a posteriori che tradisce l'essenza prospettica della gestione d'impresa che si nutre di pianificazione. Ove, invece, ci si collochi *ex ante*

---

[45] Ritiene che la pianificazione sia un elemento implicito nella nozione giuridica di imprenditore GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza. Il diritto fallimentare tra diritto ed economia,* Bologna, 2006, p. 167 ss.

[46] È questa l'opinione prevalente e corretta in ordine alla definizione del requisito di *economicità ex* art. 2082 c.c., ossia una concezione in termini oggettivi di stimata remunerazione dei fattori della produzione mediante la determinazione dei prezzi dei beni venduti e dei servizi erogati in misura tale da consentire, in via programmatica, la copertura dei costi: così SPADA, *L'impresa*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.,* IV, Torino, 1990, p. 51; GALGANO, *Diritto commerciale. L'imprenditore,* Bologna, 1991, p. 12.

[47] LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 67.

[48] Conf. TINA, *L'esonero da responsabilità, op. cit.,* p. 171 ss.; BRIZZI, *Doveri degli amministratori, op. cit.*, p. 23 («i creditori, giacché titolari di una pretesa fissa, non dovrebbero avere alcun diretto interesse a massimizzare il patrimonio della società e, in ogni caso, la redditività ed il valore delle partecipazioni sociali»). *Contra* PORTALE, *Tra sottocapitalizzazione «nominale» e sottocapitalizzazione «materiale» nelle società di capitali,* in *Banca borsa tit. cred.*, 1986, p. 201 ss., che riconosce invece l'esistenza di un interesse del creditore a che venga assicurata «la produttività dell'azienda, dalla cui redditività dipende essenzialmente il soddisfacimento dei debiti sociali».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

nella posizione del gestore e si ponderi l'alternativa che di fronte a questo si staglia fra una scelta rischiosa, speculativa ed una scelta prudente, meno rischiosa, si comprende come solo la prima soddisfi gli interessi dei soci, mentre la seconda appaghi unicamente le aspettative dei creditori. Poiché al maggior rischio corrisponde maggiore profitto, i soci avranno interesse a che gli amministratori assumano il più elevato rischio razionalmente accettabile facendosi carico delle conseguenze negative insite in detta scommessa; al contrario, i creditori sociali avranno interesse a che gli amministratori ponderino con maggiore prudenza le scelte di gestione, commisurando la rischiosità dell'investimento alla misura dell'esposizione debitoria complessiva[49].

1.4. Il conflitto fra gli interessi dei soci e dei creditori di s.p.a. nell'ordinamento italiano: gli azzardi morali dei primi necessitano di contrappesi a tutela dei secondi

La ragioni alla base della permanente conflittualità tra soci e creditori devono essere rintracciate nella stessa struttura giuridica delle società di capitali ove il regime dell'autonomia patrimoniale perfetta, presupponendo un certo grado di esternalizzazione del rischio d'impresa[50], pone le premesse per il sorgere ed il

---

[49] Già PREITE, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi,* Milano, 1988, p. 67, aveva chiarito che mentre i soci limitatamente responsabili sono disposti «a rischiare un aggravamento delle perdite dell'ente con iniziative che abbiano probabilità di ripristinare una situazione florida, *indipendentemente* dall'*entità* di tali probabilità; diversamente i creditori hanno interesse a che tale probabilità di successo sia soppesata contro il rischio di un *incremento* delle perdite». (cfr. anche nt. 7, ove l'Autore afferma che: «la responsabilità degli amministratori, come l'assunzione da parte dei soci di vincoli alla gestione nell'interesse di terzi, si rivelano quindi come strumenti per ridurre il rischio sopportato dai creditori e perciò il costo del credito»). Alle argomentazioni di coloro che banalizzano affermando che «per gestire bene qualcosa bisogna anzitutto non perderla», basti, invece, rinviare a TINA, *L'esonero da responsabilità, op. cit.,* p. 173, nt. 236, ove obietta che «dalla prospettiva della società, gli amministratori non devono conservare per conservare, ma, se si vuole, conservare per produrre. La conservazione non è quindi fine a sé stessa né strumentale alla produzione, ma più semplicemente è una conseguenza naturale della produzione stessa».

[50] Come rilevano JENSEN, MECKLING, *Theory of the Firm*, *op. cit.,* p. 331: «*limited liability does not eliminate the basic risk, it merely shifts it*»; conf. HERTIG, KANDA, *Creditor Protection,* in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009, p. 71; EASTERBROOK, FISCHEL, *Limited Liability and the Corporation,* in 52 *U. Chi. L. Rev.,* 1985, p. 94; ID., *The Economic Structure, op. cit.,* p. 53 ss.; KEAY, *Wrongful trading*, *op. cit*., p. 457; LANDERS, *A Unified Approach to Parent, Subsidiary, and Affiliate Questions in Bankruptcy,* in 42 *U. Chi. L. Rev.,* 1975, p. 596 ss.; HALPERN, TREBILCOCK, TURNBULL, *An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law,* in 30 *U. Tor. L. J.,*1980, p. 125; BLUMBERG, *Limited Liability and Corporate Groups,* in 11 *J. Corp. Law,* 1986, p. 613; BOOTH, *Limited Liability and the Efficient Allocation of Resources,* in 89 *Nw. U. L. Rev.,* 1994-1995, p. 143; FREEDMAN, *Limited Liability: Large Company Theory and Small Firms,* in 63 *Mod. L. Rev.,* 2000, p. 329 ss.; MÜLBERT, *A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

proliferare degli azzardi morali dei soci[51]. Mentre, infatti, i soci possono beneficiare direttamente dei guadagni dell'impresa, soffrendone le perdite solo nei limiti del proprio conferimento, i creditori sociali partecipano sia ai benefici che alle perdite della società entro i termini del finanziamento concesso, con l'evidente conseguenza che «mentre il creditore ha *ab initio* prestabiliti tanto il guadagno quanto il rischio, per il socio, a fronte della responsabilità limitata, si schiude un profitto che, potenzialmente, è senza limiti»[52].

La tendenza opportunistica ad abusare del filtro della personalità giuridica viene, poi, alimentata dalla possibilità di realizzare la propria aspirazione lucrativa anche prima della messa in liquidazione della società, sebbene nei limiti del netto patrimoniale[53], in deroga alla declinazione più pura dell'*absolute priority rule* che assumerebbe la distribuibilità del netto solo al termine dell'avventura imprenditoriale una volta soddisfatte tutte le pretese creditorie.

Protection, in 7 *EBOR,* 2006, p. 367 ss.; COURIR, *Limiti alla responsabilità imprenditoriale e rischi di terzi,* Milano, 1997, p. 193; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci, op. cit.,* p. 9; BRIZZI, *Doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 11; STANGHELLINI, *Directors' Duties, op. cit.,* p. 734.

[51] Sul tema v. AGSTNER, *Gli azzardi morali dei soci nelle s.r.l. in crisi,* in *Società, banche e crisi d'impresa.* Liber Amicorum *P. Abbadessa,* diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, III, Torino, 2014, p. 2477; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci, op. cit.,* p. 14 ss.; MOZZARELLI, Business Covenants *e governo della società finanziata*, Milano, 2013, p. 8 ss.; CHEFFINS, *Company Law*, *op. cit.,* p. 79 ss.; MÜLBERT, *A Synthetic View*, *op. cit.,* p. 367 ss.; BRATTON, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process,* in *EBOR,* 2006, p. 46.

[52] MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 16, che ben spiega la ragioni alla base del potenziale dilagare degli azzardi morali dei soci: mentre, cioè, i soci – *residual claimants* – beneficiano in misura proporzionale del successo economico dell'attività sociale, di guisa che «maggiore sarà il profitto dell'impresa, più alti saranno i possibili dividendi», i creditori – *fixed claimants* – non sono favoriti dal risultato positivo della società, giacché «il [suo] margine di guadagno […] rimane sempre uguale a se stesso, anelastico rispetto al maggiore o minore utile della società». «A questa distribuzione del risultato positivo dell'impresa sociale non fa però eco un'identica ripartizione delle perdite; in tale ambito socio e creditore sono equiparati (dal punto di vista quantitativo), poiché anche il socio, grazie alla limitazione di responsabilità, può perdere, al pari del creditore, soltanto nel limite del suo investimento».

[53] «Di un radicale divieto di distribuzione anticipata può in vero parlarsi soltanto in ordine ai valori corrispondenti al c.d. passivo reale: anche il passivo reale rappresenta, a ben vedere, una regola (e dunque un vincolo) dell'attivo complessivamente considerato (e cioè di quello che, per simmetria, potrebbe definirsi come patrimonio lordo), formalmente del tutto analoga a quelle rappresentate dalle diverse poste del patrimonio netto, a partire dal capitale sociale, ed anzi, come accennato, ancora più rigorosa di quest'ultima, dal momento che la distribuzione del relativo valore risulta non già subordinata al potere di opposizione dei creditori, ma, appunto, radicalmente vietata»: FERRI JR., *Il sistema e le regole del patrimonio netto,* in RDS, 2010, p. 29, conf. ID., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale, op. cit.,* p. 766.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

La scelta normativa di ammettere la disponibilità del valore del patrimonio netto, pur certamente condivisibile sotto il profilo dell'opportunità economica[54], porta con sé un rischio insito nel carattere *provvisorio* del medesimo valore, «idoneo cioè tanto ad aumentare, quanto a ridursi, in ragione dei futuri sviluppi della iniziativa»[55]. Ciò, peraltro, non deve indurre a ritenere che la conflittualità si concentri solo con riguardo alle determinazioni in merito alle distribuzioni del netto[56] giacché è evidente che la stessa possibilità di remunerazione dell'investimento anche *durante societate* acuisce nei soci il desiderio che la misura del netto disponibile venga accresciuta il più possibile, esigendo, così, dagli amministratori l'adozione di una strategia di gestione idonea al conseguimento di detto obiettivo.

Si paventa, allora, forte il pericolo che vengano prediletti programmi d'azione che incrementino oltre misura il rischio dell'iniziativa imprenditoriale ricorrendo agli espedienti del *risk shifting*[57] e dell'*asset substitution*[58] in spregio alle ragioni del ceto

---

[54] Se, infatti, per i creditori sociali sarebbe certamente preferibile escludere in radice qualsiasi distribuzione anticipata del patrimonio netto una tale soluzione risulterebbe inappagante per il buon funzionamento dello strumento societario: si finirebbe, cioè, per ridurne drasticamente l'appetibilità giacché si limiterebbe la possibilità di monetizzare l'investimento in società solo mediante la vendita della partecipazione sociale, pregiudicando le potenzialità di guadagno futuro e sempre che vi siano acquirenti disponibili, e se ne minerebbe l'efficienza inducendo i soci a deliberare lo scioglimento anticipato della società, pur pienamente redditizia, per poter conseguire il surplus realizzato. Nel bilanciamento fra i contrapposti interessi di soci e creditori il Legislatore ha dunque ritenuto di dover far prevalere, entro certi limiti, il primo stante la necessità di incentivare il finanziamento dell'impresa societaria mediante l'apporto di capitale di rischio.

[55] «Ogni distribuzione anticipata del patrimonio netto finisce infatti per trasferire definitivamente un valore di per sé ancora provvisorio dal patrimonio sociale a quello dei singoli soci, e dunque a ridurre artificialmente la garanzia patrimoniale della società, e con essa i margini di soddisfazione delle ragioni dei creditori sociali, a vantaggio dei soci, ed indirettamente dei loro creditori personali»: FERRI JR., *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, *op. cit.,* p. 27.

[56] Ove, peraltro, si deve distinguere tra distribuzioni degli utili e restituzione anticipata del capitale sociale nominale: solo in relazione ai primi si può riconoscere una tendenzialmente piena libertà di determinazione dei soci, mentre con riguardo alla seconda la volontà degli stessi è subordinata alla mancata opposizione dei creditori sociali: cfr. FERRI JR., *Il sistema e le regole del patrimonio netto, op. cit.,* p. 29. Sul punto v. PREITE, *La destinazione dei risultati*, *op. cit.,* p. 65 ss.; STRAMPELLI, *Distribuzione ai soci, op. cit.,* p. 23.

[57] Il *risk shifting* (o *asset substitution*) si concreta nella selezione di iniziative imprenditoriali più rischiose rispetto a quelle prospettate all'atto della concessione del finanziamento senza che il tasso di interesse originariamente pattuito venga ad essere adeguato, sicché «*by promising to take the low variance project, selling bonds and then taking the high variance project he can transfer wealth from the (naive) bondholders to himself as equity holder*» (JENSEN, MECKLING, *Theory of the Firm, op. cit.,* p. 335). Sfruttando la già avvenuta erogazione del finanziamento i soci saranno maggiormente incentivati ad assumere iniziative più rischiose, forti della condivisione con i creditori, ad un prezzo scontato, del rischio del loro eventuale esito negativo (FISCHEL, *The Economics of Lender Liability,* in 99 *Yale L. Rev.,* 1989, p. 134) che gli stessi sopporteranno nei soli limiti del conferimento apportato riversando per il resto il peso dell'insuccesso sui creditori sociali.

[58] Il *claim dilution* contribuisce ad accrescere il grado del rischio di gestione incrementando il ricorso

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

creditorio che, invero, rintraccia nel netto disponibile quel cuscinetto eroso il quale si andrebbero ad intaccare le risorse destinate al rimborso del capitale prestato.

Nella prospettiva dei creditori, pertanto, sarebbe auspicabile che l'organo amministrativo ponderasse la rischiosità delle scelte di gestione in ragione dell'entità del netto, rifuggendo quelle scelte che possano, con un elevato grado di probabilità, pregiudicarne l'intero valore[59]. In altri termini, in un contesto di capienza patrimoniale, dato che i creditori non hanno alcuna possibilità di appropriarsi del risultato utile della gestione, «nel *trade off* tra assunzione del rischio d'impresa e conservazione della garanzia patrimoniale, gli stessi non potranno che razionalmente collocarsi a favore di una gestione non rischiosa e, pertanto, non speculativa»[60].

Sembra, allora, riduttivo circoscrivere l'emersione dell'opportunismo dei soci all'ingresso nella fase crepuscolare dell'attività imprenditoriale, argomentando che in tal caso, poiché non sarebbe più garantita neppure la restituzione del capitale apportato, gli stessi sarebbero indotti ad azzardare strategie altamente speculative il cui rischio di insuccesso sarebbe sopportato interamente dai creditori. Al contrario, la tendenza dei soci a favorire l'assunzione di scelte opportunistiche caratterizza di per sé

---

alla leva finanziaria. Il valore del finanziamento è, infatti, inversamente proporzionale all'ammontare del debito complessivo, nel senso che «*the greater the amount of debt of the same or higher seniority, the lower the value of the debt*» (FISCHEL, *The Economics of Lender Liability, op. cit.*, p. 134). Con l'ulteriore ricorso al capitale di debito muta la situazione finanziaria sulla base della quale debitore e creditore avevano determinato in origine il tasso di interesse: l'amento del debito incide «con funzione diretta sul tasso di rischio intrinseco del finanziamento anteriore, il quale vede una proporzionale riduzione dell'efficacia del cuscino costituito dal capitale di rischio» (MOZZARELLI, Business Covenants, *op. cit.,* p. 9) con un conseguente effetto di sottocapitalizzazione materiale della società (PORTALE, *Capitale sociale,* 2004, *op. cit.*, p. 3 ss.). Poiché il finanziatore non riceve di per sé alcuna ulteriore remunerazione per l'aumentato rischio del credito, l'operazione si traduce necessariamente in un trasferimento di ricchezza dal finanziatore ai soci dell'impresa debitrice (così testualmente BRATTON, *Bond Covenants, op. cit.,* p. 46).

[59] Condividono tale prospettiva ENRIQUES, MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capital e sociale,* in *Riv. soc.,* 2002, p. 81, secondo cui «gli azionisti delle società di capitali che ricorrono al credito hanno forti incentivi ad agire opportunisticamente, in vari modi, a danno dei creditori. Anzitutto, gli azionisti possono (ri)appropriarsi di attività della società: possono deliberare distribuzioni a sé stessi nella forma di pagamenti di dividendi, acquisti proprie e compensi o stipendi eccessivi per l'attività di amministratore o di dipendente della società. Queste distribuzioni *riducono il cuscinetto di fondi propri su cui i creditori fanno affidamento quando decidono di finanziare una società.* In secondo luogo, gli azionisti possono diluire le pretese dei creditori, indebitandosi ulteriormente, così da far concorrere con i nuovi creditori quelli preesistenti in caso di insolvenza della società. Ancora, gli azionisti possono avvantaggiarsi a danno dei creditori abbandonando progetti d'investimento aventi valore attuale netto positivo, ove gli utili derivanti da questi progetti dovessero essere usati interamente per pagare i creditori sociali. Da ultimo, ma non certo per ordine d'importanza, gli azionisti possono trasferire ricchezza dai creditori a sé stessi attuando *progetti d'investimento più rischiosi di quanto si aspettassero i creditori nel decidere se diventare tali*» (corsivo mio).

[60] A. ROSSI, *La* governance *dell'impresa in fase di ristrutturazione, op. cit.,* p. 266.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

sempre la loro partecipazione all'avventura societaria svolta in regime di autonomia patrimoniale perfetta ed in parziale deroga alla regola dell'*absolute priority*.

La sempiterna conflittualità tra finanziatori dell'impresa conosce poi nel tipo della s.p.a. come risultante dalla riforma del 2003 la possibilità di raggiungere picchi altissimi visti i correttivi apportati a più riprese dal Legislatore nel segno di una promozione del ricorso al debito obbligazionario come strumento di finanziamento dell'impresa e dell'abbandono del principio plutocratico quale presidio di *governance.* É, infatti, da più parti condivisa l'opinione che il clima di «mercatismo diffuso e di spinto neoliberismo» che ha accompagnato la riforma delle società di capitali abbia determinato un arretramento della tutela dei creditori[61], «già affidata alla rigidità imperativa della struttura delle società di capitali», per lasciare spazio «ad una più estesa diffusione di flessibili modelli societari, ad un *favor* sempre più accentuato per la separazione patrimoniale con società unipersonali ormai generalmente ammesse e patrimoni destinati nell'ambito del medesimo soggetto giuridico, ad una panoplia di strumenti finanziari per la raccolta del risparmio sul mercato»[62].

Sospinge in tale direzione anche l'indiscutibile inclinazione del nostro ordinamento giuridico a svalutare sempre di più la funzione di garanzia[63] del capitale sociale[64],

---

[61] SACCHI, *Tutela dei creditori nella s.p.a.: l'alternativa fra la conservazione di una* rule *che non è più tale e l'introduzione di uno* standard *che esiste già,* in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di giurisprudenza commerciale,* Milano, 13-14 giugno 2014, Milano,2015, p. 257.

[62] FORTUNATO, *Nota introduttiva,* in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di giurisprudenza commerciale,* Milano, 13-14 giugno 2014, Milano,2015, p. 252.

[63] Nella consapevolezza, peraltro, che detta funzione di garanzia «non è né può essere assolta – almeno nella prospettiva della garanzia patrimoniale generica (art. 2740 c.c.) – dalle attività patrimoniali che fungono da contropartita del capitale nominale, perché queste sono un *netto* rispetto alla somma algebrica tra attività e passività; sicché, se di funzione di garanzia vuol parlarsi, deve aversi consapevolezza che se ne parla non in senso giuridico ma profano: se nel patrimonio del debitore c'è un netto, le probabilità di capienza dei creditori sono, grosso modo, superiori. Giuridicamente, la garanzia è funzionalmente predicabile del capitale nominale guardando alla sua capacità di allertare tempestivamente del sovra-indebitamento in corso e di interrompere l'attività produttiva quando il sovra-indebitamento abbia ridotto otto un certo limite – arbitrariamente prefissato – il netto patrimoniale»: SPADA, *Un numero che detta regole,* in *Riv. not.,* p. 449. Conf. anche PACIELLO, *La funzione normativa del capitale sociale,* in *RDS,* 2010, p. 12 ss.

[64] Basti, a tal riguardo, considerare la natura sempre più permissiva della disciplina della formazione e conservazione del capitale che dal 2003 legittima il ricorso a procedure di valutazione dei conferimenti in natura alternative alla relazione di stima dell'esperto designato dal Tribunale (cfr. artt. 2343 –*ter* e *quater* c.c.); che non ha mai richiesto obblighi di adeguata capitalizzazione in relazione all'oggetto dell'impresa ed anzi dal 2014 ha addirittura ridotto il minimo legale per l'esercizio dell'attività d'impresa in forma di s.p.a. (cfr. art. 2327), a conferma della propensione a voler rendere detto tipo societario (nella sua forma chiusa) concorrente con quello della s.r.l. per l'organizzazione dell'attività d'impresa di rilievo familiare; che, addirittura ha rinnegato l'utilità dello stesso istituto quando si è trattato di favorire l'accesso a procedure di *turnaround* dell'impresa (cfr. art. 182-*sexies* l.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

come confermato dalla riduzione del minimo legale, dall'abrogazione del presupposto della sua esuberanza per la sua riduzione volontaria, dalla possibilità di utilizzare in via residuale le riserve da *fair value* per la coperture di perdite[65], nonché dalla sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione *ex* art. 2447 c.c. disposta dall'art. 182-*sexies* l. fall. Il significato sistemico di tali previsioni appare poi ulteriormente amplificato dall'allentamento dei vincoli all'indebitamento di tipo obbligazionario operato dapprima mediante l'innalzamento del tetto massimo (cfr. art. 2412, comma I, c.c.)[66] e poi con l'incremento inesorabile delle esenzioni al suo rispetto[67] culminate con l'introduzione della disciplina fiscale di favore per l'emissione dei c.d. *minibond*[68].

---

fall.) o l'avvio di *start-up* che hanno come obiettivo lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico (cfr. art. 26, d. l., 18 ottobre 2012, n. 179, convertito in l. 17 dicembre 2012, n. 221). La normativa da ultimo richiamata dilaziona i termini previsti dalla disciplina del diritto societario per porre rimedio alle perdite più o meno qualificate del capitale sociale, consentendo la prosecuzione dell'attività d'impresa anche in caso di perdita del capitale sociale per altri due anni: «nelle start-up innovative il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo stabilito dagli articoli 2446, comma secondo, e 2482-bis, comma quarto, del codice civile, è posticipato al secondo esercizio successivo. Nelle start-up innovative che si trovino nelle ipotesi previste dagli articoli 2447 o 2482-ter del codice civile l'assemblea convocata senza indugio dagli amministratori, in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al contemporaneo aumento del medesimo a una cifra non inferiore al minimo legale, può deliberare di rinviare tali decisioni alla chiusura dell'esercizio successivo. Fino alla chiusura di tale esercizio non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, primo comma, punto n. 4), e 2545-duodecies del codice civile. Se entro l'esercizio successivo il capitale non risulta reintegrato al di sopra del minimo legale, l'assemblea che approva il bilancio di tale esercizio deve deliberare ai sensi degli articoli 2447 o 2482-ter del codice civile».

[65] Tanto che è stato osservato in proposito come da *rule* il capitale sociale sia diventato uno *standard*, data la volatilità del *fair value,* così SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di* equity *e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi contabili internazionali,* in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive,* a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, 2007, 2, p. 1141, nt. 28. Più in generale, la stessa scelta del legislatore italiano di estendere l'adozione degli *IAS/IFRS* nel bilancio di esercizio «mette seriamente in discussione la possibilità di verificare adeguatamente la copertura del capitale sociale, dato che il *fair value* porta ad esporre valori formati (anche) da plusvalenze non realizzate e legate alle oscillazioni del mercato», in tal senso sempre SACCHI, *Tutela dei creditori nella s.p.a., op. cit.,* p. 267 ss. Con il D. Lgs. n. 38 del 2005, artt. 6 e 7, si è tentato di porre rimedio tramite la costituzione di riserve tendenzialmente indisponibili formate dai plusvalori derivanti dall'applicazione del *fair value,* su cui v. STRAMPELLI, *Le riserve da* fair value: *profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e la natura del patrimonio netto,* in *Riv. soc.,* 2006, p. 302 ss.; ID., *Distribuzioni ai soci, op. cit.,* p. 313 ss.

[66] Su cfr. *ex multis* PISANI, *Le obbligazioni,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *G. F. Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, I, Torino, 2006, p. 785; più recentemente PATRIARCA, *Art. 2410 c.c.,* in *Le società per azioni. Commentario,* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, a cura di M. Capobasso, V. Cariello, U. Tombari, I, Milano, 2016, p. 2045. Rileva SACCHI, *Tutela dei creditori nella s.p.a., op. cit.,* p. 258, che «l'innalzamento del limite per l'emissione delle obbligazioni consente agli amministratori di s.p.a. di sfruttare maggiormente la leva finanziaria nelle decisioni da assumere in ordine al rapporto fra capitale di rischio e capitale di credito raccolti

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Se certo detti correttivi rispondono all'esigenza di non soccombere al *credit crunch* incentivando il ricorso a strumenti di finanziamento alternativi al credito bancario, gli stessi sono altresì testimoni di un indiscutibile *placet* normativo per l'adozione ed il mantenimento di una struttura finanziaria decisamente squilibrata verso il debito. L'opzione normativa, evidentemente, contribuisce ancor più ad aggravare il conflitto tra finanziatori dell'impresa ampliando da un lato la platea dei *fixed claimants*, dall'altro la propensione opportunistica dei soci non più sufficientemente governata dall'ormai evanescente principio plutocratico[69]. I presidi originariamente predisposti in

---

mediante emissione di titoli di massa, con ciò, però, aumentando i rischi di non poter rimborsare le obbligazioni alla scadenza». Il tema è ripreso dallo stesso Autore in *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie,* in Aa. Vv., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders. *In ricordo di Pier Giusto Jaeger,* Milano, 2010, p. 148.

[67] La deroga da ultimo apportata dall'art. 32, comma XXVI, del d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito in l. 7 agosto 2012, n. 134, concerne l'ampliamento della platea di imprese che possono beneficiare dell'esenzione dal rispetto del limite del doppio di capitale sociale, riserva legale e riserve disponibili per l'emissione di strumenti obbligazionari, non più limitata alle sole società quotate ma estesa anche alle s.p.a. non quotate purché le obbligazioni dalle stesse emesse siano destinate alla quotazione nei mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, nonché per quelle che danno diritto di acquisire o sottoscrivere azioni (cfr. art. 2412, comma V, c.c.). Sul punto cfr. PISANI, *Il controllo dei creditori, op. cit.,* che osserva come l'obiettivo di stimolare il finanziamento delle imprese non possa essere conseguito «a costo zero, ovvero limitandosi a forgiare nuovi strumenti di raccolta o a rivedere in senso permissivo il sistema codicistico dei limiti all'emissione di obbligazioni. In mancanza di un adeguato *appeal* per il ceto finanziario, infatti, si corre il rischio che i nuovi strumenti, non diversamente da quelli già a disposizione, si trasformino in altrettanti veicoli per reperire risorse, seppur di debito, nell'ambito della ristretta cerchia dei soci o dei soggetti correlati».

[68] Tra cui si ricorda, in particolare, la disapplicazione del regime di indeducibilità dal reddito d'impresa degli interessi passivi di cui all'art. 3, comma 115, L. 1995, n. 549.

[69] Cfr. soprattutto NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentalissimo» o una regola suppletiva?,* in *ODCC,* 2016, p. 379 ss.; TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, p. 27 che ritiene che il principio della proporzione tra rischio e potere possa dirsi «nella sostanza, definitivamente tramontato»; MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, ivi, p. 30; RIMINI, *Quorum assembleari e voto multiplo in assemblea*, ivi, p. 84; SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, p. 921; POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie,* in *Giur. comm.,* 2008, I, p. 525; D'ATTORRE, *Il principio di uguaglianza tra i soci nelle società per azioni,* Milano, 2007, p. 145. Rimane, peraltro, vivissima, pur successivamente alla novella del 2003, una corrente dottrinale altrettanto autorevole che resiste al predetto sgretolamento del principio capitalistico, continuando a condividere l'opinione espressa da D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, p. 582 sotto il vigore dell'impianto codicistico previgente la riforma, che si esprimeva, con riguardo al principio *de quo,* in termini di «canone fondamentalissimo» del diritto azionario e delle società di capitali: cfr. in tal senso soprattutto BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, 2012; ID., *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e «*golden shares*» di s.p.a.,* in *Società, banche e crisi d'impresa.* Liber Amicorum *P. Abbadessa,* diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, I, Torino, 2014, p. 175; nonché in ID., *Art. 2351 co. 4*, in *La società per azioni. Codice civile e norme complementari,* a cura di U. Tombari,

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

via normativa per garantire l'esistenza di corretti incentivi alla *governance* hanno ceduto il passo alle impellenti istanze di flessibilità di cui si è fatta interprete la riforma del 2003 ammettendo la derogabilità della regola della proporzione tra conferimento e partecipazione e tra partecipazione e diritti sociali[70], abdicando all'esigenza di garantire una perfetta simmetria tra la sopportazione del rischio economico dell'investimento e la capacità di incidere sul corso della gestione d'impresa[71]. Se poi si considera che il Legislatore ha ritenuto di far venir meno anche quell'ultimo simulacro del principio plutocratico arroccato nella regola un'azione un voto, si comprende come i pericoli di abuso del filtro della personalità giuridica rischino di aumentare in misura a dir poco esponenziale[72].

V. Cariello, diretto da P. Abbadessa, G. B. Portale, Milano, 2016, p. 562; LIBERTINI, ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.,* 2015, I, p. 1 e p. 7, MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. impr.*, 2014, p. 260.

[70] L'autonomia statutaria è, infatti, ammessa a derogare alla regola di *defalut* di cui all'art. 2346, comma IV, c.c. che prevede un'assegnazione del numero di azioni proporzionale «alla parte del capitale sottoscritta e per un valore non superiore a quello del suo conferimento». Nello stesso senso, anche per la s.r.l. l'art. 2468, comma II, c.c. ammette che «se l'atto costitutivo non prevede diversamente, le partecipazioni dei soci sono determinate in misura proporzionale al conferimento». La deviazione dalla regola della proporzione fra rischio e potere può essere poi acuita con la creazione di categorie di azioni dotate di «diritti diversi» sia sotto il profilo patrimoniale che amministrativo e, dunque, con la creazione, accanto alle azioni ordinarie, di azioni a voto limitato a particolari argomenti o condizionato nel limite della metà del capitale sociale (cfr. art. 2351, comma II, c.c.), ovvero con il potenziamento del voto nel limite di tre voti ad azione (cfr. art. 2351, comma IV, c.c.). Si noti, peraltro, che una corrispondente disposizione quanto al diritto di voto non è prevista nella disciplina delle s.r.l. ove, invece, a norma dell'art. 2479, comma V, c.c. «ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni previste dal presente articolo e il suo voto vale in misura proporzionale alla sua partecipazione». Rimane ferma la possibilità di modulare variamente la correlazione tra rischio e potere tramite l'attribuzione di «particolari diritti» ai singoli soci quanto all'amministrazione della società o alla distribuzione degli utili (cfr. art. 2468, comma III, c.c.).

[71] Sui problemi che la deviazione dal principio plutocratico può determinare in termini di corretti incentivi alla *governance* cfr. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato: fra golden quota di s.r.l. e strumenti finanziari di s.p.a.*, Torino, 2012, p. 175, ripresa dallo stesso A., *Art. 2351 co. 4*, in *La società per azioni. Codice civile e norme complementari,* a cura di U. Tombari, V. Cariello, diretto da P. Abbadessa, G. B. Portale, Milano, 2016, p. 570. Si veda anche LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto,* in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 491 ss.; CARIELLO, *Azioni a voto potenziato,* «voti *plurimi senza azioni» e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 180.

[72] La natura dispositiva del principio della proporzione fra rischio e potere consente, infatti, che il depositario effettivo del potere in società sia il socio che ha conferito la parte minoritaria di *equity,* dovendo, invece, escludersi la possibilità di desumere dal sistema alcun limite che s'imponga all'autonomia contrattuale nell'articolazione degli strumenti di rafforzamento del potere di controllo (c.d. *control enhancing mechanisms).* Cfr. in tal senso NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere, op. cit.*; TOMBARI, *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, p. 27; MONTALENTI, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, ivi, p. 30; RIMINI, *Quorum assembleari e voto multiplo in assemblea*, ivi, p. 84; *Il definitivo tramonto del principio* «un'azione, *un voto»: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto,* in *Riv. not.,* 2014, p. 921; nonché, prima della

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

In un quadro normativo siffatto, favorevole ad «gestione speculativa» che sacrifichi «il valore della stabilità patrimoniale e finanziaria dell'impresa azionaria»[73], è quanto mai evidente che la formula della massimizzazione dello *shareholder value* non sia adatta a soddisfare gli appetiti del ceto creditorio poiché «per chi presta denaro la preoccupazione primaria è […] che la società non perda, e che si mantenga invece *almeno* una consistenza capace di garantire il recupero del capitale prestato oltre gli interessi»[74]. Si deve, dunque, riconoscere e ribadire vieppiù che nell'ambito dell'impresa organizzata in forma di s.p.a., e in generale di società di capitali, sussiste un conflitto endemico in seno alla classe dei finanziatori dell'impresa che vede i creditori contrapporsi tipologicamente ai soci[75] quanto agli interessi che gli stessi vantano in ordine alla gestione dell'impresa e, con essa, alla cura del patrimonio sociale[76].

---

modifica del 2014, POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie,* in *Giur. comm.,* 2008, I, p. 525; D'ATTORRE, *Il principio di uguaglianza tra i soci*, *op. cit.,* p. 145.

[73] SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie, op. cit.*, p. 148.

[74] LIBONATI, *Creditori sociali, op. cit.,* p. 626, il quale prosegue: «in un'ottica se si vuole minimalista, ai soci interessa la crescita dell'impresa verso il massimo profitto; ai creditori invece la crescita dell'impresa in misura più *conservativa,* se si vuole meno rischiosa, nella misura sufficiente a consentire anzitutto il recupero, *rectius* il pagamento del debito per capitale di credito».

[75] Conf. JAEGER, *L'interesse sociale,* Milano, 1963, p. 144 secondo cui gli «interessi dei creditori […] si trovano necessariamente in posizione di conflitto con gli interessi degli azionisti»; in termini simili ID., *L'interesse sociale,* cit., p. 800; in termini simili ID., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo),* in *Giur. comm.*, 2010, 800. Vedi altresì ANGELICI, *Interesse sociale e* business judgment rule*,* in *Riv. dir. comm.*, 2012, p. 578; ID., *La società per azioni e gli «altri», op. cit.,* p. 45 ss.; ID., *La società per azioni,* I, *Principi e problemi, op. cit.*, p. 401 ss.; ID., *Note minime sull'«interesse sociale»,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2014, p. 263. TINA, *L'esonero da responsabilità, op. cit.,* p. 173-174; MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato,* in *Riv. dir. comm.,* 2016, p. 2, che riconosce i soci e i creditori come riconducibili a «due distinte classi di finanziatori i cui interessi non solo non si presentano sempre allineati ma tendono a divergere con intensità tanto maggiore quanto più rapido sia l'acuirsi di una situazione di crisi dell'impresa».

[76] Decisamente in linea alla tesi esposta nel testo è TINA, *L'esonero da responsabilità, op. cit.,* p. 176 ss. che infatti afferma risolutamente che gli interessi dei soci e dei creditori devono considerarsi confliggenti non solo quando il patrimonio sociale è insufficiente, o prossimo all'insolvenza, ma anche «in tutti i casi in cui la singola operazione (o il complesso di operazioni decise dagli amministratori) abbia(no) tra i propri possibili esiti […] anche una riduzione del patrimonio sociale al di sotto del livello di sufficienza». Cfr. anche MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 17, che correttamente rileva che gli interessi dei creditori e dei soci, sebbene possano convivere in seno ad una società *in bonis,* «sono e rimangono strutturalmente differenti: per il creditore l'obiettivo prioritario resta la conservazione del patrimonio sociale, essendo irrilevante il conseguimento di grandi profitti; il socio può al contrario ritenere che il pericolo di perdere quanto conferito in caso di fallimento dell'operazione rischiosa […] sia bilanciato dall'elevato profitto potenzialmente insito in quest'ultima». Nella dottrina straniera concordano con questa visione CRESPI, *Rethinking Corporate Fiduciary Duties: The Inefficiency of the Shareholder Primacy Norm,* in 55 *SMU L. Rev*., 2002, p. 147; SMITH, *The Efficient Norm for Corporate Law: a Neotraditional Interpretation of Fiduciary*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

2. I criteri di gestione della società per azioni: l'ossimoro dello scopo di lucro e della conservazione dell'integrità del patrimonio

La riconosciuta divergenza ontologica fra gli interessi dei finanziatori dell'impresa ci consente, allora, di ritornare con maggiore consapevolezza sulla dibattuta questione del contenuto degli obblighi inerenti la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale e prendere posizione sulla tesi che prospetta la riducibilità degli stessi al dovere di gestire la società con la dovuta diligenza. Il presunto assorbimento dei doveri posti dall'art. 2394 c.c. in quelli contemplati dall'art. 2392 c.c. è, infatti, contraddetto dalla considerazione degli stessi interessi tutelati dalle due disposizioni che, a loro volta, rispecchiano le diverse finalità – produttiva e conservativa – cui deve tendere l'operato degli amministratori. Il generale dovere di gestire con diligenza *ex* art. 2392 c.c. non può, pertanto, essere sovrapposto a quello di gestire in funzione della conservazione del patrimonio *ex* art. 2394 c.c.: invero, «altro è gestire la società nel perseguimento dell'interesse sociale (art. 2392 c.c.), attività comunque finalizzata alla produzione di un lucro (o valore) per i soci (art. 2247 c.c.); altro è invece gestire l'impresa sociale per conservare l'integrità del patrimonio (art. 2394 c.c.)»[77].

Si deve, allora, prendere atto del fatto che con la previsione degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale il Legislatore abbia richiesto agli amministratori qualcosa di diverso dal dovere di accrescere lo stesso patrimonio a norma degli artt. 2392 e 2247 c.c., e lo abbia richiesto non solo al verificarsi di una causa di scioglimento della società[78] (ove anzi viene in rilievo l'art. 2486 c.c., dunque, una norma differente), né solo all'approssimarsi della crisi, bensì durante tutta la durata della vita dell'impresa quale ordinario criterio di gestione. Né, peraltro, ci pare che il significato di detta regola debba essere colto solo sul piano letterale che di per sé farebbe del riferimento agli obblighi di cui al comma I dell'art. 2394 c.c. un mero contenitore atto a raccogliere tutti quei doveri a contenuto specifico disseminati nelle disposizioni del Codice Civile e posti a tutela, o anche a tutela, delle ragioni dei

---

Duty, in 98 *Mich. L. Rev.*, 1999-2000, p. 224; VALSAN, YAHYA, *Shareholders, Creditors and Directors' Fiduciary duties: a Law and Finance Approach,* in 2 *Vir. L. & Bus. Rev.,* 2007, p. 13; TUNG, *Gap Filling in the Zone of Insolvency,* in 1 *J. Bus. & Tech. L.,* 2007, p. 1217; MANASCO DIONNE, *Living in the Edge: Fiduciary Duties, Business Judgment and Expensive Uncertainty in the Zone of Insolvency,* in 13 *Stan. J. L. Bus. & Fin.,* 2007, p. 219.

[77] TINA, *L'esonero da responsabilità, op. cit.,* p. 173.

[78] Come, invece, ritiene SAMBUCCI, *Art. 2394, op. cit.,* p. 434 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

creditori[79]. Si ritiene, invece, anche in virtù del richiamo che alla stessa viene fatto dall'art. 2486 c.c., che il riferimento alla conservazione del patrimonio sociale contenuto nell'art. 2394 c.c. valga di per sé stesso quale clausola generale posta sullo stesso piano dell'art. 2247 c.c., generando una costante contrapposizione dialettica fra finalità lucrativa e conservativa cui deve essere orientata la gestione sociale. Non ci pare, infatti, casuale che al momento del verificarsi di una causa di scioglimento della società lo stesso Legislatore che, sino a quel momento secondo molti si era dimostrato sordo alle istanze di tutela dei *fixed claimants,* abbia provveduto a limitare il «potere di gestire la società, ai *soli fini* della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale». Come a dire che prima del verificarsi della causa di scioglimento non vi fosse *solo* il fine della conservazione del patrimonio sociale ma anche, appunto, il fine di lucro al quale, tuttavia, si accompagnava, contrapponendovisi, quello della conservazione.

Dal nostro punto di vista, dunque, appare non più revocabile in dubbio che l'operato degli amministratori di s.p.a. sia retto da due contrapposti criteri di gestione, entrambi declinati con riguardo al medesimo termine di riferimento – il patrimonio sociale – l'uno mirante al suo incremento, l'altro alla sua conservazione, e la cui armonica *reductio ad unum* è rimessa alla valutazione discrezionale dei gerenti. Non che con la proposta interpretativa appena tratteggiata – che identifica, cioè, nell'organo amministrativo quello deputato a dirimere il conflitto fra gli interessi dei finanziatori ricercando un punto di equilibrio tra le rispettive istanze – s'intenda esprimere una qualche adesione ideologica ad una concezione istituzionalistica dell'impresa, né nella sua declinazione classica evocativa di un *Unternehmensinteresse*[80]*,* né nelle sue più

[79] Ci si riferisce, cioè, a quanto viene richiesto agli amministratori dalle disposizioni che si riferiscono alla effettiva formazione del capitale sociale, ai sensi di quanto disposto dagli artt. 2343-2343-*quater* c.c. in tema di stima di conferimenti di beni in natura e crediti, fatti eccezionali o rilevanti che incidano sulla relativa valutazione, nonché a quelle in tema di operazioni su azioni proprie; ci si riferisce alle norme relative alla prudente redazione del bilancio di esercizio ed alla distribuzione di utili effettivi (o acconti su dividendi), così come a quelle che pongono particolari cautele per la modifica della struttura finanziaria dell'impresa in conseguenza dell'emissione di obbligazioni, della riduzione volontaria del capitale sociale o della deliberazione di un'operazione di fusione, scissione o trasformazione; ci si riferisce anche alle regole di gestione che sono appositamente predisposte per il caso di perdita più o meno rilevante del capitale sociale di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c., al necessario accertamento del verificarsi di una causa di scioglimento della società, di cui al I comma dell'art. 2484 c.c., con annessi adempimenti pubblicitari *ex* art. 2485 c.c. e limiti al potere gestione *ex* art. 2486 c.c., cui si possono affiancare, oggi, tutti i doveri relativi alla gestione della crisi; ci si riferisce, infine, alle norme che richiedono specifici adempimenti pubblicitari quali, fra gli altri, quelli formulati agli artt. 2362 c.c. e 2497-*bis* c.c.

[80] Su cui cfr. JAEGER, *L'interesse sociale, op. cit.,* p. 13 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

recenti formulazioni sotto forma di *stakeholder theory*[81], fra le quali, probabilmente, il lettore potrebbe cogliere un'assonanza con la visione dell'organo amministrativo quale *«mediating hierarch»* avanzata dalla *team production theory*[82]. Il compito che qui ci si propone, per vero, è molto più modesto e neutro e si limita a voler interpretare quanto più fedelmente possibile il dato normativo domestico che, in maniera certo sibillina, richiede agli amministratori di provvedere ad una gestione che sia adatta a soddisfare e le aspirazioni lucrative dei soci e quelle conservative dei creditori sociali. Se è dubbio, cioè, che gli amministratori abbiano la facoltà di considerare oltre agli interessi dei soci anche quelli di altri *stakeholders*[83], certo è invece che il nostro ordinamento consideri i creditori sociali quali *stakeholder* qualificati le cui istanze assumono rilievo durante tutta la vita dell'impresa, condizionandone costantemente la gestione[84].

Detta prospettiva, tuttavia, è mancata sino ad oggi nelle considerazioni degli interpreti in tema di gestione della società azionaria la quali sono state per lo più rivolte ad incentivare la valorizzazione dello *shareholder value* e, con esso, una gestione speculativa massimamente rivolta all'assunzione del rischio. La discussione deve, dunque, procedere ad una più attenta considerazione di *tutti* i criteri di gestione fissati per la s.p.a., tenendo conto sia della spinta alla propensione lucrativa che a quella conservativa e rileggendo in tale ottica anche la valenza che lo *standard* di diligenza *ex* art. 2392 c.c. assume in ordine alla determinazione degli spazi di discrezionalità di cui l'organo amministrativo è depositario. Quella delle decisioni d'impresa, infatti, è un'area dell'azione amministrativa che tipicamente implica un certo margine di scelta («scelte che, bisogna aggiungere, implicano per definizione una

---

[81] Su cui cfr. FREEMAN, HARRISON, WICKS, PARMAR, DE COLLE, *Stakeholder Theory. The State of the Art,* Cambridge-New York, 2010.

[82] Teoria elaborata da BLAIR, STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law,* in 85 *Vir. L. Rev.,* 1999, p. 247; su cui cfr. anche BLAIR, *Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century,* Washington, 1995, spec. p. 235 ss.; ID., *A Contractarian Defense of Corporate Philanthropy,* in 28 *Stetson L. Rev.,* 1998, p. 27; STOUT, *The Mythical Benefits of Shareholder Control,* in 93 *Virg. L. Rev.,* 2007, p. 789. Sul punto si vedano anche SHARFMAN, TOLL, *A Team Production Approach to Corporate Law and Board Composition,* in 103 *Nw. U. L. Rev. Colloquy,* 2009, p. 380; BRUNER, *The Enduring Ambivalence of Corporate Law,* in 59 *Ala. L. Rev.,* 2008, p. 1401; BAINBRIDGE, *The New Corporate Governance in Theory and Practice,* Oxford, 2008, p. 60 ss.; LEE, *Efficiency and Ethics in the Debate About Shareholder Primacy,* in 31 *Del. J. Corp. L.,* 2006, p. 533, spec. p. 539 ss.

[83] Sul dibattito che circonda l'argomento sia consentito rinviare a AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders, in ricordo di Pied Giusto Jaeger.* Atti del convegno Milano, 9 ottobre 2009*,* Milano, 2010.

[84] Sembra aprire alla possibilità di configurare obblighi fiduciari anche nei confronti dei creditori DENOZZA, *L'interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»,* in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger, Atti del convegno Milano, 9 ottobre 2009,* Milano, 2010, p. 41.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

selezione di interessi»[85]), non preesistendo norme giuridiche che delineino precisamente il comportamento che gli amministratori devono adottare per mettersi al riparo dalla responsabilità.

2.1. Lo scopo di lucro, la propensione al rischio e la business judgment rule

Il criterio seguito trasversalmente dagli interpreti nella declinazione del canone della diligenza, che di per sé solo si limita a definire il *quomodo* dell'azione degli amministratori, tacendo invece quanto ai doveri sugli stessi gravanti in concreto e allo scopo verso cui la gestione deve essere indirizzata[86], può essere riassunto nella formula dello *shareholder value.* Senza voler ripercorrere il dibattito che da sempre avvolge quella formula, e che del resto devierebbe non poco il percorso che qui dobbiamo intraprendere, ci basti rinviare all'incredibilmente sempre attuale *dictum* di *Dodge v. Ford Motor Co*.[87] che, dal 1919, ci ricorda che *«a business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders»*[88].

Non senza un certo margine di approssimazione, si può ritenere che la stessa teorica ha potuto filtrare anche nel nostro ordinamento attraverso la lettera dell'art. 2247 c.c. la quale, nel fissare la definizione del contratto di società, identifica in maniera irrevocabile lo scopo dell'investimento societario nel lucro soggettivo che, lungi dal poter essere relegato a semplice motivo dell'atto costitutivo liberamente disponibile da parte dei soci[89], integra la stessa causa del contratto di società[90].

---

[85] Il rilievo è di ANGELICI, *La società per azioni,* I, *Principi e problemi, op. cit.,* p. 407.

[86] WEIGMANN, *Responsabilità, op. cit.,* p. 122; conf. FRÈ, *Società per azioni, op. cit.,* p. 475.

[87] *Dodge v. Ford Motor Co*., 204 Mich. 459, 170 N.W. 668. (Mich. 1919).

[88] La motivazione della sentenza prosegue: «*The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the non-distribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes*». Cfr. *ex multis* HENDERSON, *Everything Old in New Again: Lessons from Dodge v. Ford Motor Company,* in *Corporate Law Stories,* ed. by. J. M. Ramseyer, New York, 2009, p. 37 ss.; BAINBRIDGE, *In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green,* in 50 *Wash. & Lee L. Rev.,* 1993, p. 1423; STOUT, *Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford,* in 3 *Vir. L. & Bus. Rev.,* 2008, p 164 ss.

[89] FALZEA, *Brevi note sui caratteri differenziali fra società e associazione*, in *Giur. compl. Cass. civ*., 1947, III, p. 991 ss.; VERRUCOLI, *La società cooperativa*, Milano, 1958, p. 140 s.; GIORDANO, *Impresa sociale e scopo di lucro*, in *Studi in onore di Betti*, Milano, 1962, V, p. 175 ss.

[90] OPPO, *L'essenza della società cooperativa*, in *Riv. dir. civ*., 1959, I, p. 385; RAGUSA MAGGIORE, *La causa del contratto di società. La causa del contratto in generale*, in *Dir. fall*., 1959, I, p. 111; FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, p. 393 ss.; MARASÀ, *Le «società» senza scopo di lucro*, Milano, 1984, p. 87 ss.; ABBADESSA, *Le disposizioni generali sulle società*, in *Trattato*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Declinando detto presupposto nella prospettiva della società azionaria, si può anche ritenere che il Legislatore abbia fissato in quella norma i contorni di ciò che Autorevole dottrina ha definito «*fictional shareholder*»[91], legittimando l'interprete che adotti il punto di vista degli amministratori, a prescindere dalla considerazione dei conflitti che animano lo stesso ceto azionario a perseguire l'interesse considerato comune a tutti i soci[92]. Il fatto che molteplici possano essere i motivi che inducono un soggetto ad investire in un'impresa azionaria e che detti plurimi interessi possano a loro volta generare conflitti all'interno della classe dei soci, non esclude, infatti, la possibilità che il Legislatore definisca a monte «un interesse da assumere come comune anche se di fatto esso non lo è»[93] e stabilisca che tutti i soci si presumano, senza possibilità di prova contraria, interessati esclusivamente a quell'unico obiettivo[94].

---

di diritto privato, diretto da P. Rescigno, XVI, Torino, 1985, p. 26; PREITE, *La destinazione dei risultati*, *op. cit.,* p. 193 ss.

[91] ANGELICI, *La società per azioni,* I*, Principi e problemi, op. cit.* Vedi anche ID., *Su mercato finanziario, op. cit.*, p. 1 ss.; ove emerge bene il profilo della «spersonalizzazione» dell'interesse dell'azionista, essendo lo stesso ridotto al solo interesse finanziario al valore delle azioni. ID., *La società per azioni e gli "altri",* in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders. *In ricordo di Pier Giusto Jaeger,* Milano, 2010, p. 53 ss.

[92] Cfr. DENOZZA, *L'interesse sociale, op. cit.,* p. 10.

[93] Operando, quella che DENOZZA, *Aggregazioni arbitrarie*, *op. cit.,* p. 1057, definisce una scelta di «secondo livello». Invero, «rilevante è […] il fatto che riceve un predicato giuridico; irrilevante il fatto, che non riceve un predicato giuridico: cioè che non si palesa omogeneo con il contenuto di una descrizione normativa» (IRTI, *Rilevanza giuridica,* in *Nov.mo Dig. It.,* XV, Torino, 1976, p. 1110; si veda altresì p. 1095 ss. ove si precisa che: «la rilevanza esprime un profilo *parziale* e *relativo* del fatto: parziale, poiché non coglie l'accaduto nella pienezza delle sue determinazioni; relativo, poiché dipende dal criterio assunto, e cangia col cangiare di questo»). È così che gli interessi degli azionisti, che nella loro realtà effettuale possono dirsi quanto mai diversificati, assumono rilevanza giuridica nella disciplina organizzativa della società per azioni esclusivamente nella loro connotazione spersonalizzata di interesse finanziario all'accrescimento del «*valore ideale*» dell'azione; cfr. in tal senso ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri», op. cit.,* p. 54-55, il quale rammenta che la formula dello *shareholder value,* «sembra volta alla ricerca di una formula oggettiva, senza richiedere, per la sua definizione, l'accertamento di un effettivo interesse dei soggetti (senza neppure richiedere, anzi, l'individuazione dei suoi titolari, un *interesse senza soggetto,* e un interesse a contenuto patrimoniale senza un patrimonio cui riferirlo)», facendo così della società per azioni una «vicenda di estrema di *spersonalizzazione* dell'attività» in cui si concreta quella forma di organizzazione dell'impresa che, in una prospettiva marxista, veniva denunciata come forma di estrema alienazione capitalistica, quella del capitale rispetto allo stesso capitalista, e che appare peraltro espressamente evocata dalla legge delega della nostra riforma di diritto societario ove domina l'assoluta centralità dell'azione rispetto alla persona dei soci. Conf. ID., *Su mercato finanziario, op. cit.*, p. 12.; SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 91 che parla dell'interesse dell'azionista come di un interesse «*predeterminato* dalla legge» e in questo senso «*oggettivo*» ed «*omogeneo* per l'intera collettività dei soci».

[94] Così JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato*, *op. cit.,* p. 795. L'individuazione del minimo comun denominatore dell'investimento societario nel lucro soggettivo o, se si preferisce, nello *shareholder value,* non esclude, tuttavia, l'eventualità che il pluralismo degli interessi dei soci possa emergere

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Non deve, infatti, dimenticarsi che la s.p.a. deve essere riguardata come un modello organizzativo in grado di dare al meglio attuazione «alla finalità di raccogliere e destinare capitali di rischio e di debito all'esercizio di attività d'impresa, sulla base di efficienti regole di *governance,* al fine di realizzare lo scopo lucrativo del o dei soggetti che conferiscono le risorse economiche e che partecipano ai risultati dell'attività dell'impresa sociale»[95]. Anzi, nella prospettiva dei gerenti, che al momento abbiamo lasciato con la sola clausola della diligenza da riempire in qualche modo di contenuto, è quanto mai opportuno aggregare gli interessi compositi dei soci in un'unica direzione di modo che la stessa possa efficacemente orientare la loro azione nell'esercizio della discrezionalità.

La realizzazione di detta aspirazione lucrativa dei consociati esige dall'*agent* la pianificazione dell'attività d'impresa in funzione del conseguimento del c.d. lucro oggettivo, sì che «non si può disconoscere che il fine cui devon tendere gli amministratori, conformemente allo scopo lucrativo che si propongono i soci, è la massimizzazione del profitto»[96]. Sul punto è bene intendersi: l'impresa, già per l'economicità di gestione che deve caratterizzarla, è produttiva di ricchezza, essendo diretta a soddisfare una domanda di beni e servizi con contestuale remunerazione dei fattori della produzione[97]. Senonché, la funzionalizzazione dell'attività della società alla produzione di un utile da dividere fra i soci a loro piacimento impone ai gestori una sua programmazione mirata all'emersione di un avanzo di gestione che non si limiti alla sola copertura dei costi attesi; il che è a dire che «la loro *mission* non consiste nella organizzazione e gestione di un'attività d'impresa purché sia, ma nello

---

anche in forma dialettica in altre opportune sedi. Se, infatti, l'ordinamento imponesse come doverosa una determinata finalità d'investimento, di modo che il socio fosse vincolato al perseguimento di interessi che non gli sono propri, ne risulterebbe un disincentivo alla raccolta di mezzi finanziari che è l'elemento fondante della società azionaria. La sede elettiva per la composizione degli interessi azionari in conflitto è, certamente, quella assembleare che, nella società azionaria, rappresenta il luogo in cui tipicamente si esprime il «potere» dei soci ed il luogo ove deve essere composto, tramite il principio maggioritario, il conflitto fra gli interessi dei soci. Sul punto cfr. per tutti PREITE, *L'"abuso" della regola della maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni,* Milano, 1992.

[95] NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere*, *op. cit.,* p. 411.

[96] WEIGMANN, *Responsabilità, op. cit.,* p. 123.

[97] È questa l'opinione ormai dominante che considera il requisito dell'economicità cui fa riferimento l'art. 2082 c.c. come riferito ad un'attività oggettivamente programmata alla copertura dei costi con i ricavi, assicurando l'autosufficienza finanziaria della stessa, così SPADA, *L'impresa,* in *Dig. disc., priv. sez. comm., op. cit.*, p. 32 ss.; GALGANO, *Diritto commerciale. L'imprenditore, op. cit.*, p. 12; OPPO, *Note preliminari sulla commercialità dell'impresa*, in *Riv. dir. civ.,* 1967, I, p. 567; ID., *Realtà giuridica globale dell'impresa nell'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. civ.,* 1976, I, p. 595; RIVOLTA, *La teoria giuridica dell'impresa e gli studi di Giorgio Oppo*, in *Riv. dir. civ.,* 1987, I, p. 210; LOFFREDO, *Economicità e impresa,* Torino, 1999, p. 73 ss.; BUONOCORE, *L'impresa,* in *Trattato di diritto commerciale,* diretto da V. Buonocore, Torino, 2002, p. 61 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

svolgimento di un'attività che programmaticamente sia indirizzata al conseguimento di un lucro oggettivo»[98].

Il termine di riferimento che qui rileva, sebbene rimanga implicito nell'art. 2247 c.c. ma possa agevolmente desumersi dal sistema normativo preposto all'emersione degli utili di esercizio, è il patrimonio sociale di cui si auspica il massimo incremento. Detto incremento passa a sua volta attraverso le nozioni di innovazione, speculazione e propensione al rischio che, sebbene dal sapore metagiuridico, animano da sempre la discussione sul merito gestiorio, il *duty of care* e la *business judgment rule.* Alla base di quest'ultima sta, infatti, l'esigenza di realizzare un congruo bilanciamento tra *authority* ed *accountability,* nella consapevolezza che un regime di responsabilità eccessivamente rigoroso potrebbe produrre il risultato perverso di ridurre la propensione al rischio degli amministratori in un'attività che per definizione richiede l'assunzione di rischi[99].

---

[98] Cfr. A. ROSSI, *Il valore dell'organizzazione*, *op. cit.,* p. 141.

[99] Molteplici sono le ragioni riconosciute quali giustificazioni della *business judgment rule* e fra queste, assume particolare rilievo, ai fini che qui interessano, quella incentrata sulla necessità di sempre rinsaldare la propensione al rischio degli amministratori. Poiché le decisioni rischiose permettono il conseguimento di un maggiore profitto rispetto a quelle meno rischiose, è nell'interesse degli azionisti che gli amministratori non siano avversi al rischio ed intraprendano scelte di gestione innovative; invero, *«risk is at the heart of* […] *any business»* (*Wilson v. Tully, 243 A.D.2d* 229, 676 N.Y.S.2d 531, 1st Dep't 1998). Si veda, infatti, ARSALIDOU, *The Impact of Modern Influences in the Traditional Duties of Care, Skill and Diligence of Company Directors,* The Hague-London-Boston, 2001, che considera inadeguato il confronto con lo schema del *trust* che suppone una gestione conservativa del patrimonio nell'interesse del *beneficiary.* Il «*duty of care, skill and diligence»* come lo riqualifica oggi il *Companies Act* 2006, sebbene oggi sia riconosciuto come *common law duty,* nasce tradizionalmente come *equitable duty*, dunque creato e sviluppato dalle corti di *equity* in analogia ai principi della *law of trust,* e di tale sua origine la riflessione dottrinale continua ad essere memore. Accanto a tale ragione, un'ulteriore giustificazione a sostegno della *rule* viene identificata nell'esigenza di prevenire i pericoli insiti in quello che gli studiosi di psicologia comportamentale chiamano *hindsight bias,* ossia il rischio che il privilegio della prospettiva del senno di poi possa influenzare la valutazione dei comportamenti posti in essere prima del verificarsi delle conseguenze dannose. *«In hindsight, people constantly exaggerate what could have been anticipated in foresight. They not only view what was happened as having been inevitable, but also view it as having appeared 'relatively inevitable' before it happened. People believe that others should have been able to anticipate events much better that was actually the case. They even misremember their own predictions so as to exaggerate in hindsight what they knew in foresight»* (KAHNEMAN, SLOVIC, FISCHHOFF, *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases,* New York, 1982). Al rischio così descritto non vanno esenti neanche i giudici che, per definizione, sono chiamati a giudicare in un momento successivo al verificarsi di un evento dannoso. La *business judgment rule,* dunque, vuole offrire agli amministratori protezione da inique imposizioni di responsabilità derivanti da un sindacato giudiziale incline a sovrastimare la probabilità e la prevedibilità dei risultati stessi al momento dell'adozione della decisione (cfr. ALLEN, JACOBS, STRINE JR, *Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of Van Gorkom and its Progeny as a Standard of Review Problem,* in 96 *Nw. U. L. Rev*., 2002, p. 449). Ancora, la *rule* avrebbe il merito di incentivare l'assunzione della carica di amministratore di società da parte di *«competent individuals*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Che la *business judgment rule,* così come concepita ed applicata nell'ordinamento statunitense[100], possa ritenersi accolta anche nel nostro ordinamento è forse lecito dubitare[101]; che le istanze alla base della stessa siano state, invece, condivise ed abbiano indotto la giurisprudenza italiana a rimodulare il proprio sindacato nei casi di *mala gestio,* è un dato sin troppo evidente da dover essere dimostrato. È stato ripetuto a sufficienza che la responsabilità degli amministratori non può essere affermata per il solo fatto che una certa scelta di gestione si sia tradotta in danno per la società[102], posto che l'alea che circonda le scelte di gestione non può comportare un'indebita traslazione del rischio imprenditoriale a carico dei gestori. Detta circostanza di per sé esclude la legittimità di un sindacato giudiziale intrusivo nel merito della scelta di

---

[…] *who otherwise might decline for fear of personal liability»* (*Air Lines Pilots Ass'n v. UAL Corp.,* 717 F. Supp. 575, 582, N.D. Ill. 1989). Come molte corti hanno osservato, *«more searching judicial review of corporate decisions* […] *makes people reluctant to serve as directors»* (*Dynamics Corp. of Am. V. CTS Corp.,* 794 F.2d 250, 256, 7th Cir. 1986), quando non *«would effectively destroy the corporate system in this country, for no individuals would serve as officers»* (così *Wash. Bancorp. V. Said,* 812 F. Supp. 1256, 1268, D.D.C. 1993). Infine, altra giustificazione ai limiti al sindacato giudiziale posti dalla *rule,* attiene alla mancanza di *expertise* dei giudici nella gestione d'impresa. I giudici non dispongono di sufficienti conoscenze per sostituire la propria valutazione a quella degli amministratori: essi sono, per usare le parole delle corti statunitensi, *«ill-equipped», «ill-fitted»* e *«neither trained nor competent»* per formulare giudizi sulla strategia imprenditoriale. Le loro cognizioni, il loro ambito mentale, la loro preparazione professionale sono di un genere affatto diverso. Non varrebbe nemmeno puntare sulla collaborazione di consulenti tecnici, visto che graverebbe pur sempre sui giudici la responsabilità della decisione, sicché certo non si potrebbe chiedere loro di ratificare i suggerimenti dei consulenti quando non potessero valutarne la bontà (BARTON, BLOCK, RADIN, *The Business Judgment Rule. Fiduciary Duties of Corporate Governance Directors,* I, New York, 2009, p. 35; BALOTTI, HANKS JR., *Rejudging the Business Judgment Rule,* in 48 *Bus. Law*., 1993, p. 1342. In giurisprudenza cfr. *In re Caremark Inc. Derivative Litigation,* 698 A.2d 959, 967, Del. Ch. 1996; *Brehm v. Eisner,* 746 A.2d 244, 263, Del. 2000). Si può, tuttavia, obiettare che le corti sono spesso chiamate a pronunciarsi in merito ad ambiti di cui non abbiano alcuna conoscenza (*«construction, ecology, accounting»*). Da qui la considerazione secondo cui ciò che effettivamente giustifica i limiti al sindacato giudiziale non sia tanto l'incompetenza del giudice nelle scienze aziendalistiche, quanto piuttosto la natura dell'attività di amministrazione. Gli amministratori, a differenza degli altri professionisti, non possono fare affidamento su pratiche di condotta o protocolli comportamentali comunemente condivisi dagli operatori del settore tali da poter condurre ad un certo risultato in termini di certezza.

[100] Su cui cfr. *ex multis* GHEZZI, *I «doveri fiduciari» degli amministratori nei «Principles of Corporate Givernance»*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 465; EISENBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano,* in *Giur. comm.,* 1992, I, p. 617; BARTON, BLOCK, RADIN, *The Business Judgment Rule, op. cit.*

[101] Cfr. ANGELICI, Diligentia quam in suis*, op. cit.,* p. 675 che ha riconosciuto alcuni degli elementi essenziali della *rule* nel sistema codicistico riformato individuando, in particolare, il requisito dell'assenza di un interesse personale nell'oggetto della decisione nell'ambito del novellato art. 2391 c.c. – il quale, peraltro, prevederebbe un regime più rigoroso in caso di violazione del *duty of loyalty* – e il requisito dell'informazione preventiva nell'ambito dell'art. 2381 c.c.

[102] Ai risultati negativi gestione potrà semmai attribuirsi una valenza presuntiva della negligenza come ritiene BONELLI, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 66.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

gestione compiuta dall'organo amministrativo che certo non può ritenersi gravato da un'obbligazione di risultato né della qualifica di garante del buon esito della gestione.

Ciò che invece è consentito al giudicante è un vaglio dell'*iter* procedimentale che ha condotto all'assunzione della relativa decisione[103], verificando il rispetto di quel *modus operandi* tipizzato dall'art. 2381 c.c., necessario per l'esatto adempimento dell'obbligazione gestoria conformemente al canone di diligenza *ex* art. 2392 c.c., il quale esige il rispetto di precisi protocolli organizzativi ed informativi[104], riflesso a loro volta della regola sistemica dell'agire in modo informato[105].

---

[103] Per le sentenze più recenti vedi Cass. ord. 12 marzo 2012 n. 3902, per cui «non le scelte imprenditoriali, bensì il difetto di un elementare criterio di diligente cautela in ordine alle relative modalità attuative è ciò che agli amministratori è stato contestato»; Cass. 12 agosto 2009, n. 18231, per cui «Se è vero, come costantemente affermato dalla giurisprudenza di questa Corte, che non sono sottoposte a sindacato di merito le scelte gestionali discrezionali, anche se presentino profili di alea economica superiori alla norma, resta invece valutabile la diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente – se necessario, con adeguata istruttori – i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere, così da non esporre l'impresa a perdite, altrimenti prevenibili»; Cass. 22 aprile 2009 n. 9619, per cui «questa Corte ha affermato che, se all'amministratore di una società non può essere imputato a titolo di responsabilità ex art. 2392 cod. civ., di aver compiuto scelte inopportune dal punto di vista economico, atteso che una tale valutazione attiene alla discrezionalità imprenditoriale e non può pertanto rilevare come fonte di responsabilità contrattuale eni confronti della società, rimane sindacabile la diligenza dell'amministratore nell'adempimento del proprio mandato e quindi l'omissione delle cautele e verifiche che il dovere di diligenza impone».

[104] Su cui cfr. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali,* Milano, 2005; ID., *L'obbligo di corretta amministrazione e gli assetti adeguati,* in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009,* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2009, p. 549 ss.; ABRIANI, *Assetti proprietari, op. cit.*, p. 543 ss., che ritiene che la *business judgment rule* trovi applicazione allorquando gli amministratori abbiano assolto ai loro obblighi di predisposizione e mantenimento dei protocolli organizzativo e informativo di cui all'art. 2381 c.c. Secondo BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile,* in *Giur. comm.,* 2006, I, p. 28 ss., la predisposizione e il mantenimento di un adeguato assetto strutturale sarà d'ora innanzi la base per l'assunzione di decisioni meditate e consapevoli e, al contempo, il metro per il giudizio di responsabilità civile degli amministratori. Particolarmente efficace, poi, è l'immagine evocata da MARCHETTI, *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.,* in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario* a cura di G. Cian, Atti del Convegno di studi (Padova-Abano Terme, 5-7 giugno 2003), Padova, 2004, p. 469 ss., secondo cui l'art. 2381 c.c. fa emergere quel che può essere definito come un «copione», uno schema delle riunioni consiliari fondato su una precisa e continua giustapposizione e su un'interazione delle parti articolata nel ruolo di chi espone ed informa e di chi informazioni riceve e richiede sia su aspetti generali della gestione, sia su specifiche questioni.

[105] In favore della tesi secondo cui il dovere di agire in modo informato varrebbe a specificare il canone della diligenza: ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nelle società per azioni,* Padova, 2010, p. 118 ss., spec. p. 123 ove l'Autrice rileva: «la prescrizione di agire in modo informato si pone, nel contesto dell'art. 2381 c.c., come regola di chiusura che esprime il *modo* di adempimento dell'incarico gestorio. Se, infatti, le funzioni esplicitate dai commi 3 e 5 (cura degli assetti organizzativi, elaborazione dei piani, realizzazione di un sistema procedimentalizzato di flussi informativi, periodiche verifiche e valutazioni di assetti, attività e operazioni) si presentano come veri e propri obblighi nei quali si articola la gestione imprenditoriale, così concorrendo a determinarne o specificarne il contenuto, l'agire in modo informato di cui all'ultimo comma sembra invece enunciato

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Rispetto alla *rule* statunitense, che si pone in quell'ordinamento come *standard of review* del *duty of care* nel *decision-making context*[106], rimane nel nostro ordinamento un principio ben più modesto[107] che si limita a riconoscere l'insindacabilità da parte del giudicante del merito delle scelte di gestione[108]. Poiché le soluzioni attraverso cui conseguire la massimizzazione del profitto non sono riducibili ad un'unica soluzione ottimale, quasi una sorta *"one best way"* di stampo tayloriano, deve riconoscersi di necessità un certo margine di discrezionalità in capo all'organo amministrativo nella scelta di quella che, fra le alternative a disposizione, appaia idonea *ex ante* a conseguire l'obiettivo.

Certo, non sono mancate osservazioni critiche in argomento paventando da un lato

---

come regola o criterio generale di *condotta* del buon amministratore: tale, cioè, da permeare di sé – in linea di principio – *tutta* l'attività gestoria (considerata sia nella sua fase operativa, che in quella meramente valutativa), non questo o quel momento della stessa. In altri termini, – e ferma restando la necessità […] di individuare differenti modelli di condotta – il canone dell'agire in modo informato […] assurge a paradigma generale di comportamento del buon amministratore»; Conf. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Torino, 2006*,* p. 837; ID., *Art. 2381 c.c.,* in *Il nuovo diritto societario,* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, I, Bologna, 2004, p. 678; AMBROSINI, *L'amministrazione e i controlli nella società per azioni,* in *Giur. comm.,* 2003, I, p. 312; FERRI JR, *L'amministrazione delegata nella riforma,* in *Riv. dir. comm.,* 2003, I, p. 632; VASSALLI, *Commento all'art. 2392,* in *Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, p. 676 ss.; ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005, p. 299 ss.

[106] Esclude che una prospettiva analoga a quella statunitense, che ammette la possibilità di una relazione asimmetrica tra *standards of conduct* e *standards of review,* possa tradursi armonicamente nel nostro ordinamento incentrato sulla coincidenza fra dimensione giudiziale e sostanziale dei diritti DELLACASA, *Dalla diligenza alla perizia come parametri per sindacare l'attività di gestione degli amministratori,* in *Contr. e impr.*, 1999, p. 214 ss.

[107] Il termine evoca JOHNSON, *The Modest Business Judgment Rule,* in 55 *Bus. Law*., 1999-2000, p. 625.

[108] Il divieto del sindacato giudiziale nel merito delle decisioni imprenditoriali costituisce la *business judgment rule* nella sua concezione originaria e più pura, quella che emerge dal caso inglese *Charitable Corp. v. Sutton,* 2 Atk. 400, 404, (1972) cui si riconduce l'origine della *rule,* ove per la prima volta si riconobbe l'esigenza di una «*judicial reluctance to second guess decisions by directors».* JOHNSON, *op. ult. cit.*, p. 631 ss., denuncia lo snaturamento della *rule* operato dalle corti del Delaware a partire dal caso *Aronson v Lewis* (473 A.2d 805, Del. 1984) e più gravemente nel caso *Cede* (Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345, Del. 1993, modificato 636 A.2d 956, Del. 1994; Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc., 663 A.2d 1156, Del. 1995), cui si deve l'introduzione dell'*entire fairness test* nella già complessa architettura della *rule,* e sostiene la necessità di rivivificare la natura originaria di semplice «*policy of judicial non review»*. HINSEY, *Business Judgment and the American Law Institute's Corporate Governance Project: the Rule, the Doctrine, and the Reality,* in 52 *Georg. Wash. L. Rew.*, 1984, p. 609, ha ritenuto che il divieto di sindacato giudiziale fosse espressione non propriamente della *business judgment rule* ma della «*business judgment doctrine*». Comunque la si voglia qualificare, rimane il fatto che il divieto del sindacato giudiziale nel merito gestorio costituisce solo la base, certo fondante, su cui poggia quella ben più articolata struttura in cui si concreta oggi la *business judgment rule.*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

i pericoli che i limiti al sindacato giudiziale sugli atti di gestione rischiano di tradurre sul piano del diritto applicato, creando di fatto un vuoto di tutela in un campo di primaria importanza qual è quello della gestione imprenditoriale[109], dall'altro, le conseguenze aberranti cui potrebbe portare un'applicazione estrema di detto *judicial restraint*, giacché l'avere assunto tutte le informazioni del caso opererebbe come scriminante a favore dell'amministratore lasciandolo comunque libero di adottare, una volta informato, scelte gestionali non razionalmente inerenti alle informazioni raccolte[110]. Da qui, l'esigenza di ripensare il precetto dell'insindacabilità delle scelte di gestione alla luce del canone della ragionevolezza[111], che lungi dal configurarsi come un controllo di merito, mira unicamente a verificare la consequenzialità logica tra le premesse istruttorie e la decisione finale[112].

Fermo quanto sin qui rilevato, rimane il fatto che lo scopo di lucro ha fino ad oggi costituito la sola pietra di paragone per valutare le scelte del *board* nel solco di una tradizione che ha fatto della massimizzazione dello *shareholder value* l'altare sul quale sacrificare tutte le esternalità negative del rischio d'impresa. Nel perseguimento di detto obiettivo appaiono, così, pienamente lecite ed anzi apprezzabili quelle scelte di gestione dalla forte connotazione *speculativa* le quali siano anche potenzialmente in grado di pregiudicare la capienza patrimoniale della società: fin tanto che le stesse non si collochino al di fuori del perimetro della razionalità (o ragionevolezza?) e siano sorrette da opportune basi istruttorie, dovranno ritenersi perfettamente legittime. Non appare necessario, cioè, che nell'esercizio della discrezionalità gestoria vi sia spazio per la ponderazione del rischio assunto in ragione dell'esposizione debitoria complessiva della società, tale per cui il livello del primo debba essere adeguato

---

[109] Così WEIGMANN, *Responsabilità, op. cit.,* p. 192.

[110] Il rilievo è di A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori verso la società per azioni,* in *La responsabilità di amministratori, sindaci e revisori contabili* a cura di S. Ambrosini, Milano, 2007, p. 14.

[111] L'emersione e la diffusione di tale criterio nel nostro ordinamento è relativamente recente ed è stata sollecitata anche dall'influenza della cultura giuridica anglosassone dove lo *standard* della *reasonabless* e del *reasonable man* (o *person*) ha costituito, fin dai primordi, uno dei più solidi pilastri del *common law* con riguardo sia ai rapporti interprivati sia ai rapporti tra privati e potere pubblico. Sul tema cfr in particolare NIGRO, "*Principio" di ragionevolezza*, *op. cit.,* p. 4570 ss.

[112] Tali rilievi sono stati colti in particolar modo dalla giurisprudenza di merito ove, già prima della novella del 2003, era stata avvertita l'esigenza di non limitare l'esame dell'autorità giudiziaria alla fase precedente l'adozione della decisione, ma di estenderlo al contenuto decisione stessa al solo fine di indirizzare il sindacato di legittimità e quindi accertare il rispetto del canone della diligenza. Il precedente cui si deve l'emersione di tale criterio anche in materia di obblighi e responsabilità degli amministratori è il caso "La Centrale", relativa al dissesto del Banco Ambrosiano: Trib. Milano, 26 giugno 1989, in *Giur. comm.,* 1990, II, p. 122, con nota di ARRIGONI, *op. cit.;* in *Soc.,* 1989, p. 1179, con nota di GALASSO, *Mala gestio degli amministratori.*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

all'entità della seconda, poiché risulta preminente l'esigenza di rinsaldare sempre e comunque gli amministratori nella loro propensione rischiosa.

2.2. La conservazione del patrimonio ex art. 2394 c.c. quale autonomo criterio di gestione della s.p.a.

Non ci pare, tuttavia, che quanto appena detto collimi perfettamente con il messaggio consegnatoci dal Legislatore codicistico. Non solo il lucro oggettivo ma anche la finalità di conservare il patrimonio nella sua integrità deve guidare l'azione dell'organo amministrativo e l'esercizio della sua discrezionalità nel compiere scelte di gestione legittime. La difficoltà, da più parti segnalata, di declinare correttamente il significato di detta conservazione nel contesto gestorio di una società *in bonis* – «posto che l'attività gestoria degli amministratori deve essere improntata all'incremento del patrimonio e non certo alla sua conservazione»[113] – non esime l'interprete dal compito di tentarvi. È inevitabile, poi, che i risultati eventualmente raggiunti si rifletteranno sul corredo dogmatico sotteso alla *business judgment rule* poiché se sino ad ora l'intelaiatura su cui si reggeva era costituita da un unico filo, la giustapposizione di un nuovo filo che si protende in direzione contraria richiede inevitabilmente qualche operazione di assestamento.

La formulazione dell'art. 2394, comma I, c.c. è apparsa fin da subito «curiosa», giacché porrebbe nel bel mezzo della gestione produttiva una regola di conservazione che di per sé sarebbe propria solo della fase di scioglimento della società: la regola della conservazione è, infatti, richiamata non solo all'art. 2394 c.c. ma anche all'art. 2486 c.c. A detta identità linguistica, tuttavia, non si deve dare maggior peso di quello che è giusto darle, non foss'altro perché la conservazione richiamata dall'art. 2486 c.c. viene a regolare l'azione amministrativa solo al verificarsi di una causa di scioglimento, ove si determina un mutamento dello scopo sociale sostituendosi al lucro oggettivo la finalità liquidatoria. È, dunque, in tale contesto che deve essere collocata ed interpretata la regola della conservazione *ex* art. 2486 c.c. come volta, cioè, a privare la stessa gestione, non tanto del rischio – giacché «non esiste impresa che non rischi, anche solo per il fatto di esporsi a perturbazioni esogene del contesto ambientale in cui opera»[114] – ma dello spirito *innovativo* tipico dell'imprenditore[115],

---

[113] SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 40

[114] A. ROSSI, *Il valore dell'organizzazione*, *op. cit.,* p. 154; *contra* PACIELLO, *Art. 2486,* in *Riforma delle società,* a cura di M. Sandulli e V. Santoro, III, Torino, 2003, p. 247.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

giacché l'innovazione presuppone per definizione la conquista del *novum* ed appare inconciliabile con una prospettiva volta meramente a preservare l'integrità ed il valore del patrimonio sociale in funzione della sua migliore monetizzazione.

Quanto detto, evidentemente, non può affermarsi anche con riguardo alla conservazione cui fa riferimento l'art. 2394 c.c. che mira, invece, a regolare l'impresa in funzionamento. Il fatto stesso che il Legislatore non si sia limitato a redigere l'art. 2486 c.c. ma si sia premurato di inserire una diversa disposizione proprio nell'ambito della disciplina della responsabilità degli amministratori, accanto e subito dopo la previsione relativa alla responsabilità verso la società, ci pare un argomento più che sufficiente per ritenere che la conservazione *ex* art. 2394 c.c. debba assumere un significato differente dalla conservazione *ex* art. 2486 c.c.

L'art. 2394 c.c. deve, dunque, «essere configurato, più propriamente, quale clausola generale di responsabilità degli amministratori verso i creditori, così come l'art. 2392 c.c. lo è per quella verso la società»[116], capace di vincolare l'operato degli gerenti «in ogni fase»[117] della vita dell'impresa. Decisiva in tal senso è la rubrica degli artt. 2392 e 2394 c.c. facente riferimento alla «responsabilità» degli amministratori verso, rispettivamente, la società e i creditori sociali, distinguendosi dalla rubrica degli artt. 2393, 2393-*bis,* 2394-*bis* e 2395 c.c. attienente invece alle azioni di responsabilità verso gli stessi; come a dire che le disposizioni di cui agli artt. 2392 e 2394 c.c. sono da porre sullo stesso piano in quanto entrambe volte a definire il quadro dei doveri gravanti sugli amministratori e, per quel che qui rileva, il canone in base a cui calibrare il rischio delle scelte di gestione.

Esclusa, dunque, la possibilità di attribuire all'art. 2394 c.c. una dimensione meramente processuale si deve tributare alla norma in discorso piena dignità giuridica anche sul piano del diritto sostanziale, riconoscendo alla stessa capacità di concorrere a definire il canone della diligente gestione in senso maggiormente *prudente*. Se, infatti, è certamente vero che in assenza di una norma che lo consenta gli amministratori non possano porre sullo stesso piano l'interesse dei soci e quello di altri *stakeholders*[118]*,* ci pare tuttavia che proprio la norma *de qua* consenta un'apertura in questo senso non tale da operare una perfetta parificazione tra i due interessi, ma comunque sufficiente ad esigere una tutela qualificata di quelli dei creditori che si

---

[115] Cfr. SCHUMPETER, *Teoria dello sviluppo economico,* Firenze, 1977, p. 73 ss.
[116] Così BRIZZI, *Doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 174.
[117] LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 68.
[118] CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori,* in Aa. Vv., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger,* Milano, 2011, p. 262; DENOZZA, *L'interesse sociale, op. cit.,* p. 41.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

concreti, appunto, nella conservazione dell'integrità patrimoniale[119]. Del resto, la stessa decisione *Dodge v. Ford Motor Co.* richiedeva, con linguaggio certo ambiguo, che la società fosse gestita «*primarily*» nell'interesse degli azionisti, ammettendo cioè la possibilità di una lettura della statuizione come volta a non escludere la legittimità della considerazione di interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci, seppure solo in via subordinata [120].

Da un punto di vista economico, la regola della conservazione di cui all'art. 2394 c.c. può essere intesa come rispondente all'esigenza di porre un costante freno al rischio che i soci cedano ai propri azzardi morali[121]: l'autonomia patrimoniale perfetta e la limitazione della responsabilità a quanto conferito in società, sebbene essenziali (ma non imprescindibili[122]) per lo sviluppo dei mercati finanziari[123], favoriscono in

---

[119] Cfr. LIBONATI, *Creditori sociali, op. cit.,* p. 628 a cui è parso che «l'art. 2394 c.c. coprisse un'area dove si ravvisassero comportamenti degli amministratori troppo attenti ai soci e disattenti ai creditori»; GUIZZI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 234, che sottolinea il «preciso significato giuspolitico» della norma, «nel senso che rimarca come l'obbligo degli amministratori sia anche quello di tenere conto nella gestione dell'interesse dei creditori, seppure nei limiti dell'interesse a vedere conservato il valore della garanzia patrimoniale»; LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 69, riconosce espressamente come la norma impedisca agli amministratori «di perseguire esclusivamente gli interessi degli azionisti e impon[ga] loro di considerare (anche) gli obiettivi dei creditori».

[120] Lo stesso ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri», op. cit.,* p. 50, riconoscendo l'ambiguità della decisione, ricorda come la stessa «tenda ad assumere rilievo sia sul piano di una discussione in merito alla c.d. *business judgment rule* sia con riferimento alla c.d. *corporate social responsibility*».

[121] Conf. LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 70, per cui se è certamente vero che la questione degli azzardi morali dei soci contraddistingue di per sé il fenomeno societario (pur trovando questi una decisa accentuazione in presenza di una crisi), «il dovere di conservazione *ex* art. 2394, comma 1, c.c. segna in ogni circostanza […] un limite al perseguimento dell'interesse degli azionisti da parte degli amministratori»; A. ROSSI, *Il valore dell'organizzazione, op. cit.,* p. 143, per il quale la norma opera quale «controspinta, *si licet,* ad una gestione mirante alla ricerca dell'aumento del patrimonio (ex art. 2247 c.c.), che potrebbe essere contaminata dalla propensione all'azzardo morale derivante dalla responsabilità limitata dei soci»; AIELLO, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 298, che riferisce come «nel modello azionario, il beneficio della responsabilità limitata trovi uno specifico contrappeso nel diritto dei creditori alla conservazione del patrimonio sociale» (v. anche p. 345).

[122] Così COURIR, *Limiti alla responsabilità*, *op. cit.,* p. 156, il quale ricorda come l'evoluzione dei mercati nel panorama nordamerciano abbia conosciuto anche momenti caratterizzati da un prevalente utilizzo di tipi societari a responsabilità limitata dei soci.

[123] In tal senso cfr. DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società di capitali*, Milano, 1973, p. 63 ss. e, più di recente, ID., *Il capitale sociale tra efficienza economica ed equità distributiva,* in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive,* a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 563 ss. In argomento cfr. anche, nella dottrina statunitense, BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, New York, 2002, p. 259 ss.; ARMOUR, HANSMANN, KRAAKMANN, PARGENDLER, *What is Corporate Law?,* in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach,* Oxford, 2017, p. 9; HALPERN, TREBILCOCK, TURNBULL, *An Economic Analysis*, *op. cit.,* p. 117 ss.; FORBES, *Limited Liability and the Development of Business*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

larga misura la tendenza dei soci a rovesciare sui terzi finanziatori il rischio d'impresa[124], diluendo le rispettive pretese creditorie mediante un eccessivo ricorso alla leva finanziaria (c.d. *claim dilution*[125]), che se di per sé ha l'effetto di accrescere il valore delle azioni, data la relazione lineare che intercorre fra rischio e rendimento[126], genera, al tempo stesso, non irrilevanti esternalità negative sul fronte dell'efficienza complessiva del sistema[127]. Certamente, i creditori potrebbero ovviare a detti inconvenienti in via contrattuale, facendosi carico, anche in questo caso, dei rischi connessi all'asimmetria informativa fra le parti[128], senonché è forse ormai banale l'osservazione che non tutti i creditori sono posti nella condizione di poter negoziare i termini del finanziamento ed è proprio per far fronte a tale evenienza che il Legislatore, ci pare, abbia inteso valorizzare la regola imperativa della conservazione del patrimonio sociale durante tutto il corso della vita dell'impresa.

Corporation, in 2 *J. Law Econ. & Org.,* 1986, p. 163 ss.; FREEDMAN, *Limited Liability*, *op. cit.,* p. 317 ss.

[124] Cfr. JENSEN, MECKLING, *Theory of the Firm*, *op. cit.,* p. 33; conf. HERTIG, KANDA, *Creditor protection, op. cit.*, p. 71; LANDERS, *A Unified Approach*, *op. cit.,* p. 596 ss.; FREEDMAN, *Limited Liability, op. cit.,* p. 329 ss.; COURIR, *Limiti alla responsabilità, op. cit.,* p. 193.

[125] Sull'argomento cfr., fra i tanti, BRATTON, *Bond Covenants*, *op. cit.,* p. 46; ID., *Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring,* in 38 *Duke L. J.,* 1989, p. 127 ss.; CHEFFINS, *Company Law: Theory, Structure and Operation,* Oxford, 1997, p. 79 ss.; HERTIG, KANDA, *Creditor Protection, op. cit.,* p. 72; BEBCHUCK, FRIED, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy,* in 105 *Yale L. J.,* 1996, p. 873 ss.; KANDA, *Debtholders and Equityholders,* in 21 *J. Leg. Stud.,* 1992, p. 432; MÜLBERT, BIRKE, *Legal Capital – Is There a Case against the European Legal Capital Rules?,* in 3 *EBOR,* 2002, p. 710; MÜLBERT, *A Synthetic View*, *op. cit.,* p. 367; KUHNER, *The Future of Creditor Protection through Capital Maintenance Rules in European Company Law,* in 1 *ECFR*, 2006, p. 347 ss.; ENRIQUES, MACEY, *Raccolta di capitale di rischio*, *op. cit.,* p. 81; ID., *Creditor Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules,* in *Cornell L. Rev.*, 2001, p. 1165 ss.; ARMOUR, *Share Capital and Creditor Portection: Efficient Rules for a Modern Corporate Rules,* in 63 *Mod. L. Rev.,* 2000, p. 359; FISCHEL, *The Economics of Lender Liability, op. cit.*, p. 134. In prospettiva economico-finanziaria cfr. BRADLEY, ROBERTS, *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants,* ww.ssrn.com, 2004, p. 4.

[126] ENRIQUES, MACEY, *Raccolta di capitale di rischio, op. cit.,* p. 81; MÜLBERT, BIRKE, *Legal Capital, op. cit.,* p. 711; BRATTON, *Bond Covenants, op. cit.,* p. 46; STANGHELLINI, *Le crisi di impresa, op. cit.,* p. 20 ss.

[127] Ricorda, a tal proposito, MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 21, che «di fronte all'aggravamento del pericolo di vedere insoddisfatte le proprie legittime pretese a causa della *mala gestio* degli amministratori, i potenziali creditori sono disincentivati a concedere prestiti alle società, riducendo la disponibilità aggregata di credito per le imprese. Questa contrazione eleva le barriere di ingresso all'attività imprenditoriale, a tutta l'attività imprenditoriale, senza distinguere tra "imprese buone" e "imprese cattive" con conseguente costo sociale, pregiudizievole per tutti, che *good business projects would go unfunded*» (su cui l'Autore richiama ARMOUR, *Share Capital, op. cit.,* p. 360).

[128] HERTIG, KANDA, *Creditor Protection, op. cit.,* p. 72; ARMOUR, *Share Capital, op. cit.,* p. 359; MÜLBERT, *A Synthetic View, op. cit.,* p. 367; BAZZANA, *I* covenants *nei contratti di debito,* Roma, 2007, p. 33.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Per iniziare ad abbozzare la proposta interpretativa che dovrà essere nel prosieguo sviluppata, appare dunque indispensabile cominciare ad affrontare il dilemma ermeneutico posto dal termine «conservazione» e tratteggiare il significato che allo stesso può essere utilmente attribuito in un contesto dinamico qual è quello della gestione dell'impresa, affinché l'impiego produttivo del patrimonio non sia completamente piegato ai desiderata del ceto creditorio.

In via di prima approssimazione, muovendo proprio da detto ultimo rilievo, si può cominciare con il rilevare che l'espressione normativa del conservare non può essere intesa in senso statico, come riferita ai beni e ai rapporti giuridici che compongono il patrimonio, ma debba piuttosto essere declinata in prospettiva dinamica e, dunque, con riguardo al *valore* del medesimo[129] (alla conservazione del «valore», oltre che dell'integrità del patrimonio sociale, fa espresso riferimento l'art. 2486 c.c.). Ulteriormente, si può proseguire con l'osservare che l'oggetto del conservare coincide con il «patrimonio sociale» (non con il capitale sociale, né con l'attivo patrimoniale), ossia il complesso dei rapporti giuridici attivi e passivi che fanno capo alla società, e del quale gli amministratori devono preservare «l'integrità».

Per meglio intendere questa «formula equivoca»[130], può forse essere utile volgere lo sguardo oltre il I comma della norma in commento ed osservare con attenzione il II comma della stessa disposizione che riconosce il prodursi di un danno in capo ai creditori ove il patrimonio sociale risulti insufficiente al pagamento dei loro crediti. Dunque, se non ci s'inganna, il patrimonio sociale deve ritenersi integro quando il suo valore appaia capiente rispetto all'esposizione debitoria complessiva della società, mentre, viceversa, lo stesso non può più ritenersi integro quando risulti insufficiente al soddisfacimento dei debiti complessivamente maturati dalla società. Il Legislatore, cioè, sembra qui porre a confronto due entità patrimoniali – il valore della massa attiva e il valore della massa passiva – e richiedere all'organo amministrativo di mantenere, durante tutta la vita della società, la somma risultante dai due addendi integra, cioè di valore positivo.

Si può così ipotizzare che la regola della conservazione esiga dagli amministratori una gestione tale da non pregiudicare il valore della massa patrimoniale attiva al punto da renderlo insufficiente al pagamento dei crediti della società. Ciò non significa che la regola di cui all'art. 2394 c.c. esiga che la gestione debba essere orientata al perseguimento degli interessi dei creditori prima che a quelli dei soci: l'art. 2247 c.c.

---

[129] Ossia di consistenza monetizzabile tale da non soddisfare i creditori, così LIBONATI, *Creditori sociali, op. cit.,* p. 627; conf. SERFAFINI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 41.
[130] LIBONATI, *Creditori sociali, op. cit.* p. 626.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

impone all'organo amministrativo di mirare all'incremento del patrimonio sociale nell'interesse dei soci, mentre la preminenza degli interessi dei creditori sociali e, con essa, la mera conservazione del patrimonio sociale, è imposta agli amministratori come criterio gestionale solo a seguito dello scioglimento della società, ai sensi dell'art. 2486 c.c. La regola in esame tende piuttosto, nella consapevolezza che «le risorse sociali sono funzionali (non solo a garantire un ritorno economico all'investimento dei soci, ma) anche a pagare i debiti contratti»[131], a far sì che la gestione improntata alla massimizzazione del profitto nell'interesse dei soci non venga realizzata riversando abusivamente il rischio d'impresa sui creditori.

La tesi che qui si comincia a profilare è quella per cui la regola della conservazione del patrimonio sociale di cui all'art. 2394 c.c. imponga un nesso tra la composizione della struttura finanziaria e l'esercizio della discrezionalità gestoria tale da esigere che la seconda sia adeguata alla prima[132]. S'intende, cioè, sostenere che la discrezionalità di cui godono gli amministratori incontri un limite ben preciso nella misura dell'esposizione debitoria, di modo che l'ampiezza del ricorso al credito e, dunque, ai mezzi di terzi, riduca proporzionalmente la libertà di rischiare il patrimonio sociale: la predilezione del ricorso alla leva finanziaria in luogo della capitalizzazione della società è una scelta certamente libera e lecita la quale, tuttavia, porta con sé un «costo gestionale»[133] implicito nella limitazione del grado di rischio che può essere legittimamente assunto.

Com'è già stato chiarito, qualsiasi decisione d'impresa presuppone l'individuazione discrezionale di un «punto di equilibrio fra i diversi fattori produttivi»[134]. Senonché, rispetto alla teorica pregressa, si aggiunge ora un nuovo elemento per la determinazione di detto equilibrio: la necessità, cioè, che il patrimonio sociale rimanga integro e che le scelte di gestione non appaiano *ex ante* idonee a pregiudicare irreversibilmente la capienza patrimoniale della società[135].

---

[131] LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 69.

[132] Cfr. A. ROSSI, *La gestione dell'impresa nella crisi "atipica", op. cit.,* p. 9. Sembra avvicinarsi a tale linea di pensiero anche CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria, op. ult. cit.,* p. 2597, il quale fa discendere, prima ancora che dall'art. 2394 c.c., dagli stessi principi di corretta gestione imprenditoriale di cui all'art. 2497 c.c., «il dovere degli amministratori di porre in essere le (o verificare la praticabilità delle) operazioni societarie che possono ripristinare o quanto meno migliorare l'equilibrio finanziario».

[133] A. ROSSI, *La gestione dell'impresa nella crisi "atipica", op. cit.,* p. 9.

[134] L'espressione è di ANGELICI, *Interesse sociale*, *op. cit.,* p. 583.

[135] Conf. SERAFINI, *I doveri degli amministratori di società di capitali in presenza di una crisi economica,* in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto* di A. Sarcina, J. A. Garcia Cruces*,* Bari, 2010, p. 321 che riconosce l'esistenza in capo agli amministratori di un «obbligo di astenersi dal compiere gli atti di gestione che

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

2.3. La ricerca di un criterio di composizione dei criteri di gestione

Se ci si muove nella prospettiva che assume l'esistenza di un'ontologica inconciliabilità fra interesse dei soci ed interesse dei creditori, la quale trova riflesso nella dicotomia normativamente prevista fra i criteri di gestione della società azionaria, si pone il problema di comprendere in quali termini gli interessi dei creditori siano in grado di vincolare le scelte di gestione. Anzitutto, è necessario chiarire se ed in che misura sia consentito agli amministratori operare un bilanciamento fra gli interessi dei soci e dei creditori in ordine alla determinazione dell'interesse sociale, nell'ambito di quello che definiremo "primo momento di discrezionalità".

È, infatti, intuitivo che per poter effettuare una qualsiasi scelta di gestione sia necessario stabilire quale sia l'interesse che s'intende perseguire. Se, come si è detto, l'interesse sociale trova ormai una sua compiuta definizione nell'interesse, o meglio negli *interessi*, dei soci – punto fermo da cui non ci s'intende discostare – si tratta di capire come le istanze di preservazione patrimoniale proprie del ceto creditorio si relazionino con essi. Da un lato, infatti, l'interesse dei creditori non può reputarsi inerire direttamente all'interesse sociale concorrendo a definirlo su un piano di parità con l'interesse dei soci, dall'altro, tuttavia, non può neppure ritenersi che lo stesso debba essere ignorato dall'organo amministrativo nella fissazione dell'obiettivo da perseguire con la propria politica gestoria, poiché le caratteristiche della struttura finanziaria dell'impresa non sono irrilevanti sul piano della libertà delle scelte di gestione. Si tratta, allora, di definire il metodo utilizzabile per la soluzione del conflitto fra detti interessi, un criterio normativo in grado di consentire un adeguato equilibrio (o eventualmente un giudizio di prevalenza) fra quelli in rilievo.

Procedendo, poi, lungo la linea ideale che accompagna il processo decisionale dei gerenti, fissato l'interesse sociale "concreto", cioè, quello che deve essere perseguito

---

prevedibilmente (deve comunque sempre applicarsi il canone della business judgment rule) potrebbero determinare l'insufficienza del patrimonio dei crediti»; TINA, *L'esonero da responsabilità, op. cit.,* p. 177, secondo cui «nei confronti dei creditori sociali gli amministratori non hanno il dovere – e, quindi, la responsabilità – di evitare ogni operazione che possa intaccare (riducendola) l'integrità del patrimonio sociale, ma solo quelle operazioni che siano idonee in un'ottica *ex ante* a rendere il patrimonio sociale insufficiente al soddisfacimento dei loro crediti […], a pregiudicare cioè l'integrità della garanzia patrimoniale»; ZOPPINI, *Emersione 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, p. 58.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

tenuto conto della particolare struttura finanziaria della società, è necessario comprendere in che modo lo stesso interesse debba trovare logica rispondenza sul piano delle scelte gestorie. È, cioè, essenziale comprendere come la regola della conservazione dell'integrità del patrimonio sociale influenzi le decisioni del *board* nell'ambito di quello che può essere definito come "secondo momento di discrezionalità". Non può tacersi, allora, più oltre che la tesi che si va profilando predica la diretta incidenza della regola *ex* art. 2394 c.c. nel cuore della discrezionalità amministrativa – il merito delle scelte di gestione – e che detta prospettazione è gravida di conseguenze sia quanto ai limiti della ragionevolezza dei *business judgments* sia quanto ai termini del sindacato giudiziale. Ne deriverà un significato tutto nuovo della scelta di gestione ragionevole poiché tale potrà essere considerata quella scelta che non metta deliberatamente a repentaglio l'integrità del patrimonio, anche ove ciò risponda perfettamente ai desiderata del ceto azionario.

Ciò non significa, trattandosi d'impresa, non accettare scelte rischiose ed anche particolarmente rischiose: ma significa non accettare rischi a sicuro realizzo, a meno che particolarmente remunerativi e controbilanciati da altre operazioni cautelative atte se non a prevenire l'avverarsi del rischio, quantomeno a stemperarne gli effetti. Non ci pare, poi, che così ragionando si deprima l'innovazione o la ricerca del profitto, ma d'altro canto si auspica che il presente lavoro possa gettare «una pietra nello stagno e che l'onda prodotta possa riuscire ad aprire una breccia nella "ideologia del profitto" che oggi sembra dominare tutta l'attività umana»[136].

[136] PORZIO, *"... allo scopo di dividerne gli utili",* in *Giur. comm.,* 2014, p. 668.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

CAPITOLO III

IL RILIEVO DEGLI INTERESSI DEI CREDITORI NELLA GESTIONE DELL'IMPRESA IN BONIS

SOMMARIO: 1. La gerarchia degli interessi degli *stakeholders* nella determinazione dell'interesse sociale – 1.1. Il rilievo degli interessi dei creditori sociali nella prospettiva della responsabilità sociale d'impresa – 1.2. Il conflitto fra gli interessi dei soci e dei creditori di s.p.a. nell'ordinamento italiano: gli azzardi morali dei primi necessitano di contrappesi a tutela dei secondi – 1.3. Il rilievo degli interessi dei creditori sociali nella prospettiva del Legislatore italiano – 2. Gli strumenti normativi di influenza dei creditori sociali sulla gestione dell'impresa finanziata – 2.1. Il diritto di opposizione al compimento di determinati atti di gestione – 2.2. Il diritto di voto dei portatori di strumenti finanziari partecipativi – 2.3. I *business covenants* come fonte negoziale del potere di ingerenza sulla gestione dell'impresa finanziata – 3. L'interesse dei creditori come limite esterno al perseguimento dell'interesse dei soci – 3.1. Il contatto sociale tra gli amministratori di s.p.a. e i creditori sociali. Le conseguenti determinazioni in tema di natura dell'azione e della responsabilità *ex* art. 2394 c.c. – 3.2. La questione della mancanza del richiamo all'art. 2394 c.c. nel tipo della s.r.l. – 3.3. Il dovere di conservazione dell'integrità patrimoniale come covenant legale e l'emersione del contenuto prudenziale del canone di diligenza

1. La gerarchia degli interessi degli stakeholders *nella determinazione dell'interesse sociale*

Per il compimento di qualsiasi scelta di gestione, così come in realtà per il compimento di qualsiasi scelta non ulteriormente qualificata, è necessario definire a monte quale sia l'interesse che s'intende soddisfare, ponendosi il medesimo come obiettivo rispetto all'azione nel consueto rapporto di mezzo a fine che caratterizza di per sé qualsiasi attività socialmente rilevante[1]. Per gli amministratori di società tale circostanza appare ancor più veritiera se si considera che gli stessi operano per il soddisfacimento d'interessi altrui, sicché, se è vero che agli stessi spetta il compito non già di determinare, bensì di ricercare[2] l'interesse sociale, si deve ritenere che anche

[1] Cfr. per tutti SPADA, *Diritto commerciale,* I, *Parte generale. Storia, Lessico e Istituti,* Padova, 2009, p. 48, secondo cui la cultura giuridica contemporanea parla di attività ogni qualvolta «il comportamento considerato si presta ad essere mentalmente scomposto in una pluralità di segmenti comportamentali unitariamente pensabili in funzione di un risultato (o di uno scopo che altro non è che un risultato programmato)». L'attività è, naturalmente, elemento qualificante la definizione d'imprenditore *ex* art. 2082 c.c.

[2] Il termine dell'interesse sociale tende, infatti, ad assumere una valenza differente a seconda che lo si osservi nella prospettiva dei gerenti o dei consociati: mentre per i primi esso si pone come un dato ad essi esterno che deve essere ricercato, per i secondi lo stesso rileva come un dato da creare nel rispetto

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

nell'esercizio di detta attività di ricerca essi siano chiamati ad effettuare una selezione degli interessi socialmente rilevanti con riguardo alla decisione[3] da assumere nel caso concreto. Si tratta, allora, di comprendere se vi siano e quali siano gli interessi cui viene attribuito in via normativa un particolare peso nell'esercizio di questo primo momento di discrezionalità, quello cioè preordinato alla selezione dell'interesse sociale che s'intende soddisfare in concreto, nonché quale sia la «regola»[4] sulla cui base detta ricerca deve essere condotta.

Il primo dato da cui occorre muovere è il riconoscimento di una «lacuna»[5] nel nostro diritto societario: la mancanza, cioè, di una definizione normativa espressa dell'interesse che gli amministratori sono tenuti a perseguire nella gestione dell'impresa societaria. Il rilievo non è certo di scarsa importanza se si considera che le conseguenze di una siffatta carenza sono misurabili in termini di deriva dalla discrezionalità all'arbitrio, posto che «in astratto tale lacuna potrebbe offrire un'apertura a qualunque soluzione»[6] e, dunque, legittimare potenzialmente anche il perseguimento in prima battuta di interessi di *stakeholders* diversi da quelli dei soci.

---

dello scopo lucrativo, che agli stessi s'impone in quanto afferente direttamente alla causa del contratto societario. Condividono tale impostazione JAEGER, *L'interesse sociale, op. cit.,* p. 205 ss., che, con la consueta efficacia espressiva, teneva «nettamente distinta, sotto quest'aspetto, la posizione degli amministratori da quella degli azionisti. I primi, invero […] operano nell'interesse, a loro estraneo, del gruppo sociale unificato, e ad essi può essere riconosciuta soltanto una discrezionalità nella valutazione di tale interesse e nella scelta dei mezzi idonei a realizzarlo, mentre nessuna influenza su questa scelta potrebbe assumere l'eventuale esistenza di loro interessi personali interferenti con l'interesse sociale. Al contrario, i soci possono […] lasciarsi guidare da motivi particolari, e godono di una discrezionalità molto più ampia»; ANGELICI, *Interesse sociale, op. cit.,* p. 574 ss.; GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista*, *op. cit.,* p. 118, nt., 1; TINA, *L'esonero da responsabilità, op. cit.,* p. 20, nt. 34. V. però FERRO LUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori: profili di sistema,* in *Riv. dir. comm.,* 2006, I, p. 671, che è invece critico circa la possibilità di elevare l'interesse sociale a criterio dell'agire amministrativo.

[3] Sul punto è bene precisare che quando ci si esprime in termini di decisione s'intende fare riferimento non solo a quelle decisioni *quae uno acto perficiuntur,* bensì anche a quelle scelte di gestione che concernono l'intera programmazione aziendale, sia essa espressa sotto forma di *business plan* ovvero in forme più semplificate di pianificazione (Ritiene che la pianificazione sia un elemento implicito nella nozione giuridica di imprenditore GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza*, *op. cit.,* p. 167 ss.). La stessa definizione degli adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili di cui all'art. 2381, comma V, c.c. (dunque una scelta che riguarda la stessa modalità di organizzazione interna dell'impresa) si rivela di per sé espressione dell'esercizio del potere discrezionale degli amministratori e come tale coperta dalla *business judgment rule.*

[4] Poiché, come si è detto, agli amministratori è affidato il compito di ricercare l'interesse sociale si pone il problema «centrale ai nostri fini, di individuare (non tanto un interesse, quanto) una *regola* sulla cui base possa venire svolta tale ricerca» (corsivo dell'autore): così ANGELICI, *Interesse sociale, op. cit.,* p. 577.

[5] CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa*, *op. cit.,* p. 262; ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri», op. cit.,* p. 59.

[6] CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa*, *op. cit.,* p. 262.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Senonché, una siffatta lacuna può dirsi esistente solo in apparenza, dovendosi porre a mente alcune emblematiche disposizioni che assumono un inequivocabile significato normativo nella prospettiva dei gerenti quanto alla determinazione dell'interesse dagli stessi perseguibile.

Anzitutto, una prima indicazione la si può trarre dalle disposizioni che attribuiscono i diritti di nomina e revoca dei componenti dell'organo amministrativo ai soci, nonché da quelle che attribuiscono loro la legittimazione all'esercizio dell'azione sociale di responsabilità nei suoi confronti[7]. Soccorre poi quella previsione normativa che offre un appiglio giuridico alla teoria della massimizzazione del valore per gli azionisti e che definisce, al contempo, la causa del contratto di società: l'art. 2247 c.c.

Il passaggio logico, per la verità, non è scontato. Lo scopo lucrativo, in effetti, sembrerebbe imporsi come vincolo normativo solo nei riguardi dei soci, non anche nei confronti degli amministratori che di per sé non sono parte del contratto associativo bensì di un diverso rapporto contrattuale fonte dell'obbligo di gestire diligentemente la società nell'interesse dei primi. È chiaro, tuttavia, che il conseguimento dell'oggetto sociale risponde ai desiderata di chi, confidando nelle capacità personali dei gerenti, ha conferito loro l'incarico di gestire la società, sì che è la stessa natura fiduciaria del rapporto di amministrazione ad esigere un certo grado di allineamento fra le finalità dei soci e quelle degli amministratori, elevando, così, l'interesse lucrativo dei soci al

[7] Condividono tale impostazione anche COSTI, *Responsabilità sociale dell'impresa e diritto azionario italiano*, in *La responsabilità dell'impresa. Convegno per i trent'anni di Giurisprudenza commerciale*, Bologna, 8-9 ottobre 2004, Milano, 2006, p. 104 e DENOZZA, *Responsabilità dell'impresa e «contratto sociale». Una critica,* in AA. VV., *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi,* Omaggio a Piergaetano Marchetti, a cura di L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2010, p. 280.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

vertice della gerarchia dei valori su cui si fonda l'impresa[8] e vincolando al suo soddisfacimento la discrezionalità di coloro che sono chiamati a gestirla[9].

È evidente che una tale ricostruzione del fenomeno sconta il peso di un'eccessiva semplificazione della realtà che certo non consente di imbrigliare la molteplicità dei moventi che animano l'investimento societario entro i confini di una *fictio iuris* che, peraltro, neppure definisce l'orizzonte temporale, di lungo o di breve periodo, entro cui lo stesso deve essere declinato. L'ambiguità del dato normativo risulta, poi, ancor più destabilizzante se si considera l'ampiezza del significato che viene ad assumere il lucro soggettivo sotto il vigore del diritto societario riformato che non si accontenta più solo della valorizzazione della «redditività» dell'investimento, dunque del contenuto puramente remunerativo dello stesso, ma si estende sino a ricomprendere anche il «valore della partecipazione sociale» (cfr. art. 2497 c.c.) in funzione della migliore monetizzazione dell'*exit*[10].

Il dato normativo appena ricordato sembra, tuttavia, scontrarsi con la rinnovata tendenza a sconfessare le certezze sino ad oggi riposte nell'assioma dello *shareholder value,* rispolverando quell'antico interrogativo «*whose interests should directors serve»*[11] già posto da Rathenau[12] e da coloro che erigevano l'organo amministrativo a

---

[8] Come chiarisce ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri», op. cit.,* p. 47, «quando ci si interroga sulla possibile rilevanza d'interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci, in effetti si guarda a prima vista e soprattutto all'*impresa*» [corsivo dell'Autore], rispetto alla quale la società per azioni si pone come modo di organizzazione della stessa, o meglio, per dirla con parole più autorevoli, come modo di «organizzazione dell'esercizio, della responsabilità e del finanziamento dell'impresa»: così FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa,* in *Riv. dir. comm.,* 2005, I, p. 678; ripreso poi da BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa. Profili evolutivi,* Napoli, 2008, spec. p. 159 ss. «Si tratta di considerare», rileva Ferro Luzzi, «la società innanzi tutto come una impresa, una particolare forma di impresa, e non più quindi di considerare prima l'impresa di per sé, ed in realtà l'impresa individuale, poi la società come soggetto che esercita l'impresa, ma invece la società come impresa, tipo di impresa caratterizzata da una particolare organizzazione del suo esercizio, della relativa responsabilità e del suo finanziamento, passando quindi decisamente, anche nel sistema delle società, da un modello di disciplina a soggetto, la società, ad un modello di disciplina ad attività, l'impresa» (p. 680).

[9] Sull'obbligo degli amministratori di perseguire lo scopo di lucro, ai fini del conseguimento dell'oggetto sociale cfr. in particolare MINERVINI, *Gli amministratori, op. cit.,* p. 214 ss.; WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo, op. cit.,* p. 135.

[10] Cfr. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista*, *op. cit.,* p. 130 ss.; FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario,* in *Riv. soc.,* 2002, p. 476 ss.; JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato*, *op. cit.,* p. 798; BRIZZI, *Doveri degli amministratori*, *op. cit.,* p. 19 ss.

[11] L'essenza di detto interrogativo è incarnato nel dibattito fra Berle e Dodd, ove *shareholder* e *stakeholder theory* sono messe direttamente a confronto (cfr. BERLE, *Corporate Powers as Powers in Trust*, in 44 *Harv. L. Rev*., 1931, p. 1049; DODD, *ForWhom Are Corporate Managers Trustees?*, in *45 Harv. L. Rev*., 1932, p. 1145). Adolf Berle in un influente articolo del 1931 sosteneva che l'autonomia riconosciuta ai *directors* nella gestione dell'impresa doveva ritenersi controbilanciata dalla necessità che i loro poteri fossero esercitati nel solo interesse degli azionisti: «*all powers granted to a*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

«*mediating hierarch overseeing team production*»[13].

---

corporation or the management of a corporation [...] *are necessarily and at all times exercisable only for the ratable benefit of all the shareholders as their interest appears*». Per tutta risposta il Professore di Harward E. Merrick Dodd riteneva, invece, «*undesirable, even with the laudable purpose of giving stockholders much-needed protection against self-seeking managers, to give increased emphasis at the present time to the view that business corporations exist for the sole purpose of making profits for their stockholders*». Anzi, Dodd osservava che «*even before the present depression* […] *a substantial change in our public opinion with regard to the obligations of business to the community*». Anni più tardi Berle condivise le istanze proposte da Dodd in BERLE, *The 20th Century Capitalist Revolution*. 1954, p. 169 e ID., *Corporate Decision-Making and Social Control*, in 24 *Bus. Law.*, 1968, p. 149 ss., ove riconobbe: «*I was not convinced as [a] matter of doctrine that social responsibility should not be left to government [rather than to directors] - but there was no doubt that the event conformed rather to his prediction than to mine*». Sul tema v. anche WEINER, *The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of Corporation,* in 64 *Colum. L. Rev.*, 1964*,* p. 1458 ss.

[12] RATHENAU, *La realtà delle società per azioni,* in *Riv. soc.,* 1960, (trad. it.) p. 936; ID., *L'economia nuova,* Bari, 1922, (trad. it.) p. 49 ss.; RATHENAU, *In Days to Come,* London, 1921, (trad. ing. di ID. *Von Kommenden Dingen*, S. Fischer, Verlag, Berlin, 1918), il quale, già ragionando sul fenomeno della traslazione del potere dai soci-proprietari ad una *élite* di funzionari in seno alla grande s.p.a., riteneva che proprio detto distacco permettesse alla grande impresa di assumere rilevanza come elemento dell'economia collettiva. Muovendo dalla demonizzazione della ricerca del profitto personale dei soci, Rathenau giunge ad affidare alla grande impresa il ruolo, per vero, sociale di contribuire al miglioramento del benessere della collettività. Come ha rilevato JAEGER, *L'interesse sociale, op. cit.,* p. 20-21, «L'espressione *Unternehmen an sich* deve quindi propriamente essere riservata a definire le formulazioni degli scrittori i quali, conformemente a questo insegnamento, pongono l'accento della loro costruzione sul concetto di impresa». Qualche anno più tardi detta concezione riecheggiava nelle parole di Berle e Means che ravvisavano nella separazione tra azionisti e *manager* il presupposto per l'assunzione da parte dei secondi di una funzione di natura latamente pubblicistica rivolta al perseguimento del benessere collettivo prospettando la possibilità che il «controllo delle grandi società debba dare origine ad una tecnocrazia imparziale, che valuti i vari interessi dei diversi gruppi della comunità e distribuisca a ciascuno una quota degli utili, basandosi sull'interesse pubblico piuttosto che sulla cupidigia dei singoli» (così BERLE, MEANS, *Società per azioni, op. cit.,* p. 336). Gli Autori, riprendendo le osservazioni dello stesso Ratheau sul fenomeno della spersonalizzazione della s.p.a (contenute in RATHENAU, *In Days to Come, op. ult. cit.*, p. 120-121), proponevano una visione del rapporto tra azionisti ed amministratori alternativa rispetto a quella fiduciaria, ossia quella che vorrebbe gli amministratori operare nella veste di fiduciari dei soci, proprietari «passivi» dell'impresa, ritenendo che: «i proprietari passivi, cedendo il controllo e la responsabilità inerenti alla proprietà attiva, hanno rinunciato anche al diritto che la società sia amministrata nel loro esclusivo interesse e hanno sciolto lo Stato dall'obbligo di proteggerli nella misura prevista dalla concezione tradizionale della proprietà. […] Dall'eliminazione dell'interesse esclusivo dei proprietari passivi, comunque, non consegue necessariamente che i nuovi poteri debbano essere usati invece nell'interesse dei gruppi di controllo […] Piuttosto, l'esistenza di gruppi in posizione di controllo ha aperto la via alle rivendicazioni di un gruppo assai più grande, sia di quello dei proprietari, sia di quello di controllo. Si è cioè aperta la strada all'idea che la moderna società per azioni sia al servizio, non solo dei proprietari o del gruppo che la controlla, ma di tutta la comunità» (p. 335). In tal modo si preparava il terreno per l'elaborazione di quella teoria che avrà il proprio perno nel rifiuto della prospettiva proprietaria dei soci: la *nexus of contracts theory.* Cfr. anche BERLE, *The 20th Century Capitalist Revolution, op. cit.*, p. 54 ss.; ID., *The Impact of the Corporation on the Classical Economic Theory,* in *Theories of Corporate Governance,* ed. by T. Clarke*,* New York, Routledge, 2004, p. 54 ss.

[13] BLAIR, STOUT, *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, in 79 Wash. U. L.Q., 2001, p. 425. Il riferimento va, naturalmente, agli ideatori della teoria della *Team*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

A dire il vero non potrebbe biasimarsi colui che si domandasse come possa trovare spazio, all'interno di un fenomeno come quello societario da ascrivere all'area dell'autonomia privata, la considerazione d'interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci; eppure, detto interrogativo ha ben ragione di porsi di fronte ad un sistema normativo, quale quello consegnatoci dal Legislatore della riforma, che estremizza l'autonomia dell'organo amministrativo della società azionaria al punto da offrire terreno fertile a chi volesse leggere in tale rimodulazione degli assetti di potere il riconoscimento della possibilità di perseguire interessi «altri»[14] rispetto a quelli dei soci[15]. É evidente, tuttavia, che detta prospettiva interpretativa inclina pericolosamente il piano di lavoro rendendolo alquanto scivoloso, posto che è breve il passo a che gli amministratori

---

Porduction che rifiutano la possibilità di concepire l'impresa come oggetto del diritto di proprietà e ravvisano piuttosto nella stessa la confluenza di molteplici investimenti da parte di altrettanti differenti *stakeholders* che, a loro volta, hanno delegato la gestione sulle risorse così apportate ad un gerarca mediatore – l'organo amministrativo – al fine di beneficiare dei ritorni che possono derivare da siffatta *team production.* «*Using team analysis, the firm can be understood as a nexus of firm-specific assets that have been invested by a variety of groups, including most obviously shareholders, bond- holders, managers, and employees. The board of directors acts as a fiduciary for the firm, meaning that it seeks to maximize the total value of these combined economic interests*»: BLAIR, STOUT, *Director Accountability, op. cit.,* p. 425). In questo senso, «*boards exist not to protect shareholders per se, but to protect the enterprise-specific investments of all the members of the corporate team, possibly including the interests of other stakeholders such as creditors, or even the local community if the firm has strong geographic ties*»: BLAIR, STOUT, *A Team Production Theory*, *op. cit.*, p. 290.

[14] L'espressione è tratta dal titolo del contributo di ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri», op. cit.*

[15] Il riferimento è chiaramente rivolto in prima battuta ad OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni,* in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario,* a cura di G. Cian, Padova, 2004. Ma particolarmente significative, come spesso accade, sono anche le parole di ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri», op. cit.,* p. 45 ss., la cui «sensazione è in sostanza […] che il modello della società per azioni sia percepito come particolarmente in grado, a differenza degli altri tipi societari, di recepire al suo interno anche interessi non solo dei soci […]Significativo è che soluzioni come quella della *Mitbestimmung,* che certamente ad alcuni di quegli interessi vuole attribuire rilevanza, siano in principio pensate per imprese non solo grandi, ma organizzate nella forma della società per azioni […] E neppure mi sembra trascurabile la circostanza che, quando lo stato sceglie tecniche privatistiche per intervenire nell'economia, ed evidentemente per ragioni d'interesse pubblico, è di nuovo alla forma della società per azioni che soprattutto ricorre» (p. 47). Del resto, gli stessi Berle e Means ravvisavano nella separazione tra azionisti e *manager* il presupposto per l'assunzione da parte dei secondi di una funzione di natura latamente pubblicistica di perseguimento del benessere collettivo a tutela di interessi generali: cfr. BERLE, MEANS, *Società per azioni, op. cit.,* p. 335 ss.; BERLE, *The 20th Century Capitalist Revolution, op. cit.*, p. 54 ss.; ID., *The Impact of the Corporation on the Classical Economic Theory,* in *Theories of Corporate Governance,* ed. by T. Clarke*,* New York, Routledge, 2004, p. 54 ss. *Contra* COSTI, *Responsabilità sociale dell'impresa, op. cit.,* p. 102 ss., il quale ritiene che «la riforma non abbia affatto adottato una concezione istituzionalistica della società per azioni, ma abbia semplicemente, questo sì, favorito l'incremento dei costi di agenzia. Non ha avuto presenti gli interessi che stanno a cuore ai teorici della *corporate social responsibility,* ma, con una scelta molto opinabile, ha accentuato la condizione di autoreferenzialità interna dei gestori, forse pensando di affidare il loro controllo, in misura maggiore che in precedenza, alle regole di mercato» (p. 104).

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

estendano l'esercizio della propria discrezionalità sino alla determinazione delle stesse finalità cui deve essere orientata la gestione sociale[16]. Così ragionando, peraltro, si offrirebbe a quegli amministratori che intendessero perseguire i propri egoistici interessi un agevole strumento per esonerarsi dalla responsabilità nei confronti dei soci adducendo a propria discolpa la necessità di tenere conto degli interessi di altri *stakeholders*[17].

Non ci pare, tuttavia, che esiti interpretativi siffatti possano essere legittimati all'interno del nostro sistema di diritto societario che fissa incontrovertibilmente nell'interesse dei soci, come sopra declinato, l'obiettivo primario ed ineludibile cui deve essere piegata in via prioritaria l'azione amministrativa. Certo non significa che gli interessi di altri *stakeholders* non possano essere presi in considerazione e contemperati con quelli dei soci in sede di definizione della politica gestoria che s'intende perseguire e, dunque, in via preliminare nella determinazione dell'interesse sociale da soddisfare in concreto; ciò, tuttavia, avverrà sulla base di una scelta del tutto facoltativa, e non già doverosa, dell'organo amministrativo pur sempre funzionalizzata al soddisfacimento dell'interesse degli azionisti sì da non sovvertire l'ordine legale degli interessi socialmente rilevanti, subordinando l'interesse dei consociati a quello di altri *stakeholders*[18].

---

[16] Vedi, infatti, quanto si legge nella motivazione della sentenza resa nel caso Dodge v. Ford Motor Co., cit.: «*the discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end [for the profit of the stockholders], and does not extend to a change in the end itself*».

[17] V. bene CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa*, *op. cit., passim.* che esprime detto giudizio anche nei confronti degli ordinamenti inglese e statunitense che, si sono aperti alla prospettiva della CSR, seppure in maniera differente; cfr. nello stesso senso anche DENOZZA, *Responsabilità dell'impresa, op. cit.,* p. 281; BAINBRIDGE, *In Defense of the Shareholder*, *op. cit.,* p. 1435.

[18] Gli amministratori sono, dunque, «legittimati a tenere conto degli interessi dei *nonshareholders* che vengono coinvolti dalle loro scelte imprenditoriali se ed in quanto tale considerazione sia strumentale al (o comunque non pregiudichi il) perseguimento dell'obiettivo di una crescita di valore per azionisti sostenibile nel tempo», rileva CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa, op. cit.,* p. 275, che prosegue rilevando come gli amministratori siano «non soltanto autorizzati, ma obbligati ad assecondare tali interessi quando ne possa derivare un sicuro beneficio per la società e i suoi membri, anche non immediato, di natura economica o di carattere reputazionale, se si presume che possa tradursi in un beneficio economico». Si potrà allora ammettere che gli amministratori siano legittimati ad adottare decisioni volte a soddisfare interessi degli *stakeholders «*quando, se non immediatamente, almeno nel lungo termine, ne possa derivare un vantaggio per i soci o quando la mancata osservanza di determinate regole di condotta che sono percepite, dalla collettività in cui si opera, come doverose anche in assenza di divieti o prescrizioni di legge, può esporre la società a danni economici o reputazionali» (*Ibid.,* p. 262), essendo la reputazione un *asset* imprenditoriale fondamentale (cfr. COSTI, *Responsabilità sociale dell'impresa, op. cit.,* p. 111), riconosciuto come tale anche dal lo stesso Legislatore europeo. Mi riferisco in particolare al D. Lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 che, nel dare attuazione alla Direttiva 2014/95/UE, ha introdotto l'obbligo per gli «enti di interesse pubblico» di cui all'art. 16, comma I, D. Lgs., 27 gennaio 2010, n. 39, di redigere una dichiarazione di carattere non

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

1.1. Il rilievo degli interessi dei creditori sociali nella prospettiva della responsabilità sociale d'impresa

Fra gli *stakeholders* che gravitano attorno all'impresa certamente devono essere annoverati anche i creditori sociali, portatori di un interesse tipicamente finanziario nei confronti della stessa. La natura dell'interesse che anima il loro investimento può essere variamente considerata dal Legislatore il quale può scegliere se renderne *doverosa* ovvero meramente *facoltativa* la tutela da parte dei gerenti la società finanziata, potendo altresì variamente modulare tale previsione in ragione del mutare delle condizioni di solvibilità della stessa. Si tratta, evidentemente, di una scelta di politica del diritto, come tale, espressione di un insindacabile giudizio di valore che poco ha a che vedere con valutazioni di efficienza sotto il profilo economico, cioè a dire di maggiore o minore profittabilità dell'impresa. Da qui, allora, la piena legittimità di un sistema normativo che, volendo favorire in massimo grado la speculazione, ritenendola un fattore imprescindibile del progresso economico e sociale, rendesse doverosa la tutela dei creditori solo in caso di tensione finanziaria ove gli interessi di questi si presentassero maggiormente esposti al rischio di comportamenti opportunistici da parte degli *insiders* (soci ed amministratori). Allo stesso modo, dovrebbe esprimersi un giudizio politico di piena legittimità nei riguardi di quell'ordinamento che ritenesse opportuno temperare lo slancio speculativo con la previsione di regole di maggiore cautela a misura della disponibilità patrimoniale della società.

Sembra riconducibile al primo modello, pur sommariamente delineato, l'ordinamento nordamericano in perfetta aderenza con l'assetto valoriale ivi dominante fondato sul dogma dello *shareholder value* e sulla natura fiduciaria che contraddistingue esclusivamente la relazione soci-amministratori[19]. In tale contesto è, infatti, facile comprendere le resistenze che si sono frapposte al riconoscimento di una considerazione in un certo senso privilegiata degli interessi del ceto creditorio e non dovrebbe stupire più di tanto il progressivo smantellamento dei presidi legali, pure

---

finanziario circa l'impatto dell'attività d'impresa su «temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva» (cfr. art. 3, D. Lgs. cit.).

[19] La prospettiva è ben enfatizzata da MACEY, *An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties,* in *21 Stetson L. Rev.,* 1991, p. 41 ss., che rifiuta quelle proposte interpretative volte ad estendere i doveri fiduciari nei confronti di altri *stakeholders.*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

originariamente previsti a tutela del credito[20], in quella corsa forsennata alla *charter competition* che ha costretto sempre più i creditori ad armarsi di strumenti contrattuali[21]. La tutela dei creditori sociali *durante societate* trova oggi spazio, in quell'ordinamento, solo nella prospettiva della responsabilità sociale d'impresa e, precisamente, nell'ambito dei c.d. *constituency statutes*[22] che, dal canto loro, non

[20] Ricordano ENRIQUES, MACEY, *Raccolta di capitale di rischio*, *op. cit.,* p. 93, che «il Model Business Corporation Act ha abbandonato completamente il concetto di capitale sociale nel 1980, seguito in ciò successivamente da circa 30 Stati, tra i quali non è compreso il Delaware. Tuttavia, è lecito affermare che la legge societaria del Delaware contiene soltanto un simulacro di disciplina del capitale sociale, dal momento che, pur imponendo alle società di prevederlo nello statuto, non fissa alcun minimo legale. Così del resto fanno la maggior parte degli Stati e quei pochi che ancora prevedono un minimo di capitale di solito lo individuano in una cifra esigue, come ad es. 1000 dollari». V. in generale B. MANNING, J.J. HANKS JR., *Legal Capital,* 1990, p. 176 ss.

[21] Sempre ENRIQUES, MACEY, *Raccolta di capitale di rischio, op. cit.,* p. 86, tracciano, al riguardo, un netto distinguo tra approccio europeo e statunitense alla tutela del credito: «Il principale scopo del diritto societario in Europa è di proteggere i creditori, i quali trovano nella legge, prima ancora che nei contratti, la propria fonte di tutela. Negli Stati Uniti è vero l'opposto. I titolari di pretese prestabilite devono badare a se stessi, dal momento che il diritto societario garantisce agli azionisti la massima flessibilità di manovra. Il principale scopo del diritto societario americano è di formire il massimo grado di flessibilità e di autonomia privata, all'interno di una cornice intesa a massimizzare il valore per gli azionisti. Negli Stati Uniti, i creditori che desiderano proteggersi da comportamenti opportunistici degli azionisti devono affidarsi allo strumento contrattuale».

[22] Come noto si tratta di previsioni normative degli Stati federati che obbligano (*mandatory*) od autorizzano (*permissive*) il *board* a tenere in considerazione interessi di *stakeholders* diversi dai soci senza per questo violare i doveri fiduciari nei confronti di quest'ultimi. Dette previsioni sono diffuse soprattutto con riguardo alle misure difensive che possono essere adottate dal *board* in occasione di cambi di controllo di tipo ostile (*takeovers*), sulla scia del frenetico ricorso al *market for corporate control* che interessò particolarmente la giurisprudenza statunitense negli anni '80 e su cui v. HANKS JR., *Playing with Fire: Nonshareholder Costituency Statutes in the 1990s*, in 21 *Stetson L. Rew.,*1991, p. 97. La diffusione capillare di tali previsioni normative, che sempre più frequentemente prospettavano la necessità di operare in via generale un contemperamento fra gli interessi di tutte le varie *constituencies*, non limitandosi cioè alle sole occasioni del cambio di controllo, aveva indotto a valutare la possibilità di modificare conformemente lo stesso *Model Business Corporation Act,* sebbene il timore che la pluralità di *principals* potesse pregiudicare l'efficacia della *governance* ha indotto a rifuggire tale eventualità. Cfr. al riguardo le parole dell'A.B.A. COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, *Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion,* in 45 *Bus Law.,* 1990, p. 2268: «*permitting—much less requiring—directors to consider [non-shareholder] interests without relating such consideration in an appropriate fashion to shareholder welfare (as the Delaware courts have done) would conflict with directors' responsibility to shareholders and could undermine the effectiveness of the system that has made the corporation an efficient device for the creation of jobs and wealth*». Sull'argomento cfr., fra i tanti, HALE, *Corporate Law and Stakeholders: Moving Beyond Stakeholder Statutes* (2003), in 45 *Ariz. L. Rew.,* p. 823, che, fra l'altro, prospetta l'opportunità di introdurre *«stakeholders meeting statutes»,* per istituzionalizzare assemblee periodiche fra «*corporate leaders*» e «*stakeholders groups*»; BRANSON, *Corporate Governance "Reform" and the New Corporate Social Responsibility,* in 62 *U. Pitt. L. Rev*., p. 2001, p. 636 ss.; SPRINGER, *Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears,* in *Ann. Surv. Am. L.,* 1999, p. 124; HANKS JR., *Playing with Fire*, *op. cit.,* p. 97; WALLMAN, *The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation od Director Duties',* in 21 *Stet. L. Rev.,* 1991, p. 163; MITCHELL, *A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes,* in 70 *Tex. L.*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

fanno altro che sviluppare quanto statuito nel caso *Unocal*[23] in relazione alla scelta delle misure che possono essere adottate a difesa di *takeover*, ossia la necessità che le stesse siano proporzionate alla minaccia paventata dal cambio di controllo, ove il pericolo rappresentato dalla scalata deve essere valutato anche in relazione agli interessi di *stakeholders* diversi dagli azionisti, ivi compresi i creditori sociali[24]. Poiché la maggior parte dei *constituency statutes* si configura come *permissive* la tutela degli interessi del ceto creditorio si prospetta come meramente facoltativa al pari degli interessi di altri *stakeholders*, senza, cioè, riconoscergli una considerazione privilegiata in ragione della loro partecipazione al finanziamento dell'impresa[25].

Diversa è, invece, la soluzione fornita dall'ordinamento britannico ove, con la codificazione dell'*Enlighted Shareholder Value*[26] (cfr. *Section* 172 del *Companies Act*), è stata resa doverosa e non già meramente facoltativa la tutela di *stakehodlers*

Rev., 1992, p. 579; CARTER, *The Rights of Other Corporate Constituencies,* in 22 *Mem. St. U. L. Rev.,* 1992, p. 491; BAINBRIDGE, *Interpreting Nonshareholder Constituency Statues,* in 19 *Pepp. L. Rev.,* 1992, p. 971; MACEY, *Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Non-shareholder Constituencies From a Theory of the Firm Perspective,* in 84 *Corn. L. Rev.,* 1999, p. 1266; ORTS, *Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes,* in 61 *Georg. Wash. L. Rev.,* 1993, p. 14. Nella dottrina italiana cfr. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista, op. cit.,* p. 224 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa*, *op. cit.,* p. 269; MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori,* in Aa. Vv., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders. *In ricordo di Pier Giusto Jaeger,* Milano, 2010, p. 94 ss. Un esempio di *mandatory constituency statutes* può essere rinvenuto al *Title 33, Chapter* 601 del *Connecticut Code* che alla Section 33-756 richiede che gli amministratori «*shall consider*», «*in determining what he reasonably believes to be in the best interests of the corporation* […] *the interests of the corporation's employees, customers, creditors and suppliers*».

[23] Cfr. *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum, Co*., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

[24] Nell'ambito del duplice test elaborato in quell'occasione, le misure poste in essere dal *board* a difesa di un *takeover* avrebbero potuto beneficiare della protezione della *business judgment rule* a condizione che si fossero configurate come «*reasonable in relation to the threat posed*», vale a dire ragionevoli in relazione alla minaccia che il cambio di controllo costituiva, fra gli altri, per *«constituencies other than shareholders (i.e., creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally)*».

[25] Inevitabilmente, poi, l'eccessiva vaghezza degli *statues* lascia senza precisi parametri di riferimento il giudizio degli amministratori, portando con sé il rischio da più parti segnalato che si finisca per riconoscere al *board* un ruolo di arbitraggio facilmente strumentalizzabile per giustificare il perseguimento di propri personalistici interessi. Così CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa*, *op. cit.,* p. 269-270, che riprende le osservazioni di YORK, *Visages of Janus: the Heavy Burden of Other Constituency Anti-takeover Statutes on Shareholders and the Efficient Market for Corporate Control*, in 38 *Willamette L. Rev.,* 2002, p. 208; SPRINGER, *Corporate Constituency Statutes*, *op. cit.,* p. 106; ADAMS E. S., MATHIESON J. H., *A Statutory Model for Corporate Concerns*, in 49 *Emory L. J.,* 2000, p. 1097; ROE, *The Shareholder Wealth maximisation Norm and Industrial Organisation*, in 149 *U.P.A. L. Rev.,* 2001, p. 2063.

[26] In argomento cfr. spec. KEAY, *Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach,* in 29 *Sid. L. Rev.,* 2007, p. 577 ss.; ID., *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance,* Oxon-New York, 2013.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

diversi dai soci, esclusi, tuttavia, i creditori sociali[27]. Quest'ultimi dovrebbero essere tutelati solo in caso di insolvenza della società, conformemente alla disciplina del *wrongful trading* di cui alla *Section* 214, *Insolvency Act* (1984), ovvero in situazioni di *financial distress* in corrispondenza delle quali il *common law*[28], cui la stessa *Section* 172 fa riferimento mediante l'inciso «*any rule of law*»[29], riconosce la necessità che la nozione di interesse sociale si apra alla considerazione degli interessi dei creditori. Unicamente in tali circostanze si prospetta l'opportunità di arricchire il contenuto dei *fiduciary duties*[30] con il *duty to take into account creditors' interests* della cui violazione, peraltro, gli amministratori risponderebbero solo nei confronti della società.

Per la verità, non erano mancate in quell'ordinamento opinioni favorevoli a riconoscere l'esistenza di un dovere di tener conto degli interessi dei creditori che

---

[27] «*There is one surprising omission from the statutory list of matters to which the directors must have regard, namely, the creditors*», commentano DAVIES, WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law,* London, 2016, p. 553.

[28] Cui è dalla legge rimandato il compito di definire il momento temporale cui si fa riferimento nel comma III della *Section 172* (cfr. Notes alla legge)

[29] DAVIES, WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles, op. cit.,* p. 554.

[30] Come ricordano DAVIES, WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles op. cit.,* p. 554-555, in realtà, non è chiaro se detto *duty* debba essere ricondotto al *duty of care* ovvero al *duty of loyalty.* Il distinguo non ha rilevo meramente formalistico se si considera che nell'ordinamento britannico solo il secondo e non il primo può essere tecnicamente qualificato come dovere fiduciario, stante la sua matrice equitativa. (V. in particolare BRIZZI, *Doveri degli amminsitratori, op. cit.,* p. 114-115, nt. 116, che richiama, in proposito, anche BACHNER, *Creditor Protection, op. cit.,* p. 147, che rammenta come al medesimo significante – i *fiduciary duties* – corrispondano differenti significati nell'ordinamento nordamericano ed in quello britannico, identificando nel primo genericamente tutti doveri degli amministratori e nel secondo solo i doveri elaborati dalla giurisprudenza di *equity*). L'orientamento prevalente sembra, comunque, ricondurre il *duty to take into account creditors' interests* nell'ambito degli *equitable duties of loyalty* e *of good faith,* tracciando, così, un netto distinguo rispetto alla fattispecie del *wrongful trading* che, invece, rimane saldamente ancorata al *common law duty of care* (cfr. DAVIES, *Director's Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency,* in 7 *EBOR,* 2006, p. 318 ss.). Si esclude, peraltro, che gli stessi doveri fiduciari possano protendersi direttamente in favore dei creditori, di guisa da attribuire loro un diritto autonomamente ed individualmente azionabile in giudizio (conf. DAVIES, *Director's Creditor-Regarding Duties, op. cit.,* p. 328-329; PRENTICE, *Creditors' Interests and Director's Duties,* in 10 *Ox. J. L. Stud.,* 1990, p. 265, p. 275; WORTHINGTON, *Directors' Duties, Creditors' Rights and Shareholder Intervention,* in 18 *Mel. U. L. Rev.,* 1991, p. 151; KEAY, *The Duty of Directors to take Account of Creditors' Interests: Has it Any Role to Play,* in *J.B.L.*, 2002, p. 379); al contrario, gli stessi doveri rimangono posti nell'esclusivo interesse della società, con la precisazione che il *company's interest,* a mano che si avvicina la situazione di insolvenza, tende a coincidere o comunque a comprendere anche gli interessi dei creditori a mano. Si avrà così un peculiare situazione in cui «*there is a duty of imperfect obligation owed to creditors, one which the creditors cannot enforce save to the extent that the company acts on its own motion or through a liquidator*»: così il Giudice Gummow nel caso Sycotex Pty Ltd v. Baseler (1994) 122 ALR 531, 550.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

avesse carattere continuativo[31], valevole, cioè, per tutta la durata della vita societaria, tanto che alcune pronunce ne avevano riconosciuto la portata precettiva anche con riguardo ad una società pienamente solvibile che «*is embarking on a venture which it cannot sustain without relying totally on creditor funds*»[32], o abbia posto in essere «*a course of action which would jeopardise solvency*»[33]. Cionondimeno, la prevalente elaborazione dottrinale e giurisprudenziale si è assestata su una linea interpretativa poi accolta nel *Companies Act*, riluttante all'idea di concepire l'interesse sociale di una società perfettamente solvibile come comprensivo anche degli interessi dei creditori.

L'approccio adottato dagli ordinamenti appena esaminati, tuttavia, non pare essere quello per cui ha optato il Legislatore italiano che ha inteso riconoscere al ceto creditorio un regime privilegiato rispetto a quello previsto per gli altri *stakeholders,* ritenendo *doveroso* bilanciare la naturale propensione speculativa dei soci con le istanze maggiormente conservative e prudenziali degli apportatori di capitale di prestito per tutta la durata della vita dell'impresa, coerentemente con l'importanza dirimente che ha sempre rivestito il credito nel nostro ordinamento per il finanziamento delle imprese, suppletivo di un mercato del capitale di rischio non sufficientemente sviluppato a tale scopo[34].

---

[31] Ricorda, infatti, KEAY, *Company Directors', op. cit.,* p. 199, che i precedenti *Walker v. Wimborne* (1976), 137 CLR 1; (1976) 3 ACLR 529 e *Lonrho Ltd v. Shell Petroleum Co Ltd* (1980) 1 WLR 627 «*can be interpreted as suggesting a continuing duty owed to take creditors' interests into account*». Nel primo caso, infatti, il Giudice Mason ritenne che «*the directors of a company in discharging their duty to the company must take account of the interests of its shareholders and creditors. Any failure by the directors to take into account the interests of creditors will have adverse consequences for the company as well as for them*» (at 7). Al riguardo WISHART, *Models and Theories of Directors' Duties to Creditors',* in 14 *New Zel. U. L. Rev.,* 1991, p. 323, 325 rilevò come «*prior to Walker v Wimborne* […] *the cases uniformly rejected the idea that creditors interests may be taken into account*» (cfr. *Re Wincham Shipbuilding Boiler and Salt Co* (1878) 9 ChD 322; *Salomon v Salomon* (1897) AC 22. Sul tema cfr. anche BERKAHN, *Directors Duties To 'The Company' And To Creditors: Spies V The Queen,* in 6 *Deak. L. Rev*., 2001, p. 360; BARRETT, *Directors' Duties to Creditors*, in 40 *Mod. L. Rev*., 1977, p. 226; DAWSON, *Acting in the Best Interests of the Company — For Whom are Directors "Trustees"?,* in 11 *N. Z. U. L. Rev.,* 1984, p. 68. Come noto, l'orientamento è rimasto fortemente minoritario nell'ordinamento britannico, essendo invece prevalsa la visione proposta nel caso *West Mercia Safetywear Ltd v Dodd,* (1988) B.C.L.C. 250, CA, secondo cui «*where a company is insolvent the interests of the creditors intrude. They become prospectively entitled, through the mechanism of liquidation, to displace the power of the shareholders and directors to deal with the company's assets. It is in a practical sense their assets and not the shareholders' assets that, through the medium of the company, are under the management of the directors*» (at 253).

[32] Così il caso inglese *Brady v. Brady* (1988) 3 BCC 535 at 552.

[33] *Nicholson v. Permakraft (NZ) Ltd,* (1985) 1 N.Z.L.R., 242.

[34] A tal proposito PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 1993, 3**, p. 11, rileva che «poiché la tutela dell'integrità del patrimonio sociale è affidata dall'ordinamento

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

La prescrizione rinvenibile nel disposto dell'art. 2394 c.c. offre, in questo senso, all'interprete una precisa indicazione della scelta giuspolitica compiuta dal Legislatore domestico: una scelta che prende decisamente le distanze dagli ordinamenti anglosassoni e dalla possibilità di rimettere la tutela dei creditori sociali ad una valutazione discrezionale degli amministratori e che, invece, postula un doveroso costante contemperamento fra le ragioni dei *finanziatori* dell'impresa in considerazione della *conflittualità*[35] degli interessi di cui sono portatori con quelli dei soci, nonché del livello che detta conflittualità può raggiungere ove l'autonomia negoziale si avvalga di tutte le opzioni normativamente previste sul fronte del ricorso alla leva finanziaria.

1.2. Il rilievo degli interessi dei creditori sociali nella prospettiva del Legislatore italiano

Mai dimentico delle esigenze di tutela del ceto creditorio, il Legislatore italiano ha provveduto a corredare il quadro normativo che presiede all'organizzazione endosocietaria di significativi strumenti funzionali a temperare l'opportunismo degli *insiders,* spingendosi sino a prevedere forme di ingerenza dei finanziatori più o meno penetranti nella *governance* dell'impresa debitrice.

Anzitutto viene in rilievo il diritto di opposizione che compete ai creditori sociali rispetto ad alcune pur fondamentali determinazioni sociali circa il compimento di operazioni di riorganizzazione, anche dal sapore latamente primordiale[36], in grado di vulnerare la capacità solutoria della società finanziata[37]. In secondo luogo e

---

agli amministratori, tale incorporazione appare […] superflua e da respingere in assenza di indicazioni normative».

[35] FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale,* in *Riv. not.,* p. 765 ss., sottolinea la diversità del conflitto soci-creditori rispetto al conflitto debitore-creditore, ponendosi il primo come «conflitto del tutto *interno* alla classe dei *finanziatori dell'impresa*, e più precisamente di coloro che vantano *pretese* sul patrimonio a essa destinato».

[36] Sulle decisioni di «*interêt primordial*» cfr. prima della riforma ABBADESSA, *La gestione dell'impresa*, *op. cit.,* p. 13; ID., *L'assemblea: competenza,* in *Trattato delle società per azioni,* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 3, Torino, 1994, p. 19 ss.; successivamente alla riforma cfr. spec. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber Amicorum *G. F. Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, II, Torino, 2006, p. 27 ss.; ABBADESSA, MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.,* in *Riv. soc.,* 2010, p. 301 ss.; MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.,* in *Riv. soc.,* 2013, p. 406 ss.

[37] Su cui cfr. fra gli altri CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società,* Milano, 1978; PINARDI, *Le opposizioni dei creditori nel nuovo diritto societario*, Milano, 2006; CACCHI PESSANI, *La*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

strettamente connessa a dette forme di ingerenza intermittente, è l'attribuzione di un diritto di *voice* generalizzato sulla gestione mediante l'introduzione della possibilità di prevedere in via statutaria la creazione di strumenti finanziari partecipativi muniti del diritto di nomina di un membro indipendente dell'organo di amministrazione e/o di controllo (cfr. artt. 2346, comma VI e 2351, comma V, c.c.)[38].

Accanto a detti strumenti di ingerenza diretta nelle determinazioni gestorie della società debitrice, gli interessi dei creditori trovano poi un importante presidio rispetto agli azzardi morali dei soci nella stessa organizzazione corporativa[39] del fenomeno societario, che, non a caso, conosce una piena ed inderogabile realizzazione solo nell'ambito del tipo capitalistico maggiore[40], e nei principi di corretta gestione

---

tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out*: l'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione,* Milano, 2007**;** ORIANI, *L'opposizione dei creditori della società alla fusione nel quadro dei mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale*, Milano, 2011; MUCCIARONE, *L'opposizione alla fusione di società: interesse sociale, ragione dei creditori, sana e prudente gestione della banca,* Milano, 2014. Sul diritto di opposizione avverso la delibera di costituzione di patrimoni destinati c.d. operativi *ex* art. 2447-*quater* cfr. spec. FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, 2009; BACCETTI, *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Milano, 2009; PESCATORE, *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati,* Milano, 2008.

[38] La possibilità di attribuire il diritto di voto agli strumenti finanziari partecipativi con diritto al rimborso è, in realtà, particolarmente discussa in dottrina, dovendosi segnalare fin da subito come alcuni Autori favorevoli ad ammettere tale possibilità si siano spinti sino a prospettare la configurabilità nel nostro ordinamento di strumenti giuridici analoghi ai *voting bonds* statunitensi: così A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale,* Milano, 2013.

[39] Come ricordano SPADA, SCIUTO, *Il tipo delle società per azioni,* in *Trattato delle società per azioni,* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 1*, Torino, 1994, p. 50 ss., l'espressione «organizzazione corporativa» è stata introdotto nel linguaggio dei giuscommercialisti da Otto von Gierke grazie ai suoi studi sulle formazioni associative nel diritto romano e germanico: cfr. O. VON GIERKE, *Deutsches Privatrecht,* I, Dunker & Humblot, Leipzig, 1895, § 65, p. 496 ss.; ID., *Die Genossenschaftstheorie und die deutsche rechtssperchung,* Weidmannsche Verlagsbuchhandlung, Belrin/Georg Olms Verlagsbuchhandlung, Hildesheim, 1887, spec. cap. IV, III, 2 p. 685 ss. L'organizzazione corporativa viene individuata da Spada e Sciuto nel contributo testè citato, come elemento costitutivo del tipo della società per azioni, rilevando che «l'identificazione della società per azioni come fattispecie sembra richiedere qualche cosa di più; la percezione di uno specifico regolamento dei processi decisionali, dichiarativi, di controllo ecc. che sia in sintonia con la variabilità personale della compagine sociale, con quel divorzio tra plurilateralità e pluripersonalità che è funzionale ad una provvista del capitale di rischio presso il risparmio anonimo».

[40] Invero, né la stessa s.p.a. prima della riforma né la s.r.l. prima e dopo la riforma precludevano completamente ai soci di ingerirsi nella gestione della società. Se si guardava, infatti, alla disciplina delle società di capitali nell'impianto codicistico originario ci si trovava di fronte ad un quadro normativo in cui all'assemblea delle s.p.a. e delle s.r.l. veniva riconosciuta la possibilità di deliberare sugli «oggetti attinenti alla gestione della società riservati alla sua competenza dall'atto costitutivo, o sottoposti al suo esame dagli amministratori» (cfr. art. 2364, n. 4, c.c. e art. 2486, comma II, c.c. vecchio testo). Se si guarda, invece, alla disciplina delle stesse società successivamente alla novella del 2003 ci si trova di fronte ad una realtà normativa completamente mutata, in cui solo nel tipo capitalistico maggiore l'organizzazione corporativa appare fondata su un rigido riparto di competenze fra organo assembleare ed amministrativo con attribuzione in via esclusiva a quest'ultimo della

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

imprenditoriale e societaria cui deve essere ascritto anche il dovere di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale.

Quanto appena ricordato assume una valenza particolarmente significativa nella prospettiva d'indagine qui adottata che mira a disvelare il regime di particolare tutela che il Legislatore ha inteso tributare a favore del ceto creditorio in ragione del rilievo che lo stesso assume in ordine al finanziamento dell'impresa. Un regime privilegiato che si apre e non rinnega forme di ingerenza anche particolarmente intrusive delle ragioni del credito nella *governance* dell'impresa finanziata, specie se organizzata in forma azionaria[41], cui fa da *pendant* la contestuale ascesa del ricorso a strumenti negoziali di tutela del finanziamento.

Appare, allora, possibile tracciare, nel nostro ordinamento, un preciso distinguo all'interno di quell'universo confuso di portatori di interessi che gravitano tutt'intorno all'impresa: è chiaro, infatti, che il Legislatore codicistico abbia inteso tracciare una precisa linea di demarcazione tra *stakeholders* finanziari, reputati meritevoli di condizionare in maniera più stringente la gestione della società in ragione del loro

---

gestione dell'impresa societaria. La stessa organizzazione non può, invece, dirsi caratterizzare la struttura della s.r.l. ove, anzi, il riparto di competenze soci/amministratori appare variamente modulabile dall'autonomia statutaria, nei limiti di cui all'art. 2479, comma II, c.c., nonché dalla scelta discrezionale degli amministratori o dei soci che rappresentino almeno il terzo del capitale sociale. Certo deve escludersi la possibilità per l'autonomia negoziale di operare una sostanziale destrutturazione dell'organizzazione corporativa eliminando qualsiasi forma di dialettica tra soci ed amministratori in ordine alla gestione della società (cfr. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali,* Torino, 2004, p. 72, secondo cui «quale che sia l'estensione della competenza gestoria assegnata all'organo assembleare della s.r.l., essa conserva natura concorrenziale. Non sembra legittimamente ipotizzabile, in altri termini, la soppressione di una autonoma funzione amministrativa, comunque organizzata […] e, con essa, di una distribuzione interorganica, sia pur minimale, delle competenze inerenti al ciclo di produzione dell'azione»). Anche la previsione della responsabilità del singolo socio per avere intenzionalmente deciso od autorizzato il compimento dell'atto dannoso, del resto, non vale a deviare la responsabilità dall'organo amministrativo in capo al socio la cui responsabilità è configurata dal legislatore come meramente aggiuntiva rispetto a quella degli amministratori, rimanendo così sempre precluso al socio che benefici della limitazione della responsabilità l'esercizio di un potere di amministrazione diretto, in spregio a quella divisione di ruoli e funzioni che è alla base dell'organizzazione corporativa (cfr. Così RIVOLTA, *I regimi di amministrazione nella società a responsabilità limitata,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber Amicorum *G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Torino, 2007, p. 538; MELI, *La responsabilità dei soci nella s.r.l.,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber Amicorum *G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Torino, 2007, p. 671). Ciò nondimeno non può negarsi che la struttura organizzativa della s.r.l. tradisca almeno in parte quell'esigenza di porre una rigida cesura tra uffici e funzioni che è alla base della stessa organizzazione corporativa.

[41] Sul punto si ritornerà nel prosieguo della trattazione. Basti per il momento basti segnalare, a riprova della sempre maggiore disponibilità della dottrina rispetto a tale prospettiva d'indagine, che nell'ambito della raccolta di scritti titolati *Principio capitalistico. Quo vadis?,* a cura di F. Briolini, Torino, 2016, un autore abbia inteso indagare circa la possibilità di ammettere forme di controllo sulla società debitrice da parte dei creditori: cfr. PISANI, *Il controllo dei creditori, ivi,* p. 275 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

contributo al finanziamento dell'impresa, e *stakeholders* non finanziari, passibili di considerazione da parte dell'organo gestorio in via assolutamente facoltativa e comunque strumentale al soddisfacimento degli interessi non solo dei soci, ma anche dei creditori sociali.

Nella gerarchia di valori che si profila all'interno dell'ordinamento societario italiano, dunque, il vertice appare certamente occupato dagli apportatori del capitale di rischio, al quale fa da basamento un secondo e diverso gradino ove si trovano idealmente collocati, non già indistintamente tutti gli *stakeholders* diversi dai soci, bensì solo i creditori sociali che esclusivamente beneficiano di strumenti di ingerenza diretta nel governo dell'impresa finanziata e nel cui esclusivo interesse sono previsti specifici *doveri* di gestione per tutto il corso della vita societaria. Ne consegue che la tutela degli interessi delle *constituencies* rimanenti, ossia degli *stakeholders* non finanziari, dovrà assestarsi su di un terzo ed ultimo ideale livello cui sarà (non già doveroso quanto piuttosto meramente) possibile accedere a condizione che le istanze di coloro che gerarchicamente li sovrastano siano state compiutamente appagate.

Quel che s'intende sostenere è che se certo può condividersi l'opinione di chi nega la possibilità di porre sullo stesso piano gli interessi dei soci e quelli degli altri *stakeholders*[42], non pare, tuttavia, corretto considerare questi ultimi tutti alla medesima stregua, soprattutto per quanto attiene alla determinazione del peso che agli stessi deve essere attribuito nell'ambito di quel bilanciamento che gli amministratori sono tenuti ad effettuare per la determinazione dell'interesse sociale concreto. Invero, mentre la ponderazione degli interessi degli *stakeholders* non finanziari costituisce una mera *facoltà* di cui gli amministratori possono avvalersi in adesione ad una regola etica dall'importante ritorno reputazionale, il contemperamento con le ragioni dei creditori si prospetta rigorosamente in termini di *doverosità*[43], sì che la tutela degli interessi delle *constituencies* di terzo livello sarà subordinata sia al soddisfacimento delle pretese lucrative dei consociati sia alla conservazione dell'integrità patrimoniale

---

[42] Così CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa*, *op. cit.,* p. 268, spec. nt. 16.

[43] Condivide tale impostazione LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 69, nt. 23 che, nel riprendere le parole di Calandra Buonaura già richiamate che tendono ad escludere la possibilità per gli amministratori di porre sullo stesso paino dell'interesse dei soci quello di altri *stakeholders* «in assenza di una norma che lo consenta», sostiene che «la disposizione che espressamente consente (anzi, rende doverosa) la tutela dei suddetti interessi esterni (ovvero dei creditori) sussista, e vada rintracciata proprio nel dovere di conservazione *ex* art. 2394 c.c.». In tale prospettiva, peraltro, può forse prospettarsi come illegittima (ossia non integrante i presupposti della giusta causa *ex* art. 2383, comma III, c.c.) quella delibera di revoca che intenda censurare il contemperamento effettuato dal *board* fra gli interessi dei soci e dei creditori, che non si sia tradotto in una politica di gestione che abbia del tutto subordinato gli interessi dei primi alle ragioni dei secondi, operando di fatto uno scollamento fra la funzionalizzazione lucrativa dell'impresa societaria e quella in concreto esercitata.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

nell'interesse dei creditori[44]. Il tutto con la differenza piuttosto significativa che mentre il lucro oggettivo può essere dai soci liberamente mitigato sino all'estremo limite dell'economicità[45], la conservazione dell'integrità del patrimonio sociale è dagli stessi assolutamente indisponibile[46].

2. Gli strumenti normativi di influenza dei creditori sociali sulla gestione dell'impresa finanziata

Fra le obiezioni che vengono mosse all'idea che gli amministratori, *durante societate,* debbano contemperare gli interessi dei soci con quelli dei creditori, particolare interesse suscita quella che enfatizza la difficoltà di servire al contempo "*too many masters*" giacché, in tutto questo bilanciare e ponderare istanze essenzialmente confliggenti, a rimanerne pregiudicata sarebbe la stessa efficienza dell'impresa. Eppure, a ben guardare, la superficie apparentemente lapalissiana di tale convinzione nasconde insidie che ostano ad una sua piena condivisione.

Anzitutto, la stessa «possibilità di distinguere in modo netto gli interessi dei soci e quelli dei creditori sociali, come riconducibili a due categorie dotate ciascuna di forte omogeneità interna […] è suscettibile di contestazione sia sul piano formale, sia sul piano sostanziale»[47]: si pensi, infatti, all'ampia libertà riconosciuta all'autonomia statutaria nella determinazione delle caratteristiche che contraddistinguono le diverse categorie di azioni, obbligazioni e strumenti finanziari ibridi. Ulteriormente, anche a voler cedere all'assunto che vorrebbe l'organo amministrativo servitore di un solo padrone, ossia dei soli soci, appare impossibile negare la natura intrinsecamente mediatrice della sua attività di gestione posto che gli stessi interessi dei soci appaiono

---

[44] Conf. A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 15, nt. 45 e COSTI, *Responsabilità sociale dell'impresa, op. cit.,* p. 104, secondo cui «anche dopo la riforma […] gli amministratori debbono perseguire esclusivamente l'interesse dei soci, naturalmente nel rispetto delle regole inderogabili poste, ad esempio, a tutela dei creditori o a tutela di interessi terzi» fermo, in ogni caso, il limite della gestione economica di cui all'art. 2082 c.c. Così anche MUCCIARONE, *L'opposizione alla fusione di società,* Milano, Milano, 2014, p. 90 ss.

[45] V. bene COSTI, *Responsabilità sociale dell'impresa, op. cit.,* p. 98, che infatti ammette la possibilità che venga inserito in statuto «una clausola con la quale si stabilisca che il perseguimento del lucro oggettivo deve avvenire nel rispetto degli interessi dei consumatori, dei fornitori e della comunità».

[46] Cfr. TINA, *L'esonero da responsabilità, op. cit.,* p. 184, che infatti esclude che «una preventiva attenuazione della responsabilità degli amministratori nei confronti della società *ex* art. 2392 c.c. possa pregiudicare, anche solo indirettamente, gli interessi dei creditori sociali […] L'effetto deterrente esercitato dagli artt. 2394 e 2395 c.c. sulla condotta degli amministratori rimane comunque fermo».

[47] SACCHI, *Tutela dei creditori nella s.p.a.*, *op. cit.,* p. 255.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

irriducibili entro un unico omogeneo contenitore, essendo «pesantemente influenzati dal loro livello (non necessariamente elevato) di propensione al rischio e dalla dimensione temporale della loro prospettiva di investimento, non necessariamente a breve termine»[48]. Come, infatti, si è già detto, la formula dello *shareholder value* non è altro che il frutto di una *fictio iuris,* una «formula oggettiva» che non richiede per la sua definizione «l'accertamento di un effettivo interesse dei soggetti» (e che anzi, neppure richiede «l'individuazione dei suoi titolari»)[49]: l'interesse dei soci è, cioè, «tipizzato una volta per tutte» sì che «tutti i soci si presumono (senza possibilità di prova contraria) interessati *esclusivamente* ad un obiettivo: l'aumento di valore delle loro azioni»[50].

Lo stesso discorso può essere reiterato anche con riguardo alla considerazione degli interessi dei creditori se solo si considera il denunciato «frazionamento» sistemico che ha visto il moltiplicarsi delle categorie concettuali sotto cui può essere organizzato il ceto creditorio, di cui costituisce diretto riflesso la legittimazione della formazione di classi diverse di creditori per la declinazione della *par condicio creditorum* in sede concorsuale[51].

Appare, dunque, inevitabile riconoscere che la mediazione tra interessi contrapposti caratterizza intimamente l'esercizio della funzione gestoria, stante l'ineliminabile riverbero prodotto dal suo agire sulla realtà sociale circostante, sicché se davvero si vogliono formulare obiezioni rispetto alla prospettazione di un dovere degli amministratori di soddisfare al contempo gli interessi dei soci e dei creditori queste devono essere condotte non già sul piano della possibilità bensì su quello dell'opportunità che, tuttavia, riposa sotto l'aura della volontà legislativa rispetto cui l'interprete avrà ben poco da dire se non prendere atto di quanto dalla stessa statuito.

Nel tentativo di calarsi in detto preciso ruolo, l'esegeta deve riconoscere che la volontà normativa non solo esige costantemente dall'organo amministrativo la tutela e degli interessi dei soci e dei creditori, mediante la giustapposizione del dovere di conservazione patrimoniale all'obiettivo lucrativo, bensì provvede essa stessa alla

---

[48] *Ibid.,* p. 256. Cfr. anche ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri», op. cit.,* p. 92 ss. ove riflette sulla natura eterogenea degli interessi dei soci considerandoli tali «non soltanto per quanto concerne i riflessi soggettivi della singola operazione, ma anche più ampiamente con riferimento alle ragioni alla base della loro partecipazione alla società», sicché non avrebbe senso cercare di individuare un interesse sociale «*altro*» da appuntare in capo alla persona giuridica o all'impresa, dovendosi piuttosto identificare le «regole secondo le quali debbono comporsi i loro interessi» (ID., *Note minime, op. cit.,* p. 258).

[49] ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri», op. cit.,* p. 54.

[50] JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato, op. cit.,* p. 812.

[51] Cfr. FORTUNATO, *Nota introduttiva, op. cit.,* p. 253.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

proliferazione delle condizioni per il manifestarsi di detta contrapposizione. Si pongano, infatti, alla mente gli strumenti normativi sopra richiamati quali indici sintomatici del rilievo che la tutela del credito assume nel nostro ordinamento e si consideri la loro attitudine a conferire allo stesso ceto creditorio il potere di incidere direttamente, senza cioè il filtro degli amministratori, sulla gestione della società debitrice.

Di fronte ad un quadro normativo siffatto, che ammette e legittima plurime forme di ingerenza diretta dei creditori sociali nella *governance* dell'impresa finanziata, sembra quantomeno contraddittorio ritenere in via di principio precluso all'organo amministrativo il contemperamento delle ragioni dei soci con quelle dei creditori, dovendosi piuttosto ritenere che la previsione di cui all'art. 2394 c.c. si collochi armonicamente entro il sistema normativo complessivo, sopperendo alla mancanza di una *voice* creditizia generalizzata. Vale, allora, la pena soffermarsi a considerare il significato che i più volte richiamati strumenti normativi di ingerenza dei creditori acquisiscono nell'ambito dell'organizzazione corporativa delle società di capitali ed, in particolare, delle s.p.a.

2.1. Il diritto di opposizione al compimento di determinati atti di gestione

Certamente l'attentato più diretto alle ragioni dei creditori è dato da quelle operazioni aventi finalità riorganizzativa che, rimodulando gli assetti patrimoniali e finanziari della società, sono in grado di incidere sulla capacità solutoria dell'impresa debitrice. Con riferimento a sette fra questi momenti riorganizzativi – ossia la riduzione volontaria del capitale sociale (cfr. artt. 2445 e 2437-*quater* c.c.), la costituzione di patrimoni destinati c.d. operativi (cfr. art. 2447-*ter* c.c.), la trasformazione eterogenea (cfr. art. 2500-*novies* c.c.), la fusione (cfr. artt. 2503 e 2503-*bis* c.c.), la scissione (cfr. art. 2506-*ter,* comma V, c.c.) e la revoca dello stato di liquidazione (cfr. art. 2487-*ter* c.c.) – il Legislatore ha inteso tutelare in maniera più stringente le ragioni del ceto creditorio attribuendo ad esso il diritto di opporsi alla loro esecuzione[52].

[52] Così PINARDI, *Le opposizioni dei creditori nel nuovo diritto societario,* Milano, 2006, p. 18, che afferma come «da tale riformato sistema, come in seguito si approfondirà, sembrerebbe per certi versi confermata la convinzione tradizionale per cui il diritto di opposizione trova ragione nel nocumento che può derivare ai creditori dall'esecuzione di alcune decisioni sociali, cosicché tale rimedio andrebbe ricondotto tra i mezzi indiretti di conservazione della garanzia patrimoniale […] peraltro

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Si tratta di «una garanzia certo non staticamente intesa, ma pur sempre dinamicamente orientata all'esercizio di attività economica»[53], ponendosi come legittimazione *ex imperio* di una vera e propria forma di ingerenza dei creditori nelle scelte di gestione della società finanziata. Se, infatti, è indubitabile che la responsabilità degli amministratori assolve anche alla funzione di tutelare gli interessi dei terzi, non bisogna dimenticare «la portata della disciplina che, nella società risponde allo scopo di prevenire il pregiudizio di terzi proprio perché la funzione meramente repressiva della responsabilità può riuscire praticamente insufficiente»[54]. La specialità del regime giuridico tributato alla categoria dei creditori di società[55]appare poi ancor più dirompente se si considera che detto assetto di poteri rintracciava le proprie origini già nel codice di commercio del 1882 in conseguenza della riconosciuta l'insufficienza della tutela affidata ai pubblici poteri[56] e della maturata convinzione che «i diretti interessati, e cioè i creditori e i terzi in generale, sarebbero stati in grado di tutelare da soli i propri interessi in maniera più efficace e immediata»[57].

---

però sembrerebbe sfuggire a tale ricostruzione unitaria l'opposizione alla revoca della liquidazione», conf. NICCOLINI, *Note minime in tema di giudice territorialmente competente a pronunciarsi sulla opposizione dei creditori alla delibera di fusione,* in *Foro it.,* 1991, I, c. 1802. *Contra* TERRUSI, *I patrimoni delle società per azioni destinati ad uno specifico affare: analisi della disciplina e verifica degli effetti,* in *Giust. civ.,* 2005, II, p. 118, che, invece, ritiene che l'opposizione del creditore *ex* art. 2447-*quater* c.c. può essere fondata «su qualunque motivo, compresi gli eventuali vizi genetici della deliberazione, […] trattandosi di rimedio *omnibus,* alla cui specificità è affidata la tutela dei creditori».

[53] FORTUNATO, *Nota introduttiva, op. cit.,* p. 253.

[54] ASCARELLI, *In tema di conferimenti in natura,* in *Problemi giuridici,* Milano, 1959, II, p. 643.

[55] Sottolinea, infatti, PINARDI, *Le opposizioni dei creditori*, *op. cit.,* p. 19, come «l'istituto in esame riguardi esclusivamente il fenomeno societario in quanto il soggetto passivo dell'opposizione è sempre una società (o almeno, come nell'ipotesi di trasformazione eterogenea in società di capitali, coinvolge sempre una società)» mentre «non trova alcun riscontro in altri settori del diritto che pur presentano analoghe esigenze di tutela dei creditori».

[56] Nel sistema vigente il codice del 1865 veniva istituzionalizzato il sistema di autorizzazione governativa operante per le sole società di capitali non solo in fase costitutiva ma anche in corrispondenza delle vicende modificative delle stesse, concretando «un regime di continua sorveglianza sulle società – il c.d. sindacato governativo – alla scopo di tutelare gli interessi dei soci e dei creditori ed assicurare il rispetto della legge da parte della società» (così CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società,* Milano, 1978, p. 39). In tale contesto, peraltro, il consenso dei creditori era stato elevato a presupposto necessario per la concessione dell'autorizzazione governativa alla riduzione reale del capitale sociale e alla fusione.

[57] PINARDI, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 10. Con il codice del 1882, peraltro, l'opposizione veniva estesa per le delibere di riduzione del capitale sociale e di fusione a tutte le società commerciali, con effetto sospensivo dell'esecuzione della delibera fino a che non ci si fosse pronunciati con sentenza passata in giudicato, mentre veniva previsto per i creditori particolari dei soci di società di persone con oggetto commerciale il diritto di opporsi alla delibera che disponeva la proroga della società, con l'effetto di sospenderne gli effetti solo relativamente. Detto ultimo profilo

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

L'introduzione dello strumento dell'opposizione dei creditori sociali, inizialmente previsto solo con riguardo alla delibera di riduzione del capitale sociale (art. 101 c.c.), di fusione e scissione (art. 195 c.c.) per le società di capitali[58], si poneva allora come diretto riflesso del riconoscimento dell'efficacia *ultra partes* del contratto sociale[59] e mirava a realizzare un equo contemperamento fra le ragioni dei creditori e le esigenze di libera organizzazione delle realtà produttive[60].

L'impianto codicistico del '42 confermava le scelte sistematiche sino ad allora compiute apportando, tuttavia, significative restrizioni al potere di ingerenza dei creditori sociali, in continuità con quell'indirizzo liberista inaugurato sotto il vigore dell'ultimo codice di commercio, sicché da un lato, l'opposizione alle decisioni di riduzione reale del capitale sociale e di fusione veniva resa superabile a fronte della prestazione da parte della società di un'idonea garanzia, dall'altro, il consenso dei creditori sociali, con riguardo alle decisioni di trasformazione di società di persone in società di capitali, veniva reso funzionale non già a consentire la realizzazione dell'operazione, che sarebbe avvenuta in ogni caso, bensì a liberare i soci illimitatamente responsabili dalle obbligazioni sociali pregresse, fermo restando che il consenso doveva ritenersi presunto ove non espressamente negato entro trenta giorni dalla comunicazione della decisione di trasformazione (cfr. art. 2499 c.c. vecchio testo)[61]. La riforma del 2003, infine, ribadiva l'operatività del diritto di opposizione con riguardo agli istituti già previsti e ne estendeva l'operatività con riguardo ad altri di nuova introduzione.

---

normativo verrà superato con il codice del '42 che sostituirà alla sospensione dell'efficacia della delibera, la liquidazione della quota del socio debitore.

[58] Con riguardo, invece, alla trasformazione in assenza di riferimenti normativi, si riteneva comunque necessario il consenso dei creditori affinché potesse venir meno la responsabilità illimitata dei soci, cfr. SRAFFA, *La trasformazione di una società da una specie in un'altra e la responsabilità dei soci,* in *Riv. dir. comm.,* 1913, II, p. 101; NAVARRINI, *Trattato teorico-pratico, op. cit.,* p. 426, nt. 1; SOPRANO, *Trattato teorico-pratico, op. cit.,* p. 444 ss.

[59] Così in particolare GIOBERTI, *Della società anonima,* Torino, 1865, p. 47, richiamato da PINARDI, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 3, ntt. 4 e 6.

[60] CABRAS, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 44; conf. PINARDI, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 11; ORIANI, *L'opposizione dei creditori, op. cit.,* p. 25.

[61] CABRAS, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 50, nt. 53, rammenta come il Progetto D'Amelio avesse avanzato l'idea che i creditori sociali potessero fare opposizione anche rispetto alla delibera che disponesse la trasformazione della società loro debitrice (art. 112), sebbene, successivamente, venne privilegiata l'esigenza di favorire l'operazione di riorganizzazione senza, tuttavia, lasciare inermi i creditori di fronte ad una drastica riduzione della propria garanzia patrimoniale.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Al di là del domandarsi perché si sia inteso limitare a certe operazioni[62] la tutela così accordata ai creditori sociali, quel che è certo, almeno nella nostra prospettiva d'indagine, è che il diritto di opposizione cui sono stati legittimati i creditori sociali conferisce loro uno «speciale»[63] potere di ingerirsi nella gestione della società debitrice ove le decisioni dalla stessa assunte possano pregiudicare il loro interesse primario (al rimborso del capitale prestato) e secondario (a che la società mantenga una struttura patrimoniale idonea al primo scopo).

Si consideri, infatti, la riduzione del capitale *ex* art. 2445 c.c.: nonostante la «liberalizzazione»[64] operata dalla riforma del 2003 tramite l'eliminazione del presupposto dell'esuberanza[65] e l'introduzione, accanto alla prestazione dell'idonea

---

[62] Ad esempio l'opposizione non è prevista per il caso di scorporo di un ramo d' azienda con conferimento a nuova società, su cui cfr. RACUGNO, *Lo «scorporo» d'azienda,* Milano, 1995. Per un confronto fra protezione dei creditori in occasione di conferimento di ramo d'azienda in società e costituzione di patrimonio destinato si veda BACCETTI, *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società,* Milano, 2009, p. 49 ss.

[63] PINARDI, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 19.

[64] PINARDI, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 33.

[65] Detto requisito poteva ben valere a sostenere l'assunto interpretativo secondo cui sarebbe stato necessario dotare le società di capitali di un capitale adeguato o comunque sufficiente ad esercitare l'attività d'impresa quale riflessa nell'oggetto sociale: così SIMONETTO, *La riduzione del capitale esuberante,* in *Riv. soc.,* 1966, p. 428 ss.; PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni,* in *Riv. soc.,* 1970, p. 71; ID., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata,* in *Riv. soc.,* 1991, p. 46 ss.; TANTINI, *Il capitale è esuberante ... perché è esuberane,* in *Giur. comm.,* 1978, II, p. 734; BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle s.p.a.,* in *Trattato di diritto privato,* diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, XVII, p. 122; MONTAGNANI, *Note in tema di riduzione del capitale,* in *Riv. not.,* 1991, II, p. 783; ID., *Profili attuali della riduzione del capitale sociale,* in *Riv. dir. civ.,* 1993, II, p. 1 ss. Nonostante l'espunzione del requisito, peraltro, alcuni hanno dubitato che sia venuta meno l'esigenza di mantenere un nesso di adeguatezza tra capitalizzazione ed oggetto sociale (cfr. naturalmente PORTALE, *Capitale sociale,* 2004, *op. cit.,* p. 41) soprattutto considerando che lo stesso avviso di convocazione dell'assemblea chiamata a deliberare sulla proposta di riduzione reale del capitale sociale deve recare puntuale indicazione delle «ragioni» alla base della scelta che dovranno essere tenute in considerazione dal Tribunale in sede di sindacato sull'opposizione (così COTTINO, *Diritto societario,* Padova, 2011, p. 551; CAVANNA, sub *artt. 2445-2447*, in *Il nuovo diritto societario*, *Commentario,* diretto da G. Cottino, e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, p. 1587 ss.; GUERRERA, *Art. 2445*, in *Società di capitali, Commentario,* a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 1196; PINARDI, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 33). Sul tema dell'esuberanza del capitale sociale, in relazione al quale si discuteva se la circostanza dovesse essere valutata con riguardo all'attività prevista in astratto in statuto o esercitata in concreto, cfr. FENGHI, *La riduzione del capitale,* Milano, 1974, p. 557 ss.; TANTINI, *Riflessioni in tema di riduzione del capitale per esuberanza (e di oggetto sociale),* in *Giur. comm.,* 1977, II, p. 72 ss.; NOBILI, *Problemi in tema di riduzione del capitale,* in Aa Vv., *Aumenti e riduzioni di capitale,* Milano, 1984, p. 103 ss.; NOBILI, SPOLIDORO, *La riduzione di capitale,* in *Trattato delle società per azioni,* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 6*, Torino, 1993, p. 203 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

garanzia[66], della possibilità per il Tribunale di valutare l'infondatezza del pericolo di pregiudizio per i creditori, il diritto di opposizione consente ai creditori anteriori all'iscrizione della delibera di esprimere il proprio dissenso in ordine a quelle decisioni che possano porre a rischio la restituzione del capitale prestato sia perché riducono l'entità di quel cuscinetto che si frappone tra le proprie ragioni di credito ed il patrimonio liberamente disponibile dai soci, sia perché la materiale restituzione dei conferimenti potrebbe pregiudicare l'equilibrio finanziario dell'impresa[67].

Particolarmente emblematico è poi il fatto che la possibilità di una simile intromissione sia stata prevista non solo con riguardo a quelle scelte di gestione che attentino direttamente all'entità del patrimonio sociale esistente, bensì anche in relazione a quelle decisioni che abbiano ad oggetto una riorganizzazione sul piano soggettivo dell'impresa debitrice, come le operazioni di «fusione-scissione»[68] funzionali di per sé a realizzare «un'integrazione e/o disaggregazione delle compagini sociali degli enti interessati»[69] che, tuttavia, potrebbero, in astratto, costituire un pericolo per il soddisfacimento delle pretese creditorie vista la confusione patrimoniale che ne costituisce l'esito[70]. Anche qui significativi sono stati i correttivi[71] apportati alla

---

[66] Ove l'idoneità della garanzia doveva essere valutata in relazione ai singoli crediti degli opponenti: così CABRAS, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 130; FENGHI, *La riduzione del capitale, op. cit.,* p. 54; NOBILI, SPOLIDORO, *La riduzione di capitale, op. cit.,* p. 279.

[67] L'eventualità veniva presa in considerazione anche da NOBILI, SPOLIDORO, *La riduzione di capitale, op. cit.,* p. 224, con riferimento all'esecuzione della delibera di riduzione del capitale sociale esuberante, in relazione alla quale si ricordava che «la riduzione del capitale viene eseguita, di regola, con il versamento ai soci di una somma di denaro (benché sia astrattamente concepibile anche un rimborso in natura) o con la rinunzia ad incassare un creditori, pure in denaro (per i conferimento ancora dovuti). Nel primo caso la società dovrà disporre del denaro necessario, o essere in grado di procurarselo (ad esempio, con l'accensione di un prestito o con la vendita di beni sociali), senza pregiudicare il futuro esercizio dell'impresa, quale è previsto dopo la riduzione del capitale. In particolare la società dovrà preoccuparsi che, per ottenere, la liquidità necessaria, non venga alienato un bene essenziale per il futuro esercizio dell'attività sociale o non venga pregiudicato l'equilibrio finanziario dell'impresa».

[68] Come si è efficacemente espresso D'ALESSANDRO, *La scissione delle società,* in *Riv. not.,* 1990, II, p. 875 a sottolineare la contiguità e specularità delle due operazioni straordinarie.

[69] PASQUARIELLO, *Gestione e riorganizzazione dell'impresa nel fallimento,* Milano, 2010, p. 199.

[70] Che la funzione dell'opposizione dei creditori avverso la decisione sia da ricondursi sempre all'esigenza di garantire ai creditori la possibilità di reagire di fronte a scelte di riorganizzazione potenzialmente in grado di pregiudicare la loro garanzia patrimoniale, e non perché con la fusione si determina una novazione soggettiva (così CANDIAN, *Saggi di diritto,* I, Torino, 1931, p. 245) o un'intromissione nella sfera giuridica altrui (così CABRAS, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 158 ss.) trova conferma sia nell'ulteriore e terza ipotesi di esecuzione anticipata della deliberazione di fusione introdotta dalla riforma del 2003, giacché il presupposto affinché possa essere obliterata l'opposizione dei creditori è l'attestazione che la struttura finanziaria delle società partecipanti alla fusione non è tale da richiedere garanzie a tutela dei creditori, sia dal rinvio all'art. 2445 c.c. che, a seguito della riforma del 2003, ammette la possibilità che il Tribunale disponga l'esecuzione della delibera qualora ritenga infondato il pericolo di pregiudizio delle ragioni dei creditori. A ciò si

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

disciplina nel solco di quell'esigenza di liberalizzazione delle decisioni di riorganizzazione societaria che ha ispirato il Legislatore sin dalla redazione del codice del 1865; eppure, detto orientamento non è mai stato spinto sino al punto di asservire completamente le ragioni dei creditori a quelle della società, le quali anzi mantengono intatto il loro diritto di contrapporsi in via preventiva al completamento di tali operazioni (cfr. artt. 2503, 2503-*bis*[72] e 2506-*ter* c.c.[73]).

---

aggiunga quanto previsto nell'art. 13 della Direttiva 78/855 CEE e cioè che «le legislazioni degli Stati membri devono prevedere un adeguato sistema di tutela degli interessi dei creditori delle società partecipanti alla fusione per i crediti che siano anteriori alla pubblicazione del progetto di fusione e che non siano ancora scaduti al momento della pubblicazione. A tal fine le legislazioni degli Stati membri prevedono, quanto meno, che tali creditori abbiano il diritto di ottenere adeguate garanzie, qualora la situazione finanziaria delle società partecipanti alla fusione renda necessaria tale tutela e qualora detti creditori non dispongano già di tali garanzie». In tal senso cfr. PINARDI, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 217; SANTAGATA, *Le fusioni,* in *Trattato delle società per azioni*, 7**, diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 2004, p. 8; SALAFIA, *La fusione delle società commerciali. Introduzione*, in *Soc.*, 1986, p. 934; SCOGNAMILGIO, *Fusione e scissione di società: lo schema di legge di attuazione delle direttive Cee,* in *Riv. dir. comm.,* 1990, I, p. 108; NICCOLINI, *Note minime, op. cit.,* c. 1806; FIMMANÒ, *Funzioni, forma ed effetti dell'opposizione alla fusione*, in *Soc.*, 1998, p. 433 ss.; GUIDOTTI R., *Opposizione dei creditori alla fusione e autorizzazione giudiziale a procedere alla fusione nonostante l'opposizione,* in *Giur. comm.,* 99, II, p. 660. In giurisprudenza Trib. Genova, 13 luglio 1992, in *Riv. not*., 1994, p. 167, secondo cui il fondamento dell'opposizione alla fusione risiede nell'esigenza di evitare il pregiudizio che il creditore sociale può risentire nella prospettiva della confusione dei patrimoni che consegue alla compenetrazione degli organismi sociali; Trib. Milano, 27 ottobre 1997, in *Soc.,* 1998, p. 433, a mente del quale l'opposizione, di cui riconosce la natura contenziosa, è diretta ad accertare l'insufficienza patrimoniale della società risultante dall'operazione e ad evitare il conseguente pregiudizio che deriverebbe al creditore opponente dalla confusione dei patrimoni.

[71] Ne risulta, infatti, ad oggi un quadro normativo in cui, oltre alla riduzione a sessanta giorni[71] dall'ultima delle iscrizioni *ex* art. 2502-*bis* c.c. del termine entro cui i creditori anteriori alla stessa iscrizione possono fare opposizione a norma dell'art. 2445 c.c., lo stesso termine può essere obliterato, anticipando l'esecuzione della delibera, ove consti il loro consenso in ordine all'operazione, ovvero il pagamento dei creditori dissenzienti o deposito delle somme a tal fine necessarie, ovvero, ancora, (secondo quanto aggiunto nel 2003) ove risulti asseverato dalla relazione *ex* art. 2501-*sexies* c.c. redatta da un'unica società di revisione per tutte le società partecipanti che «la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione rende non necessarie garanzie a tutela dei suddetti creditori» (cfr. art. 2503, comma I, c.c.).

[72] Tra i creditori legittimati all'opposizione *ex* art. 2503-*bis* c.c. dovranno poi annoverarsi anche i portatori di strumenti finanziari *ex* art. 2346, comma 6, c.c. ove attributivi di una pretesa di carattere restitutorio ed in quanto tali qualificabili come titoli di debito (così SANTORO, *Art.* 2346, in *Commentario* Sandulli Santoro, II, t. 1, p. 31; MIOLA, *I conferimenti in natura,* in Trattato Colombo – Portale, I***, 2004, p. 270; CACCHI PESSANI, *Art.* 2503, in *Commentario alla riforma delle società,* diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, p. 727).

[73] Il diritto di opposizione dei creditori potrebbe, peraltro, essere in questo caso pregiudicato dalla possibilità prevista dall'art. 2506-*ter,* comma IV, c.c., di esonerare gli amministratori dalla redazione della situazione patrimoniale *ex* art. 2501-*quater* e della relazione *ex* art. 2501-*quinquies* c.c. con il consenso unanime dei soci e degli altri strumenti finanziari dotati di diritto di voto, giacché in tal caso gli stessi «non potendo valutare appieno i rischi connessi alla scissione, potrebbero essere indotti comunque a proporre opposizioni generiche che potrebbero *ex post* risultare infondate ma che

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Lungi, poi, dal preservare lo *status quo,* il Legislatore del 2003 per un verso valorizzava gli spazi di libertà concessi all'autonomia statutaria, per altro verso ampliava le possibilità per i creditori di interferire nelle scelte di gestione della società debitrice incrementando le occasioni di dialogo tra i finanziatori dell'impresa in ordine alle modalità di conduzione della stessa: così il diritto di opposizione dei creditori veniva esteso alle decisioni di trasformazione eterogenea (cfr. art. 2500-*novies* c.c.) e a quelle opzioni di riorganizzazione, «operativamente equivalent[i] alla costituzione di una nuova società»[74], volte a destinare parte[75] del patrimonio sociale alla realizzazione di uno «specifico affare» (cfr. art. 2447-*quater* c.c.). Tramite l'opposizione alla costituzione di patrimoni destinati[76] i creditori sociali mirano ad impedire il

---

comunque complicherebbero e non semplificherebbero l'esecuzione dell'operazione», così PINARDI, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 237.

[74] Così la Relazione illustrativa alla riforma del 2003 con riferimento ai patrimoni destinati di nuova introduzione.

[75] «Per un valore complessivamente non superiore al limite del dieci per cento del patrimonio netto» (art. 2447-*bis,* comma II, c.c.). COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, *op. cit.,* p. 32, ritiene che il limite quantitativo trova giustificazione nell'esigenza che la società non sottragga una parte rilevante del proprio patrimonio alla garanzia dei suoi creditori generali. Ritengono, invece, che il fondamento di detto limite non sia facilmente identificabile MAFFEI ALBERTI, *Art. 2447-bis-Art. 2447-decies* c.c., *op. cit.*, p. 1679; LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria. Prime note sul d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6,* in *Riv. soc.*, 2003, p. 502 ss. Questione particolarmente dibattuta, poi, è se possano essere imputati al patrimonio destinato anche passività, come si potrebbe trarre dal riferimento alla possibilità di conferire nel patrimonio non solo beni ma anche «rapporti giuridici» (cfr. art. 2447-*ter,* comma I, lett. b, c.c.); l'interrogativo non è di scarso rilievo, soprattutto se si ritiene che la finalità di porre il limite del dieci per cento del netto sia quella di non ridurre eccessivamente la garanzia patrimoniale dei creditori sociali, posto che ove si propendesse per la tesi affermativa le dimensioni del patrimonio destinato potrebbero divenire ragguardevoli in proporzione al patrimonio sociale residuo. Propendono per la possibilità di ammettere la destinazione al patrimonio di passività COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2004, p. 33; LENZI, *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare,* in *Riv. not.,* 2003, I, p. 555; D'ALESSANDRO, *Patrimoni destinati e vincoli comunitari,* in *Soc.,* 2004, p. 1061 ss. *Contra* MAFFEI ALBERTI, *Art. 2447-bis-Art. 2447-decies* c.c., in *Il nuovo diritto delle società,* a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, II, p. 1680-1681, il quale ritiene che anche ove si volesse ammettere la possibilità di attribuire al patrimonio destinato passività della società, quanto meno «il rapporto uno a dieci andrebbe comunque conteggiato prendendo a riferimento le sole attività destinato al patrimonio, e non già il netto, e cioè le attività meno le passività».

[76] Su cui cfr. spec. PESCATORE, *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati,* Milano, 2008; FIMMANÒ, *Patrimoni destinati e tutela dei creditori,* Milano, 2008; BARTALENA, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare,* in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 83 ss.; INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare,* in *Soc.,* 2003, p. 296 ss.; LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, *op. cit.,* p. 490 ss.; MANES, *Sui patrimoni destinati ad uno specifico affare nella riforma del diritto societario,* in *Contr. impr.,* 2003, p. 181 ss.; GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società (articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto),* in *Riv. dir. comm.,* 2003, I, p. 639 ss.; DI SABATO, *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria,* in *Soc.,* 2002, p. 665 ss.; LENZI, *I patrimoni destinati, op. cit.,* p. 543 ss.; FERRO LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati,* in *Riv. soc.,* 2002, p. 121 ss.; ID., *I patrimoni «destinati» e i «gruppi» nella riforma societaria,* in *Riv. not.*, 2002, p. 273 ss.; G. GIANNELLI, *Art. 2447-bis ss.,* in *Società di capitali.*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

concretizzarsi nei propri confronti[77] dell'effetto segregativo *ex* art. 2447-*quinquies* c.c.[78], il ché appare quantomai giustificato se si considera che tramite la loro costituzione si consente che parte di quel patrimonio, originariamente integrante la garanzia dell'intero ceto creditorio, venga sottratto, seppure temporaneamente[79], alla

---

Commentario, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 1210 ss.; FAUCEGLIA, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare,* in *Fall.,* 2003, p. 809 ss.; SCARPA, *Dinamicità e congruità del patrimonio destinato ad uno specifico affare,* in *Soc.,* 2010, p. 39 ss.

[77] Nel senso che l'opposizione non impedisce la costituzione del patrimonio destinato, «quanto, piuttosto, perpetua la garanzia patrimoniale generica dei creditori sociali evitando l'esenzione quantitativa dalla responsabilità patrimoniale, per cui non potrà che spiegare effetti a vantaggio dei soli creditori opponenti e non di tutto il ceto creditorio» G. GIANNELLI, *Art. 2447-quater c.c., op. cit.,* p. 1236; INZITARI, *I patrimoni destinati, op. cit.,* p. 298. È certo, peraltro, che nonostante il potere di opposizione così attribuito, la protezione complessivamente offerta ai creditori di società che provvedano alla destinazione patrimoniale è comunque deteriore rispetto a quella che sarebbe loro garantita in caso di scissione – operazione, dagli effetti potenzialmente assimilabili alla destinazione patrimoniale, specie in caso di scissione parziale – o trasformazione, giacché nel primo caso l'art. 2504-*decies,* ultimo comma, c.c., imporrebbe la solidarietà di ciascuna società per i debiti della società scissa non soddisfatti (cfr. LAMANDINI, *I patrimoni «destinati», op. cit.,* p. 501 ss., prospetta la necessità di applicare in via analogica tale disposizione ai patrimoni destinati. Nello stesso senso MANES, *Sui patrimoni destinati ad uno specifico affare*, *op. cit.,* p. 187; MAFFEI ALBERTI, *Art. 2447-bis-Art. 2447-decies* c.c., *op. cit.*, p. 1688; *Contra* SANTAGATA, *Patrimoni destinati e azioni revocatorie (tra diritto attuale e prospettive di riforma),* in *Riv. dir. comm.,* 2005, p. 301 ss. Critici sulla disposizione anche FAUCEGLIA, *Patrimoni destinati, op. cit.,* p. 812; INZITARI, *I patrimoni destinati, op. cit.,* p. 298), mentre nel secondo caso l'art. 2500-*quinques* c.c., richiederebbe come condizione per la liberazione dei soci illimitatamente responsabili dalle obbligazioni pregresse, il consenso espresso dei creditori sociali alla trasformazione.

[78] Peraltro, condivisibilmente, LAMANDINI, *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria*, *op. cit.,* p. 504, ritiene che l'opposizione debba reputarsi infondata ove il patrimonio sia costituito esclusivamente con apporti di terzi.

[79] Una volta realizzato l'affare, infatti, e sempre che nessun creditore ne chieda la liquidazione *ex* art. 2447-*nonies,* comma II, c.c., cessa il vincolo di destinazione e i beni e rapporti giuridici che ne facevano tornano ad essere riassorbiti in quello generale, fermi, tuttavia, i diritti dei creditori particolari del patrimonio destinato (art. 2247-*novies,* comma III, c.c.). Cfr. BACCETTI, *Creditori extracontrattuali, op. cit.,* p. 54, che parla, con riguardo ai creditori di una società che procede alla costituzione di un patrimonio destinato, di «postergazione temporanea (più o meno) prolungata dei propri diritti». Alcuni autori hanno, tuttavia, avanzato la possibilità di prevedere quale «specifico affare» un'attività continuativa, destinata cioè a non esaurirsi entro un orizzonte temporalmente circoscritto: così MAFFEI ALBERTI, *Art. 2447-bis-Art. 2447-decies* c.c., *op. cit.*, p. 1678, il quale nel rilevare l'assonanza della previsione «quando si realizza ovvero è diventato impossibile l'affare» di cui all'art. 2447-*novies* c.c. con quella «per il conseguimento dell'oggetto sociale o per la sopravvenuta impossibilità di conseguirlo» di cui all'art. 2448, comma I, n. 2 c.c., rileva che «così come l'oggetto sociale non potrà mai dirsi conseguito quando sia espresso in termini generici, allo stesso modo l'affare non potrà dirsi realizzato quando abbia ad oggetto un'attività continuativa. Ma, nell'un caso e nell'altro, il fatto che non possa verificarsi quella determinata causa di cessazione o di scioglimento, come non può portare ad escludere che l'oggetto sociale possa essere espresso in termini generici non può parimenti portare ad escludere che l'affare possa consistere in un'attività continuativa»; conf. GUIZZI, *Patrimoni separati e gruppi di società, op. cit.,* p. 646; LENZI, *I patrimoni destinati, op. cit.,* p. 554. *Contra* COLOMBO, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati*, *op cit.,* p. 31 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

sua originaria destinazione per essere vincolata alla soddisfazione di una cerchia più ristretta di creditori.

Infine, con la novella del 2003 il Legislatore si spingeva sino ad attribuire ai creditori sociali il potere di opporsi ad una decisione di interesse primordiale, qual è quella di rivivificare l'organismo societario mediante la revoca dello stato di liquidazione *ex* art. 2487-*ter* c.c., facendo prevalere il proprio interesse al tempestivo rimborso del finanziamento apportato rispetto a quello dei soci alla prosecuzione dell'attività d'impresa e alla ulteriore remunerazione dell'investimento conferito[80].

Ora, se è vero che gli amministratori sono prima di tutto fiduciari dei soci e, dunque, sono tenuti a gestire l'impresa in via prioritaria nel loro interesse, l'attribuzione ai creditori sociali di un diritto di *voice* in merito ad alcune fra le più importanti decisioni organizzative può essere riguardata come la creazione di un eccezionale e «moderno strumento di *corporate governance*» attributivo agli stessi di un potere coerente con il rilievo che l'ordinamento riconosce ai loro interessi nell'esercizio dell'attività d'impresa, «volto a realizzare, e non a superare, limiti alla libera disponibilità del patrimonio del debitore che la legge pone prima, e fuori, dell'opposizione»[81].

---

[80] Sebbene, a tutta prima, le decisioni di revoca dello stato di liquidazione non sembrino incidere sulla capienza della società debitrice, le stesse pongono in realtà le premesse affinché si determini una modifica della composizione patrimoniale, giacché il ritorno alla fase di gestione ordinaria comporta l'assoggettamento del patrimonio sociale ai criteri di gestione di cui agli artt. 2247 e 2394 c.c., ove gli interessi dei creditori alla conservazione dell'integrità patrimoniale, lungi dal costituire l'unico criterio cui orientare la gestione della società (così come avverrebbe successivamente allo scioglimento della stessa a norma dell'art. 2486 c.c.), devono fare i conti con i primari interessi lucrativi dei consociati ai quali gli stessi devono ritenersi comunque subordinati. Cfr. in tal senso anche A. ROSSI, *Il valore dell'organizzazione, op. cit.,* p. 135, ove rileva che le perplessità degli autori che non si spiegano perché i creditori sociali dovrebbero avere interesse ad opporsi alla ripresa dell'attività d'impresa, potenzialmente in grado di generare ulteriore reddito, dovrebbero essere superate non appena si consideri che con l'ingresso nella fase di liquidazione «i finanziatori dell'impresa (soci e creditori) sono esposti ad un *ridotto* rischio d'impresa, conseguente sia alla gestione conservativa imposta, *in primis,* dall'art. 2486 c.c., sia alla migliore posizione dei creditori, rispetto ai soci, a seguito della minore possibilità di distribuire a questi ultimi un risultato dell'attività sociale in base a quanto previsto dall'art. 2491 c.c.». Lo scioglimento della società, infatti, «altera la *misura* di detto patrimonio, portandola dalla ricerca dell'incremento alla ricerca della conservazione del patrimonio sociale» poiché l'art. 2486 c.c. impone agli amministratori «di osservare nella gestione della società una regola di esclusiva ("ai soli fini") di conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale» (p. 142).

[81] CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori, op. cit.,* p. 151.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

2.2. Il diritto di voto dei portatori di strumenti finanziari partecipativi

La forma di ingerenza nella gestione sociale più intrusiva e meglio rispondente alle esigenze di tutela del credito sarebbe certamente quella che consentisse ai creditori sociali di condizionare la volontà sociale direttamente dall'interno, concorrendo, cioè, alla sua stessa formazione, senza dover attendere dall'esterno la sua completa definizione per poi opporre il proprio diniego ove consentito. É, pure, certamente vero, che detto risultato operativo potrebbe essere conseguito solo attribuendo ai creditori sociali l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti, che di per sé, invece, si pone quale prerogativa esclusiva della sola qualità di socio, quale corrispettivo alla prestazione conferitaria. Senonché, come si è già anticipato, il postulato della corrispondenza biunivoca tra socio e voto vede oggi inesorabilmente vacillare uno dei suoi connotati essenziali, ossia la sua sempiterna veridicità, smentita, invero, dalla possibilità di emettere azioni non accompagnate dal diritto di voto, o dal diritto di voto pieno, nonché dall'attribuibilità del voto a soggetti *altri* rispetto ai soci, detentori di quelli che la Sezione V (Capo V, Titolo V, Libro V) definisce strumenti finanziari partecipativi.

Il voto afferente a detti strumenti non può certo considerarsi concorrente alla pari con il voto spettante ai soci all'interno dell'organizzazione societaria, giacché allo stesso è precluso di esprimersi in seno all'assemblea generale degli azionisti e di beneficiare della medesima estensione contenutistica riservata al voto dei consociati; ciò non toglie, tuttavia, che lo stesso sia in grado di conferire al terzo non socio un significativo potere di influenza sulla gestione sociale sufficiente a condizionare dall'interno il processo di formazione della volontà sociale.

La platea sin ora indistinta dei *partecipanti* al contratto sociale, sembra ora arricchirsi di volti nuovi ed inconsueti[82] che al prezzo di un determinato «apporto» entrano a far parte della compagine societaria acquisendone alcuni significativi diritti *partecipativi*[83]. Non può sorprendere, allora, se qualcuno ha voluto vedere negli strumenti finanziari partecipativi *ex* artt. 2346, comma VI, c.c. e 2411, comma III, c.c.

---

[82] Parla di «concorrenzialità nell'ambito della nuova struttura finanziaria della società per azioni» TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, *op. cit.,* p. 144.

[83] Commentano in proposito NOTARI, A. GIANNELLI, *Art. 2346, comma 6*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, p. 84, che «se pertanto si volesse cercare una valenza innovativa dell'art. 2346, comma 6 – non limitandone cioè la funzione ad una mera tipizzazione dell'atipico o ad una semplice ricognizione normativa di strumenti finanziari già ad appannaggio dell'autonomia negoziale – essa dovrebbe essere riconosciuta proprio nella precisione della possibilità di *far partecipare al contratto sociale anche soggetti che non assumono la qualifica di soci*».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

un'opportunità per consentire ai creditori sociali di esprimere la propria *voice* all'interno della compagine sociale[84]: la neutralità causale[85] che il dato normativo sembrerebbe suggerire potrebbe consentire, infatti, la creazione di strumenti che presentino al contempo la caratteristica tipizzante del capitale di rischio (il diritto di voto) e del capitale di credito (il diritto al rimborso del capitale prestato).

Per la verità, non poche sono state le obiezioni avanzate ad una siffatta proposta interpretativa, prima fra tutte la considerazione che la connotazione tipologica delle obbligazioni di per sé escluderebbe la compatibilità tra il diritto al rimborso del capitale prestato e l'attribuzione di diritti amministrativi, in special modo il diritto di voto[86]. Eppure, gli stessi sforzi compiuti da chi, anche sulla scorta delle esperienze

---

[84] Così in particolare A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride, op. cit.,* p. 125 ss. che ha tracciato lo statuto normativo di quelli che egli efficacemente definisce «*voting bond* all'italiana», rifacendosi allo schema dei contratti collegati, già proposti da NOTARI, *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi,* in Aa. Vv., *I contratti per l'impresa. II, Banca, mercati, società,* a cura di G. Gitti, M. Maugeri, M. Notari, Bologna, 2012, p. 315, in alternativa al modello del contratto misto. In particolare, secondo la ricostruzione proposta dall'autore (p. 155 ss.), il collegamento negoziale deriverebbe dalla combinazione della disciplina rinvenibile nel contratto sociale (per tutto ciò che attiene all'attribuzione del diritto di voto e degli ulteriori diritti amministrativi) e nel regolamento di emissione dei *voting bond* all'italiana (per tutto ciò che attiene la disciplina del finanziamento), essendo «atti societari e negozi tesi a realizzare un'operazione economica unitaria» (p. 156, nt. 56). Alla luce del collegamento negoziale l'Autore perviene a fornire una risposta ai tre principali quesiti riguardanti lo statuto normativo dei *voting bond* (1. quale sia l'organo competente a deliberare l'emissione degli strumenti; 2. se e quali limiti devono essere previsti alla loro emissione; 3. qual è la disciplina applicabile all'organizzazione collettiva dei portatori di tali strumenti) «muovendo dal coordinamento armonico delle diverse componenti insite nello strumento finanziario, piuttosto che su un giudizio di prevalenza tra le stesse, assai ostico e potenzialmente arbitrario ogniqualvolta tali componenti si equivalgano sostanzialmente per opposta tipicità» (p. 157).

[85] Così NOTARI, A. GIANNELLI, *Art. 2346, comma 6*, *op. cit.*, p. 53: «nel senso che il legislatore lascia amplissimo spazio all'autonomia statutaria o negoziale delle società emittenti, dando la possibilità di modularne di volta in volta il contenuto secondo le esigenze concrete, così da farne uso in operazioni economiche anche molto diverse tra loro», siano esse tipiche od atipiche. *Contra* FERRI JR, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari,* in *Riv dir. comm.,* 2003, I, p. 814, a mente del quale gli «*strumenti finanziari diversi dalle azioni* […] possono indicarsi, complessivamente, come *titoli di debito*» (corsivo dell'Autore); nello stesso senso cfr. SPADA, *Azioni e Strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali* del Consiglio Nazionale del Notariato, 2004, suppl. n. 2, p. 228; LIBONATI, *I ''nuovi'' strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 8 ss.

[86] In tal senso cfr. CAPOLINO, *Art. 2411,* in *Commentario romano al nuovo diritto delle società,* diretto da F. D'Alessandro, II, Roma, 2011, p. 457; CIVERRA, *Il finanziamento delle società di capitali,* Milano, 2013, p. 182; LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2003, I, p. 534; LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitale,* Bologna-Roma, 2010, p. 36. *Contra* FERRI JR, *Fattispecie societaria, op. cit.,* p. 812 ss. che, invece, ritiene che «una lettura siffatta non risulta in vero convincente: essa, infatti, muove da una convinzione del tutto indimostrata, e che comunque non ci si sente di condividere, in base alla quale gli strumenti finanziari forniti di diritti amministrativi risultano, per ciò solo, estranei al concetto tipologico di obbligazione». Anzi, «a seguito della riforma, il *concetto tipologico di obbligazione* sembra infatti essersi ampliato fino a comprendere, accanto alle obbligazioni "tradizionali", quelle

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

straniere dei *voting bond* e dei *debenture carrying voting rights,* rifiuta la prospettiva di un'irriducibile idiosincrasia tra diritto al rimborso e diritti amministrativi e propone di sussumere nel quadro degli strumenti finanziari partecipativi anche quelli che sottendono un'operazione di finanziamento[87], testimonia di per sé quanto sia già fertile il terreno affinché si ammetta che gli interessi dei creditori possano condizionare in maniera anche particolarmente stringente le scelte di gestione della società debitrice. Se, allora, si ammettesse che il sistema normativo non osta[88] alla emissione di

---

cioè che non comportano né una partecipazione al rischio, né una partecipazione all'organizzazione, anche gli strumenti finanziari che permettono di partecipare a quest'ultima, quelli cioè dotati di diritti amministrativi». TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, *op. cit.,* p. 146, ritiene, invece, il dettato normativo possa legittimare l'attribuzione di diritti amministrativi «quanto meno ad obbligazionisti ad alto rischio, quali, ad esempio, i titolari di obbligazioni subordinate»; cfr. in tal senso già prima della riforma LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali,* Bologna, 2001, 149 e *passim.*

[87] Ammettono la possibilità che la qualifica di strumento finanziario *partecipativo* possa derivare anche dalla presenza dei soli diritti amministrativi, a fronte della presenza di diritti patrimoniali che non partecipano al contratto sociale ma riflettono semplicemente «la natura e la causa dell'operazione economica sottostante all'emissione degli strumenti finanziari» NOTARI, A. GIANNELLI, *Art. 2346, comma 6*, *op. cit.,* p. 81 ss., spec. p. 85; NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2003, I, p. 547; ID., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi,* in Aa. Vv., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari,* Milano, 2003*,* p. 66; A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride, op. cit.,* p. 140; CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di* voice, Milano, 2004, p. 11 ss.; STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2346,* in *Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, 2004, Napoli, I, p. 263. Non condividono, invece, tale impostazione SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali,* in *Dir. banca merc. fin.,* 2003, p. 214; MIOLA, *I conferimenti in natura,* in *Trattato delle società per azioni,* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 1***, Torino, 2004, p. 267 ss.; G. GIANNELLI, *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi,* in *Riv. dir. comm.,* 2006, I, p. 170 ss.; TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, *op. cit.,* p. 149, i quali rifiutano l'idea che possano essere attribuiti diritti amministrativi a strumenti finanziari che siano privi di diritti patrimoniali *partecipativi.* Il che significa che fra i diritti patrimoniali cui fa riferimento l'art. 2346, comma VI, c.c. non possa essere ricompreso il diritto obbligatorio al rimborso del capitale apportato, bensì solo quei diritti alla remunerazione dell'apporto effettuato che maggiormente si avvicinano ai diritti partecipativi connessi al conferimento a titolo di capitale di rischio *tout court*, quali il diritto agli utili ed eventualmente alla ripartizione dell'attivo in sede di liquidazione.

[88] A sostegno dell'astratta compatibilità tra obbligo di rimborso e diritto di voto cfr. A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride, op. cit.,* p. 138 ss. di cui si segnala, in particolare, il riferimento al voto del creditore pignoratizio di cui all'art. 2352 c.c., la cui *ratio* viene ricondotta alla «necessità di consentire al creditore pignoratizio di attuare una più efficace conservazione e amministrazione del bene oggetto di garanzia», dunque, come strumento di tutela a supporto delle ragioni di credito», così come l'Autore ritiene debba esser inteso il voto del portatore dello strumento finanziario incorporante un'operazione di finanziamento. Certamente, a differenza degli strumenti finanziari partecipativi, il voto del creditore pignoratizio non si configura come un diritto di voto *aggiuntivo* rispetto a quelli originariamente previsti a favore degli azionisti, operandosi piuttosto un trasferimento del diritto di voto incorporato nelle azioni oggetto di pegno in capo al creditore pignoratizio. Sul punto cfr. anche (e soprattutto) POLI, *Il pegno di azioni,* Milano, 2000, p. 264 ss. secondo cui il creditore pignoratizio «è titolare del diritto di voto e legittimato all'esercizio [del diritto di voto] *iure proprio*».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

strumenti finanziari che accanto al diritto al rimborso attribuiscano anche il diritto di voto, da intendersi essenzialmente come «*strumento di tutela a supporto delle ragioni di credito*» senza incidere sulla qualificazione causale del rapporto contrattuale sottostante «contaminandolo con elementi tipici della causa associativa»[89], si aprirebbero scenari inconsueti quanto all'ingerenza dei creditori nella *governance* dell'impresa finanziata.

Sebbene non possa essere esercitato nell'assemblea generale degli azionisti, il diritto di voto ben potrebbe spingersi sino ad assumere la connotazione di un vero e proprio veto in ordine al compimento di quelle scelte di gestione che tendessero a modificare il profilo di rischio esistente all'atto della concessione del finanziamento, attribuendo efficacia reale al meccanismo operativo proprio dei c.d. *restrictive covenants*[90]. Ulteriormente, la possibilità di nominare un amministratore indipendente[91], necessariamente di minoranza[92], consentirebbe ai creditori di esercitare, per il tramite del consigliere nominato, un costante monitoraggio sulla

---

[89] A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride, op. cit.,* p. 142. In tal modo l'Autore supera le obiezioni di quanti ritengono ontologicamente incompatibile il diritto di voto con lo *status* di creditore sociale, in quanto «controparte del debitore nell'ambito di un rapporto contrattuale sinallagmatico avente ad oggetto il trasferimento temporaneo di ricchezza a fronte di una remunerazione periodica (di regola sotto forma di interessi)» di guisa che «il creditore non sarebbe quindi legittimato (né tantomeno interessato) ad assumere alcun ruolo di intervento nella gestione della società debitrice, neanche indirettamente tramite l'attribuzione del potere di nomina di uno o più amministratori».

[90] Così ad esempio, il veto potrebbe essere posto rispetto al compimento di operazioni straordinarie (come la modifica dell'oggetto sociale, il trasferimento parziale o totale dell'azienda, le decisioni di fusione o scissione) ovvero anche rispetto al compimento di atti di gestione ordinaria (come l'approvazione del bilancio di esercizio). Cfr. in tal senso TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, *op. cit.,* p. 157. In altri termini, il diritto di voto consente di attribuire efficacia reale agli impegni, positivi o negativi, assunti dalla società debitrice quale condizione per l'accensione del finanziamento: così A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride, op. cit.,* p. 142, nt. 31; TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, *op. cit.,* p. 157; VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni,* Torino, 2012, p. 281.

[91] Si ritiene di aderire all'opinione che interpreta il carattere dell'indipendenza come meramente descrittivo, volto, cioè, a chiarire la natura che è destinato ad avere tale consigliere «quasi per definizione indipendente dalla scelta degli altri amministratori ad opera della maggioranza assembleare» (così NOTARI, A. GIANNELLI, *Art. 2346, comma 6*, *op. cit.,* p. 102-103), dotato, dunque, di una posizione di «autonomia rispetto agli interessi di cui è portatore il capitale azionario» (così CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi, op. cit.,* p. 117).

[92] Con soluzione, pertanto, non coincidente con quella ammessa nel modello americano ove è possibile che anche la maggioranza dei membri del *board* sia di nomina creditizia. Sicché anche ove si ritenesse che a fronte della creazione di più categorie di strumenti finanziari dovrebbe essere riconosciuto il diritto di nomina di un consigliere e/o sindaco indipendente per ciascuna di dette categorie, è comunque necessario che la maggioranza degli amministratori sia espressione dei soci: così NOTARI, A. GIANNELLI, *Art. 2346, comma 6*, *op. cit.,* p. 104; NOTARI, *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.,* in *Soc.,* 2005, p. 7. *Contra* CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi, op. cit.,* p. 118.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

gestione della società finanziata[93], assicurando che l'organo amministrativo, nella determinazione dell'interesse sociale concreto, «prenda in considerazione *anche* gli interessi dei titolari degli strumenti finanziari»[94] e provveda a far sì che «la società debitrice sia in grado di far fronte alle proprie obbligazioni di pagamento o, quantomeno, non incrementi il rischio di mancato rimborso mediante scelte gestionali o modifiche statutarie inopportune»[95]. È vero, infatti, che gli amministratori sono gravati anche del dovere di conservazione dell'integrità patrimoniale nell'interesse dei creditori ma è altresì vero che l'insediamento nell'organo gestorio di un rappresentante del ceto creditorio meglio assicurerebbe che gli interessi speculativi dei soci vengano adeguatamente ponderati con le ragioni del credito, specie in considerazione del carattere di *indipendenza* richiesto al loro rappresentante che vede in questo caso mutare il proprio usuale significato «dalla posizione di neutralità a quella di *dipendenza* dal gruppo designante»[96]. Se, poi, si tiene conto del fatto che il Legislatore non fissa nelle s.p.a. chiuse un numero minimo dei componenti il consiglio di amministrazione, la capacità per l'amministratore nominato dai portatori di strumenti finanziari partecipativi di incidere dall'interno sull'*iter* di formazione della volontà dell'organo gestorio appare potenzialmente in grado di assumere rilevanza decisiva ove l'organo si riduca a pochi membri[97].

Il quadro giuridico così, ipoteticamente, descritto si arricchisce di tinte ancora più inedite se si tiene conto della possibilità di combinare la forza intrusiva garantita dal diritto di voto con altri fra i diritti amministrativi spettanti ai soci – ivi compresi, in particolare, il diritto di impugnare le delibere assembleari invalide (tra le quali anche la delibera di approvazione del bilancio) o di denunciare fatti censurabili al collegio

---

[93] Così TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi", op. cit.,* p. 159; MIOLA, *I conferimenti in natura, op. cit.,* p. 286-287. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi, op. cit.,* p. 107, ritiene che il conferimento della prerogativa in esame garantisca ai portatori degli strumenti finanziari «un accesso più diretto alle informazioni inerenti l'impresa sociale».

[94] Così TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi", op. cit.,* p. 159. Al riguardo PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi,* in *Riv. soc.,* 2003, p. 1299 è giunto a ritenere «ormai incrinato il rapporto fiduciario esclusivo fra azionisti ed amministratori» proprio perché «nell'organo di gestione entra, infatti, la rappresentanza di interessi diversi da quelli degli azionisti (a loro volta non omogenei)».

[95] Così testualmente A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride, op. cit.,* p. 142, che rammenta come ciò possa avvenire sempre «allo scopo di assicurare che la società debitrice sia in grado di far fronte alle proprie obbligazioni di pagamento o, quantomeno, non incrementi il rischio di mancato rimborso mediante scelte gestionali o modifiche statutarie inopportune».

[96] CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi, op. cit.,* p. 116, il quale ulteriormente chiarisce che lo stesso amministratore potrà essere incaricato anche di deleghe gestorie.

[97] Cfr. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere, op. cit.,* p. 396, ove si considera anche l'eventualità che il consiglio sia composto da più di due amministratori ma sia richiesto il voto unanime dei consiglieri per tutte od alcune decisioni.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

sindacale o gravi irregolarità nella gestione al Tribunale, il diritto di convocare l'assemblea degli azionisti e di intervenirvi, i diritti di informazione riconosciuti ai soci nonché lo stesso diritto di esercitare l'azione sociale di responsabilità nei confronti di amministratori e sindaci, aggirando il limite processuale di cui al II comma dell'art. 2394 c.c. – e, forse, ove lo si ritenga possibile – diritti amministrativi diversi da quelli spettanti ai soci quali il diritto di intervento in consiglio di amministrazione e/o nel comitato esecutivo, ovvero diritti informativi qualificati in merito alla gestione sociale, come il diritto di «richiedere relazioni all'organo amministrativo in materia di gestione; di designare figure dirigenziali in determinati rami aziendali in ragione della specifica professionalità richiesta e dell'interesse dei finanziatori; […] di essere consultati in sede di redazione del bilancio»[98].

2.3. I business covenants *come fonte negoziale del potere di ingerenza sulla gestione dell'impresa finanziata*

Il quadro normativo fin ora esaminato non tiene conto del fatto che significativi margini di asservimento agli interessi dei creditori possono essere pattuiti dalla stessa società debitrice per ottenere la concessione di un finanziamento. Come spesso è avvenuto nell'esperienza della contrattazione tra parti commerciali si è giunti progressivamente ad uniformare, tipizzandolo, il contenuto delle previsioni negoziali accessorie ai contratti di finanziamento attributivi al creditore di diritti più o meno invasivi della libertà di gestione dell'impresa finanziata. Il riferimento va, in particolare, ai c.d. *business covenants*[99], previsioni contrattuali tra l'impresa ed il

---

[98] ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società,* Bologna, 2004, p. 131; conf. TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi"*, *op. cit.,* p. 154; CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi, op. cit.,* p. 107, nt. 217; NOTARI, A. GIANNELLI, *Art. 2346, comma 6*, *op. cit.,* p. 106. *Contra* STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2346, op. cit.,* p. 265, secondo cui «i diritti amministrativi cui fa riferimento il 2346, ult. co. sono esclusivamente quelli che competono ai soci, individualmente, per partecipazioni di misura predeterminata o in assemblea».

[99] Tema che ha particolarmente interessato la dottrina solo recentemente, in considerazione della sempre più ampia diffusione degli stessi nell'ordinamento nordamericano: cfr. i contributi di MOZZARELLI, Business covenants, *op. cit.*; PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione della società per azioni,* Milano, 2013; CUOMO, *Il controllo societario da credito,* Milano, 2013; PIEPOLI, *Profili civilistici dei* covenants, in *Banca borsa, tit. cred.,* 2009, I, p. 498; SCANO, Debt covenants *e governo delle società per azioni solventi: il problema della* lender governance, in NDS, 2011, p. 14; PATRONI GRIFFI, *I* covenants *finanziari. Note introduttive,* in *RDS,* 2009, p. 601; G. GIANNELLI, Covenants *finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi,* in RDS, 2009, p. 609; PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di* covenants *finanziari,* in *Riv. dir. soc.,* 2009, III, p. 627; SANTOSUOSSO, Covenants *finanziari: rischio*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

finanziatore che impongono alla prima l'assunzione di determinate obbligazioni comportamentali di *facere* e *non facere,* quale condizione per la concessione del prestito. Gli stessi rispondono alla principale funzione di «mitigare in via negoziale il conflitto fra il finanziatore, da una parte, ed i soci di controllo (nelle società chiuse) o i *managers* (nelle *public companies*), dall'altra»[100], riducendo il rischio di comportamenti opportunistici ed abbassando, al contempo, il costo del finanziamento[101].

I *covenants* si pongono, pertanto, accanto alle garanzie reali, come «specifico strumento di governo contrattuale del rischio» del finanziamento distinguendosi, tuttavia, dalle stesse in quanto inidonei a precostituire una prelazione in favore del finanziatore, essendo piuttosto diretti, attraverso «diritti di controllo e di sorveglianza sulla gestione», a definire «un quadro preventivo dell'influenza sulle decisioni aziendali tale da allontanare la prospettiva dell'insolvenza del debitore»[102]. In tal senso, si è parlato dei *covenants* come di «garanzie atipiche» stante la loro capacità di tutelare le ragioni del credito tramite la costituzione di un vincolo non già su determinati beni sociali, bensì sulla stessa discrezionalità gestoria dell'impresa

---

d'impresa e responsabilità gestionali, in RDS, 2009, p. 639; PALMIERI, *I* bond covenants, in BIS, 2006, p. 247. Riferimenti anche in MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo,* in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive,* a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, 2007, 1, p. 526; PISANI, *Il controllo dei creditori, op. cit.,* p. 292 ss.; RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione,* equity kickers *e* restrictive covenants, in *Giur. comm.,* 2008, I, p. 1088.

[100] PICARDI, *Il ruolo dei creditori, op. cit.,* p. 82. Cfr. anche PALMIERI, *I* bond covenants, *op. cit.,* p. 256, che identifica «la principale ragione dello sviluppo del fenomeno dei *covenants bonds* nella prassi finanziaria estera, *in primis* nel mercato statunitense delle emissioni *high yield,* […] nella esigenza di contenere il naturale conflitto fra azionisti e obbligazionisti, riducendo di conseguenza il costo del finanziamento». È interessante, peraltro, rilevare come la dottrina che si è occupata dei *covenants* ammetta, senza alcuna riserva, l'esistenza di una tensione conflittuale tra soci e creditori che pervade tutta la durata della vita dell'impresa: cfr. infatti ancora PALMIERI, *I* bond covenants, *op. cit.,* p. 256, secondo cui «è evidente infatti come il capitale di rischio (o spesso quelle sole frazioni legate da un patto di controllo), soprattutto nelle società con uno scarso credito finanziario, sia naturalmente spinto ad intraprendere operazioni finanziarie che producano il maggior utile ottenibile al fine di una corresponsione dei dividendi, quasi sempre nel breve corso di pochi esercizi sociali. Tali politiche si scontrano nettamente con l'interesse dei creditori, teso alla salvaguardia di una costante redditività aziendale, nonché avverso ad un indirizzo di divisione degli attivi per l'intera durata del prestito accordato».

[101] Rileva, infatti, MOZZARELLI, Business covenants, *op. cit.,* p. 6-7, che «il costo del credito sarà inversamente proporzionale al rischio del debitore, rappresentato dalla probabilità di *default* del debitore» che, quindi, si pone quale «criterio essenziale per definire il rischio del credito e dunque il suo prezzo». Poiché detta variabile è influenzata sia da fattori esogeni che endogeni e poiché «gli eventi esterni sono, per definizione, incontrollabili», i *covenants* si concentrano solo sui secondi, ossia «sulla condotta del debitore».

[102] PIEPOLI, *Profili civilistici dei* covenants, *op. cit.,* p. 500-501.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

debitrice operando, quindi, come «fonte di disciplina convenzionale dell'esercizio di un'attività di impresa»[103].

Detto effetto, per la verità, non è proprio di tutti i tipi di *covenants* e, in particolare, non è proprio degli c.d. *affirmative covenants* che, imponendo al debitore specifici obblighi informativi, rispondono alla finalità di ridurre i costi di monitoraggio senza, tuttavia, arginare direttamente il rischio che i soci cedano ai propri azzardi morali[104]. La stessa proprietà può, invece, dirsi caratterizzare i c.d. *negative covenants* i quali, impegnando il debitore in specifici obblighi di *non facere,* sono in grado di restringerne variamente il margine d'azione[105], potendo spaziare dalla limitazione della libertà di distribuzioni in favore dei soci, alla preclusione dell'incremento del livello di indebitamento o del compimento di operazioni di riorganizzazione, sino alla imposizione del rispetto di determinati *ratios* finanziari (c.d. *financial covenants*).

Nel «*trade-off*» tra l'interesse del creditore «ad essere garantito finanziariamente» e quello della società debitrice «a mantenere la più ampia flessibilità possibile»[106], la misura del consenso da quest'ultima prestato alla limitazione della propria libertà d'impresa quantifica la capacità del creditore di condizionarne *ex ante* l'ampiezza della sua discrezionalità gestoria, incidendo sul perimetro della diligenza richiesta e sul grado di intrusività del sindacato giudiziale sulle scelte di gestione[107].

L'assetto di potere appena tratteggiato è, poi, destinato ad essere ridisegnato ulteriormente in favore del creditore non appena si verifichi uno degli *events of default* predeterminati nel contratto di finanziamento che, è bene sottolinearlo, non si identificano necessariamente con l'ingresso della società in una fase di crisi. Prima, infatti, di far seguire all'inadempimento contrattuale le gravose conseguenze della risoluzione o della decadenza del beneficio del termine[108], i *covenants* tendono a

---

[103] G. GIANNELLI, Covenants *finanziari*, *op. cit.,* p. 610; MAZZONI, *Capitale sociale, op. cit.*, p. 526.
[104] V. MOZZARELLI, Business covenants, *op. cit.,* p. 14-15.
[105] Osserva, in proposito, BRATTON, *Bond Covenants*, *op. cit.,* p. 50: «*the longer the list of prohibited outcomes, the stronger the control*».
[106] PICARDI, *Il ruolo dei creditori, op. cit.,* p. 84.
[107] Posto che «maggiore è la prevedibilità […] del rischio, più pregnante deve essere il potere di sostituirsi all'amministratore, sino ad infrangere la regola dell'astensione», così SANTOSUOSSO, Covenants *finanziari, op. cit.,* p. 645, che precisa: «in questo senso, i vincoli dei *covenants* attengono non soltanto alle modalità ma anche alla scelta in sé dell'agire gestionale», con la conseguenza che il sindacato del giudice dovrà richiedere «una valutazione sostanziale e di merito, e non formale e di procedura».
[108] Anche in considerazione del fatto che «*contrary to much of the conventional wisdom, however, financial covenant violations are common, and they do not typically presage financial distress*», così TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance,* in 57 *UCLA L. Rev.,* 2009, p. 150.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

favorire una nuova «conversazione»[109] tra debitore e finanziatore per addivenire alla rinegoziazione delle condizioni del prestito ove l'impresa sarà costretta a scegliere fra l'immediata restituzione del finanziamento e la rinuncia ad ulteriori margini della propria libertà di gestione. É chiaro, allora, che la scelta della seconda opzione può porre seriamente in dubbio l'effettiva allocazione del potere di controllo[110] sull'impresa finanziata, tanto più ove il finanziatore ottenga l'assenso dell'impresa ad operare un *revirement* della propria politica finanziaria in senso maggiormente prudenziale e/o ad operare cambiamenti a lui graditi ai vertici dirigenziali.

Il grado di pervasività del vincolo sulla gestione sociale cui detto strumento contrattuale può condurre, peraltro esponenziale rispetto all'importanza strategica del finanziamento sotteso, solleva interrogativi di rilievo sistemico sul piano della legittimità di una tale forma di ingerenza del creditore nella gestione dell'impresa finanziata[111] e della sua riconducibilità ai presupposti dell'influenza dominante esercitata in virtù di quei «particolari vincoli contrattuali» cui fa riferimento il comma I, n. 3, dell'art. 2359 c.c.[112]. Non è certo il fine di questa ricerca tentare di dare risposte

---

[109] L'espressione è ripresa dall'efficace immagine di TUNG, *Leveage in the Board Room, op. cit.,* p. 134: «*the violation triggers a conversation between the lender and the firm's management*».

[110] Ci si riferisce, qui, al controllo inteso in senso pre-giuridico, economico, come potere fattuale di influenzare le decisioni dell'impresa finanziata: cfr. STELLA RICHTER JR, *"Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci,* Milano, 1996, p. 87; CUOMO, *Il controllo societario, op. cit.,* p. 3, nt.7; SCANO, Debt covenants, *op. cit.,* p. 19, che in nt. 21 precisa come il termine controllo sia qui utilizzato in senso economico. Cfr. TUNG, *Leverage in the Board Room, op. cit.,* p. 160 che sottolinea come «*the covenant violation essentially causes a change of control in favor of the lender, giving the lender some latitude to effect changes in the borrower's business*». Cfr. anche MAZZONI, *Capitale sociale*, *op. cit.,* p. 526-527, che identifica negli *events of default* «lo *starting point* della crisi ufficiale di una determinata impresa e, al contempo, lo *starting point* di un monitoraggio molto stretto sulla sua gestione da parte del più importante creditore o gruppo di creditori […] che in ipotesi decida di sostenere il tentativo stragiudiziale di risanamento, implicitamente scartando o opponendosi alla opzione alternativa di lasciare l'impresa andare verso l'insolvenza». Conf. PIEPOLI, *Profili civilistici dei* covenants, *op. cit.,* p. 505.

[111] Cfr. in particolare la posizione di PIEPOLI, *Profili civilistici dei* covenants, *op. cit.,* p. 513 ss. che ritiene, infatti, come «il limite invalicabile per l'autonomia privata [sia] definito dalla necessità di non operare un sostanziale svuotamento della libertà economica del debitore» (p. 515) con la conseguenza che dovrà ritenersi radicalmente nullo quel contratto che restringa in maniera illecita l'autonomia imprenditoriale, la libertà di iniziativa ed il potere di disposizione del debitore (p. 519).

[112] Cfr. in tal senso RIMINI, *Il prestito mezzanino, op. cit.,* p. 1093; PICARDI, *Il ruolo dei creditori, op. cit.,* p. 169 ss. e 203 ss.; soprattutto CUOMO, *Il controllo societario da creditori, op. cit.,* p. 181 ss. e 225 ss. *Contra* MOZZARELLI, Business Covenants, *op. cit.,* p. 134, secondo cui l'attività del *lender* non sembra «strutturalmente idonea ad essere ricondotta sotto l'ombrello dell'attività di direzione e coordinamento, mancando al rapporto con il debitore quella dimensione unitaria di impresa gruppo, condizione discriminante per l'accesso alla disciplina di cui agli artt. 2497 c.c. ss.». Rileva PENNISI, *La responsabilità della banca, op. cit.,* p. 632, che nell'ipotesi di *covenants* che impongono obblighi definiti e precisi (ad es. il divieto di pagare dividendi oltre un certo ammontare prestabilito) «appare difficile ipotizzare l'esercizio di una attività di direzione, a meno che la banca non riesca ad imporre

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

ai dubbi interpretativi appena sollevati; quel che, invece, importa è rilevare come il fenomeno dei *covenants* corrobori ulteriormente l'idea dell'inesistenza di un'idiosincrasia sistemica fra gestione d'impresa ed interessi dei creditori, giacché ove la stessa dovesse considerarsi effettivamente esistente dovrebbe condurre alla declaratoria di invalidità di previsioni negoziali che abbiano l'effetto di condizionare gli interessi dei soci ai desiderata dei creditori sociali, sconquassando in maniera inaccettabile quell'ordine monoteistico che si suppone costituire le fondamenta dell'impresa societaria moderna.

Eppure, il fatto che l'ordinamento giuridico non reagisca di fronte a pattuizioni di tal fatta ci sembra un indice più che sufficiente a deporre in favore dell'ammissibilità di un vincolo alle scelte di gestione della società debitrice che risponda agli interessi dei creditori, tanto più che è lo stesso Legislatore a non escludere un certo grado di permeabilità della gestione dell'impresa societaria agli interessi degli apportatori di capitale di debito, ed anzi proprio con gli obblighi di cui all'art. 2394 c.c. esige un doveroso costante contemperamento degli interessi lucrativi e speculativi dei consociati con quelli più prudenti e conservativi degli altri finanziatori[113]. Le previsioni negoziali contenute nei *covenants,* in altri termini, non farebbero altro che ampliare ed ulteriormente specificare il novero di quegli obblighi di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale che il Legislatore già impone *ex* art. 2394 c.c., concorrendo a rafforzare ulteriormente la posizione dei creditori sociali oltre quanto sarebbe loro già riconosciuto in via normativa.

Da quanto detto conseguirebbe, allora, che l'invalidità delle previsioni contrattuali in parola potrebbe essere prospettata solo ove le stesse fossero in grado di vulnerare la

---

comportamenti ulteriori rispetto a quelli previsti in contratto. Se invece il *covenant* fosse strutturato in modo da attribuire alla banca un potere discrezionale di influenza sulle scelte gestionali della società, la posizione di controllo, attribuita dal contratto, potrebbe concretizzarsi in attività di direzione». Conf. SPOLIDORO, *Il concetto di controllo nel codice civile e nella legge* antitrust, in *Riv. soc.,* 1995, p. 485. Non pare, peraltro, che tali siffatte previsioni contrattuali possano integrare di per sé gli estremi del contratto di dominio posto che il *covenant* non avrebbe ad oggetto l'attribuzione del potere di impartire direttive vincolanti, bensì l'influenza dominante verrebbe esercitata «indirettamente ed in via di fatto» (LAMANDINI, *Il «controllo». Nozioni e tipo nella legislazione economica,* Milano, 1995, p. 186 ss.) per effetto del particolare contenuto delle clausole contrattuali.

[113] Cfr. anche MOZZARELLI, Business Covenants, *op. cit.,* p. 97 per cui «se, dunque, si può legittimamente ritenere che principe del processo decisionale è l'organo amministrativo […] ciò non significa che tale potere sia privo di vincoli e non debba tenere conto delle istanze che provengono dai diversi finanziatori […] *in primis* da parte dei soci e dei creditori della società. Ciò risulta immediatamente evidente dal fatto che nei confronti di queste due categorie, soci e creditori, è lo stesso legislatore a imporre agli amministratori delle responsabilità in caso di violazione di determinati obblighi (artt. 2392-2394 c.c.), ribadendo così, da un lato, il ruolo di *agent* proprio dell'amministratore e, dall'altro, la molteplicità dei *principals* considerati, non solo i soci, ma anche – seppur in modo diverso – i creditori sociali».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

disciplina (questa sì) imperativa dell'organizzazione corporativa delle società di capitali, in modo tale da allocare in capo ai creditori sociali una funzione, quella gestoria, che quantomeno nella s.p.a. risiede in via esclusiva in capo all'organo amministrativo, che ne dispone secondo propria ragionevole discrezione. Nulla, invece, esclude la legittimità di pattuizioni che rendessero la gestione dell'impresa maggiormente porosa agli interessi del ceto creditorio rafforzando i già esistenti contrappesi alla tensione speculativa ed opportunistica dei soci, giacché, come si è cercato di dimostrare sin ora, nessuna incompatibilità ontologica può darsi tra attività d'impresa ed interessi dei creditori[114].

3. L'interesse dei creditori come limite esterno al perseguimento dell'interesse dei soci

Pure di fronte ad una riforma quale quella del 2003 che, nelle sue intenzioni, voleva emanciparsi dal modello renano che «assegna al diritto societario l'obiettivo centrale di tutelare l'interesse dei creditori alla conservazione della loro garanzia» ed accogliere le suggestioni dell'ordinamento statunitense in cui lo *shareholder value* si pone quale «finalità primaria della s.p.a. e dei suoi amministratori», il sistema di diritto societario italiano non ha potuto rinnegare se stesso rinunciando a tutelare in via normativa gli interessi dei terzi relegandone la protezione alla contrattazione privata ovvero al solo approssimarsi della *twilight zone.* Permangono intatti anche dopo il 2003 quei presidi normativi inderogabili che la prospettiva storica ci ha consegnato come parte integrante del nostro diritto commerciale e che rintracciano nei doveri di gestione posti dall'art. 2394 c.c. la loro estrema sintesi.

Lungi dall'essere ridotto ad un ruolo subalterno, il ceto creditorio, come si è cercato di dimostrare sin qui, è sempre stato confermato dal Legislatore domestico quale interlocutore privilegiato, sovente anche diretto, con chi, all'interno

[114] Cfr. PICARDI, *Il ruolo dei creditori, op. cit.,* p. 5, ove ricorda che nonostante il fenomeno della *lender governance,* ossia quello dell'influenza dei creditori sulla *governance* dell'impresa, sia uno «degli aspetti meno studiati», «l'incidenza di questi ultimi sui processi decisionali societari – fondata su una relazione fra i primi e le sue società debitrici durevole e flessibile, in quanto adattabile al continuo evolvere delle circostanze e delle caratteristiche della singola entità finanziata – risulta essere assai pervasiva e tutt'altro che circoscritta ad uno stato di insolvenza o di prossimità della crisi dell'impresa. Si è al cospetto, piuttosto, di una *situazione fisiologica,* per effetto della quale le banche e gli altri creditori forti godono di poteri di monitoraggio e di ingerenza nella conduzione delle società debitrici, con una conseguente limitazione della discrezionalità degli amministratori di queste ultime anche nello svolgimento *ordinario* dell'attività d'impresa» (corsivo aggiunto).

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

dell'organizzazione corporativa, è incaricato di gestire la società, sì che una tale architettura di sistema ci pare comprovi ampiamente l'insussistenza di obiezioni positivamente giustificate alla possibilità che gli interessi dei creditori assumano rilievo per tutto il corso della vita dell'impresa vincolando anche la discrezionalità degli amministratori nell'esercizio della loro funzione di diligente gestione. Se, infatti, è vero che la stessa attività d'impresa, in ogni atto in cui si realizza, comporta di per sé una disposizione del patrimonio sociale[115] su cui si appunta l'interesse mediato[116] del ceto creditorio, è altresì vero che quest'ultimo sarà costantemente esposto al rischio di subire le conseguenze negative degli azzardi morali dei soci, rispetto ai quali non è detto che gli strumenti di reazione concessi in via normativa o pattuiti in via convenzionale[117] siano un presidio sufficiente.

Il fatto, poi, che l'esperimento dell'azione prevista dalla stessa norma sia subordinato all'insufficienza patrimoniale non ci pare costituire un elemento sufficiente ad indebolire la forza precettiva degli obblighi presupposti restringendone la dimensione temporale alla sola crisi o financo pre-crisi[118]; piuttosto da tale circostanza è consentito solo desumere un limite temporale prima del quale non può

---

[115] GALGANO, *La società per azioni, op. cit.,* p. 301; ID., *Degli amministratori di società personali,* p. 39, nt. 91.

[116] Come si è già avuto modo di precisare altrove, con riguardo agli interessi di cui è portatore il ceto creditorio si può distinguere tra un interesse immediato alla restituzione del capitale prestato ed un interesse mediato a che la gestione della società debitrice sia improntata alla conservazione del patrimonio sociale quale unica garanzia di soddisfacimento dell'interesse immediato.

[117] Del resto, la stessa opportunità di ovviare ai predetti inconvenienti in via contrattuale sconta il peso ineludibile della realtà che certo non consente a tutti i creditori di negoziare i termini del finanziamento (si pensi solo ai creditori involontari, ma anche ai fornitori, artigiani, professionisti e lavoratori dipendenti che non possono riconoscersi nelle condizioni di opporre un rifiuto o subordinare il proprio consenso al rilascio di garanzie, «ciò che il più delle volte indurrebbe il potenziale debitore a rivolgersi a una controparte meno esigente»: così BRIOLINI, *Capitale sociale e metamorfosi della tutela dei creditori nel diritto societario più recente,* in *Banca brosa tit. cred.,* 2016, p. 162) e che, in ogni caso, esclude che le concessioni contrattuali ottenute dai creditori forti possano costituire un'efficace tutela anche per i creditori deboli. Una tutela che si basi unicamente su meccanismi di protezione contrattuale «non sfugge, pertanto, alla critica di incorrere nei c.d. *collective action problems,* posto che la condotta di alcuni non è idonea ad incrementare il benessere aggregato di tutte le parti coinvolte, nella specie i creditori deboli», così BRIZZI, *Doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 45. Cfr. anche STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci, op. cit.,* p. 30 ss., spec. p. 32, secondo cui «normalmente (ed ovviamente) i creditori dotati di maggiore capacità negoziale configurano i *covenants* in modo corrispondente ai loro interessi, i quali non necessariamente coincidono – soprattutto in caso di crisi del debitore – con quelli dei creditori più deboli. Alcune condizioni incluse negli accordi contrattuali tra i creditori forti e la società debitrice possono, al contrario, incidere negativamente sulla posizione della parte più debole del ceto creditorio». Anzi, le conseguenze derivanti dalla violazione dei *covenants* possono essere tali da pregiudicare anche irreversibilmente la stessa condizione finanziaria della società, con evidenti ripercussioni negative sulla posizione di coloro che sono parti del contratto. Cfr. anche MÜLBERT, *A Synthetic View, op. cit.,* p. 377.

[118] Così invece ritiene ZOPPINI, *Emersione della crisi e interesse sociale, op. cit.,* p. 55.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

essere esercitata un'ingerenza diretta dei creditori sociali nella gestione dell'impresa debitricetramite l'esercizio dell'azione[119], fermo restando, peraltro, che una volta esperita l'azione potranno essere censurate «anche le ulteriori condotte pregresse che hanno integrato la violazione di questo canone»[120] senza alcuna preclusione temporale.

Tramite la giustapposizione dell'obiettivo della conservazione dell'integrità del patrimonio sociale rispetto a quello del lucro oggettivo, dunque, il Legislatore non ha fatto altro che proiettare anche sui criteri che presiedono alla gestione dell'impresa azionaria quella contrapposizione tra interessi dei creditori e dei soci che emerge da tutto il sistema normativo e che conosce nel tipo della s.p.a. la più ampia possibilità di confronto.

Le plurime disposizioni previste a tutela del ceto creditorio ed in particolar modo l'art. 2394 c.c., devono, allora, essere intese come volte ad identificare negli interessi dei creditori il *limite esterno*[121]alla massimizzazione degli interessi degli soci, operante

---

[119] Condivide tale prospettiva MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 60 che ravvisa nell'azione *ex* art. 2394 c.c. sia un limite all'opportunismo dei soci che il confine all'ingerenza dei creditori stessi nella gestione della società.

[120] LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 76, che, infatti, ricorda come la crisi rappresenti «uno stato dinamico e progressivo» e sia «solitamente generata da una pluralità di concause», sicché «qualsiasi condotta illegittima degli amministratori che ha pregiudicato il patrimonio della società consente di esercitare l'azione *ex* art. 2394 c.c., una volta che questo si è rivelato insufficiente a far fronte ai debiti sociali».

[121] JAEGER, *L'interesse sociale, op. cit.,* p. 144; ID., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo),* in *Giur. comm.,* 2000, I, p. 799 ss.; A. ROSSI, *Il valore dell'organizzazione, op. cit.,* p. 143, per il quale l'art. 2394 c.c. funge da «controspinta, *si licet,* ad una gestione mirante alla ricerca dell'aumento del patrimonio (*ex* art. 2247 c.c.), che potrebbe essere contaminata dalla propensione all'azzardo morale derivante dalla responsabilità limitata dei soci»; MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 30, per il quale l'interesse dei creditori non deve costituire l'obiettivo dell'azione degli amministratori, quanto, piuttosto, un suo «confine»; LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 70, secondo cui «il dovere di conservazione *ex* art. 2394, comma 1, c.c. segna in ogni circostanza (e non solo in presenza [di uno] stato patologico) un limite al perseguimento dell'interesse degli azionisti da parte degli amministratori»; TINA, *L'esonero da responsabilità, op. cit.,* p. 133, che attribuisce agli interessi di soggetti estranei alla compagine sociale il carattere di «limite tecnico esterno alla struttura associativa della società, definito essenzialmente dalla legge e dall'autonomia delle parti»; COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, p. 295, nt. 372, ove rileva che «l'obbligo di considerare interessi altri rispetto a quelli dei soci vale come limite esterno al potere di gestione dell'impresa sociale»; GAMBINO, *L'interesse sociale e il voto in assemblea,* in Aa. Vv., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger,* Milano, 2010, p. 70, per il quale «la libera determinazione dell'interesse sociale trova il limite della lesione dell'interesse anche dei terzi alla regolarità e alla continuità della gestione societaria»; BRIZZI, *Doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 41, sebbene, come noto, nella sua tesi detto limite esterno emergerebbe solo all'approssimarsi dell'insolvenza: rileva, infatti, che «il nodo centrale della vicenda esaminata attiene essenzialmente alla possibile identificazione, all'approssimarsi dell'insolvenza, di limiti ai margini della discrezionalità generalmente riconosciuta agli amministratori», assegnando all'interesse collettivo dei creditori una rilevanza in negativo, «da intendersi in funzione meramente delimitativa del potere gestorio, ancorché d'intensità diversa a

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

sia nel momento della determinazione dell'interesse sociale concreto, quale risultante dal contemperamento delle ragioni dei consociati con quelle dei creditori riflesse nella struttura finanziaria dell'impresa[122], sia nel successivo momento della effettuazione delle scelte di gestione in concreto e, più in generale, della pianificazione strategica dell'attività d'impresa. Una prospettiva, quest'ultima, inversa rispetto a quella rinvenibile nelle procedure concorsuali, in relazione alle quali si è parlato di «capovolgimento di tecniche di tutela», portato del diverso «rapporto tra l'interesse dei soci e quello dei creditori»[123] che definisce precisamente il profilo di rischio che deve fungere da parametro di riferimento per gli amministratori «(i) tenuti *ex* art. 2247 c.c., nell'interesse dei soci, alla massimizzazione del patrimonio sociale, imposta dall'obbligo di conseguimento di un lucro oggettivo *ma* (ii) nel rispetto degli obblighi di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, previsti dall'art. 2394 c.c. nell'interesse dei creditori sociali»[124].

---

seconda del livello di crisi raggiunto e, dunque, in funzione sia preventiva che di corretta gestione del rischio del dissesto»; CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di* merger leveraged buy-out*: l'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione,* Milano, 2007, p. 150, il quale ritiene che le norme previste nel nostro ordinamento volte ad indirizzare l'esercizio dell'impresa «anche verso l'interesse collettivo di chi investe a titolo diverso dalla partecipazione sociale […] non concorrono, dall'interno, a definire la nozione di interesse sociale, ma limitano l'attività sociale dall'esterno, imprimendo vincoli all'autonomia gestionale dell'impresa, ed al potere dispositivo dei suoi soci, in funzione di interessi collettivi dei creditori».

[122] Tenendo conto, cioè, del più o meno elevato livello di indebitamento in rapporto al grado di patrimonializzazione.

[123] FERRI JR, *Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi,* in *Diritto societario e crisi d'impresa,* a cura di U. Tombari, Torino, 2014, p. 105: mentre, cioè, nell'ambito del diritto societario è l'interesse dei soci al perseguimento del profitto a risultare prevalente, rispetto al quale «quello dei creditori ad evitare pregiudizi alla garanzia patrimoniale assume il ruolo […] di limite esterno alla sua realizzazione», nel diritto concorsuale ad assumere rilievo preminente è la massimizzazione dell'interesse dei creditori «ma nel rispetto del limite, anch'esso esterno, segnato dall'esigenza di evitare che, all'esito in particolare della riorganizzazione del capitale proprio, costoro finiscano per acquisire pure l'eventuale valore attivo residuo dell'impresa, sottraendolo ai soci ai quali risulta invece destinato». Conf. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria,* in *Diritto societario e crisi d'impresa,* a cura di U. Tombari, Torino, 2014, p. 129, secondo cui «in assenza di pericoli per la continuità aziendale, secondo l'impostazione dominante, l'interesse (o, meglio, gli interessi) dei soci è l'obiettivo dell'agire sociale, mentre quello dei creditori ne costituisce solo un limite; in una situazione di crisi dell'impresa, l'interesse dei creditori assume un ruolo primario e quello dei soci degrada a limite dell'azione della società».

[124] A. ROSSI, *Gli interessi nel comitato dei creditori,* in *Fall.,* 2010, p. 1121 ss., (enfasi aggiunta) che ritiene come un analogo profilo di rischio dovrebbe animare l'operato del comitato dei creditori in sede fallimentare (specie per quanto attiene alla scelta fra la liquidazione disgregata del patrimonio residuo e l'esercizio provvisorio dell'impresa potenzialmente foriero di un *goodwill* in caso di cessione del complesso aziendale mantenuto in funzionamento) il quale, per questo motivo, dovrebbe essere composto in prevalenza dai creditori che verrebbero soddisfatti in misura solo parziale dalla liquidazione giacché la loro natura di *residual claimants* li doterebbe del «corretto incentivo ad

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Con il riconoscimento all'interesse del ceto creditorio di una valenza meramente limitativa rispetto al soddisfacimento dell'interesse lucrativo dei consociati e, dunque, con l'attribuzione al dovere di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale della capacità di operare quale freno all'opportunismo dei soci, non ci si può spingere sino a prospettare un dovere di *promozione* degli interessi dei creditori a discapito di quello dei soci[125] posto che, come si è cercato sin qui di chiarire, una simile conclusione non potrebbe armonicamente declinarsi all'interno del nostro sistema di diritto societario che pone ineludibilmente al vertice della propria architettura valoriale l'interesse dei soci alla massimizzazione del valore del loro investimento.

Il rispetto di detto ordine gerarchico, tuttavia, non esime gli amministratori dal considerare che le risorse sociali sono funzionali non solo a soddisfare le pretese remunerative dei soci ma anche a ripianare integralmente l'esposizione debitoria maturata dalla società, con la conseguenza che a fronte di una struttura finanziaria squilibrata verso il debito l'obiettivo primario della massimizzazione del valore per gli azionisti non può giustificare un'eccessiva traslazione del rischio d'impresa sui creditori mediante l'assunzione di rischi che portino con sé il concreto pericolo di pregiudicare il patrimonio della società oltre la misura del patrimonio netto[126].

Non, dunque, un dovere di promozione ma neppure una piena libertà di azione: l'obbligo di conservazione dell'integrità patrimoniale sarebbe in grado di condizionare *ex ante* le scelte della società debitrice orientandole alla preservazione della capienza patrimoniale, incidendo sul grado di rischio che dalla stessa può essere legittimamente assunto in ragione della composizione della struttura finanziaria[127]. In particolare, per

---

adottare scelte gestorie ispirate ad una prudente *massimizzazione* dell'attivo fallimentare, pur tenendo fermo il risultato minimo della sua *conservazione*».

[125] Pone un preciso distinguo tra promozione e protezione degli interessi dei creditori DAVIES, *Director's Creditor-Regarding Duties, op. cit.,* p. 327, rilevando che «*The traditional duties may be viewed in terms of a duty to promote the interests of the protected group (fiduciary duties or duties of loyalty in common law parlance) or to avoid harm to the interests of the protected group (e.g., duties of competence) […]The former is a more demanding duty: in exercising their discretionary powers, directors would be required to give priority to promoting the interests of the creditors, either exclusively or, more likely, along with the interests of the shareholders. The latter would permit the directors to continue to exercise their discretion so as to promote exclusively the shareholders' interests, but impose the constraint that their action should not, as a by-product, damage creditors' interests*». Il punto è ripreso anche da BRIZZI, *Doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 116, spec. nt. 120.

[126] Cfr. LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 69, secondo cui «il disposto *ex* art. 2394 c.c. impon[e] agli amministratori di gestire la società evitando di determinarne l'incapienza patrimoniale», poiché, più in generale si deve ritenere che gli amministratori non possano «perseguire esclusivamente gli interessi degli azionisti», ma debbano «considerare (anche) gli obiettivi dei creditori».

[127] Nello stesso senso ci pare orientato anche MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 55, secondo cui gli amministratori posti di fronte alla possibilità di compiere una scelta di

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

quanto riguarda quello che qui si è definito come primo momento di discrezionalità, ossia la definizione dell'interesse sociale da soddisfare in concreto, l'organo amministrativo, di cui viene valorizzata la funzione di «filtro»[128] rispetto agli azzardi morali dei soci, dovrà provvedere al contemperamento dell'interesse di questi a misura del capitale di prestito apportato dai creditori, di modo che il *prioritario* soddisfacimento dei primi sconti il peso della (libera) scelta di finanziare l'attività d'impresa mediante il *prioritario* apporto dei secondi[129].

3.1. Il contatto sociale tra gli amministratori di s.p.a. e i creditori sociali. Le conseguenti determinazioni in tema di natura dell'azione e della responsabilità ex art. 2394 c.c.

Il dovere che esige dagli amministratori di conservare l'integrità del patrimonio sociale si staglia, dunque, sull'orizzonte della *governance* della s.p.a. per tentare, al contempo, di comporre un conflitto e dettare una regola di gestione, attraverso l'introduzione di un elemento di singolare novità senza, tuttavia, scardinare il sistema generale in materia di garanzia patrimoniale. A bene vedere, infatti, non è dato rinvenire nell'ambito del diritto civile l'imposizione a carico del debitore di un obbligo

---

gestione relativa ad un'operazione altamente rischiosa, suscettibile, cioè, di impiegare una cospicua parte delle risorse sociale e di tradursi in una perdita per il patrimonio sociale con un elevato grado di probabilità, gli amministratori sono tenuti, in base al dovere di cui al comma I, dell'art. 2394, c.c., a valutare «la situazione finanziaria della società e la consistenza del patrimonio sociale» giacché solo ove «la società versasse in una situazione di floridezza, costoro, d'accordo con i soci, potrebbero anche accettare il rischio di una diminuzione del patrimonio sociale»; in caso contrario, ove cioè l'esito della perdita potenziale sia tale determinare l'incapienza patrimoniale e, dunque, non solo l'azzeramento ma anche il perforamento del patrimonio netto, la scelta non potrebbe più ritenersi legittima.

[128] CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 237 e *passim*; ABBADESSA, *La gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 63 ss.; WEIGMANN, *Responsabilità, op. cit.,* p. 134; BORGIOLI, *L'amministrazione delegata, op. cit.,* p. 280 ss. Successivamente, anche CETRA, *L'impresa collettiva non societaria,* Torino, 2003, p. 382, riconosce come l'art. 2394 c.c. sancisca la «indisponibilità (anche) per i soci, per il tramite del *filtro* degli amministratori, del valore […] dell'integrità del patrimonio sociale» (corsivo aggiunto). Conf. BRIZZI, *Doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 172; MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 48 e 57.

[129] Cfr. per primo in tal senso SEMINARA, *Il patrimonio nella società per azioni, op. cit.,* p. 194, che desume dal riferimento quantitativo (p. 193) di cui al comma II, art. 2394 c.c. il dovere per gli amministratori di «operare un preventivo *bilanciamento tra interessi*, dei soci e dei terzi, che sull'impresa gravitano, definendo la strategia da seguire in funzione del peso dei due interessi e dando, quindi, soluzione al conflitto tra questi. è evidente, infatti, che la ponderazione tra gli interessi rilevanti, e la loro successiva composizione nell'ambito di un'unica strategia gestionale, presupponga una preventiva misurazione degli stessi: funzione alla quale assolvono […] i compendi patrimoniali dei terzi e dei soci/investitori».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

di conservazione della garanzia patrimoniale che si traduca in una limitazione degli atti di disposizione del proprio patrimonio: «gli artt. 2900 ss., 2905, cod. civ., offrono al creditore tre distinte azioni (l'azione surrogatoria, l'azione revocatoria e il sequestro conservativo) che costituiscono altrettanti mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale, ma che sono appunto rimessi all'autonomia di ciascun creditore e costituiscono, quindi, un onere per ciascuno di essi»[130]. Allo stesso modo, neppure nell'ambito del diritto societario la società debitrice viene gravata di doveri di tal fatta nei confronti del creditore, essendo la stessa unicamente tenuta ad adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni. Eppure, la volontà normativa ha inteso gravare di un particolare dovere di conservazione della garanzia patrimoniale l'organo che istituzionalmente è preposto alla gestione del patrimonio della persona giuridica debitrice: un organo rispetto cui il patrimonio sociale si presenta come completamente alieno e di cui, tuttavia, può disporre a propria discrezione per conseguire gli obiettivi di coloro che hanno contribuito a costituirlo.

É, dunque, la considerazione dell'entità degli interessi alieni toccati dall'operato degli amministratori e della loro esposizione ai rischi connessi all'autonomia patrimoniale perfetta ad aver indotto il Legislatore a «responsabilizzare all'esterno, in maniera qualificata, gli amministratori, per quanto concerne l'espletamento del loro ufficio»[131]. Sicché, sembra condivisibile l'opinione di chi ha rintracciato nella previsione di un tale dovere e nella correlativa legittimazione all'esercizio dell'azione di responsabilità la volontà di attribuire ai creditori sociali una «garanzia suppletiva (quindi un rafforzamento) *ex lege* (e cioè non dipendente dalla volontà delle parti), e di natura compensativa perché l'azione presuppone che sia stato inferto un danno»[132], con la precisazione che, se certo è vero che in tal modo si mette a disposizione dei creditori un altro patrimonio su cui soddisfarsi, ciò deriva da un'autonoma fonte di responsabilità gravante sull'organo amministrativo che nulla ha a che vedere con quella propria della società[133]. Non si tratta, cioè, di rendere gli amministratori

---

[130] SERAFINI, *I doveri degli amministratori*, *op. cit.,* p. 320. In argomento s'impone il rinvio a NICOLÒ, *Art. 2900-2969,* in *Commentario al codice civile,* a cura di A. Scialoja, G. Branca, Bologna-Roma, 1953.

[131] GUERRERA, *Illecito, op. cit.,* p. 229

[132] FABIANI, *L'azione di responsabilità, op. cit.,* p.47, ove prosegue rilevando che «qui emerge, in tutta la sua portata, la distanza fra l'azione dei creditori sociale e quella della società. Il bene giuridico protetto è diverso: nell'azione della società i soci si lamentano della violazione dell'interesse sociale quando da questa violazione è sortito un danno; nell'azione dei creditori sociali, l'interesse sociale è del tutto indifferente perché ciò che per loro rileva è che non sia stata alterata la garanzia costituita dal patrimonio della società».

[133] *Ibid.*: «L'art. 2394 c.c. di fatto si rivela uno strumento per porre a disposizione di tutti i creditori, così collocandoli su un piano omogeneo, alcuni dei vantaggi rappresentati dalle garanzie, e cioè

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

corresponsabili della società per l'inadempimento della stessa alle proprie obbligazioni, quanto, piuttosto, di riconoscerli autonomamente tenuti nei confronti dei creditori sociali all'adempimento di quel dovere di preservazione dell'integrità della garanzia patrimoniale su cui i creditori avevano fatto affidamento al momento della concessione del credito in virtù della collocazione che è loro propria all'interno dell'organizzazione societaria[134].

Così impostata la questione è chiaro che sembra difficile poter inquadrare la relazione amministratori-creditori entro i laschi contorni del *neminem ledere* che di per sé esclude la preesistenza, tra debitore e creditore, di qualsivoglia rapporto giuridicamente rilevante. La stessa previsione di precisi doveri in capo all'organo amministrativo del cui inadempimento è chiamato a rispondere nei confronti del ceto creditorio legittima la convinzione che il Legislatore abbia inteso dare *veste giuridica* al rapporto che, seppure non espressamente, s'instaura tra i due. Invero, sebbene sia indubitabile che una contrattazione effettiva avvenga solo con la società, non può negarsi che elemento determinante del consenso dei creditori sociali nella concessione del prestito sia la considerazione del grado di autonomia di cui gode l'ufficio preposto all'esercizio della funzione gestoria in seno alla s.p.a., con la conseguenza che pare fuorviante ritenere che la responsabilità presupposta dall'art. 2394 c.c. prescinda da una tale forma di affidamento[135].

Quel che s'intende sostenere è che l'individuazione positiva della fonte di tale responsabilità in quegli obblighi di conservazione dell'integrità patrimoniale comprovi ampiamente la volontà legislativa di tributare piena dignità giuridica al rapporto

---

l'addizione di un ulteriore patrimonio; tuttavia, poiché, in un bilanciamento, più che giustificato, di reciproci interessi, non si è voluto assicurare al creditore una tutela eccessiva (quella della coobbligazione per debito), si è stabilito che la garanzia operi solo quando all'inadempimento della società si accompagni un atto di *mala gestio* dell'amministratore, di tale rilevanza da avere pregiudicato, proprio la garanzia patrimoniale generica del debitore-società».

[134] Conf. AIELLO, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 295, secondo cui «l'art. 2394 c.c. attribuisce ai creditori della società per azioni il diritto, autonomo e distinto rispetto a quello della società, di ottenere che il patrimonio sociale venga conservato integro, per lo meno nei limiti in cui esso risulti indispensabile per procedere al soddisfacimento delle pretese dei terzi, cumulativamente e genericamente considerate».

[135] Condivide tale lettura BRIZZI, *Doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 178, secondo cui, «in effetti, la presenza nella società per azioni dell'azione dei creditori *ex* art. 2394 c.c. potrebbe trovare una giustificazione, più che nella marcata connotazione finanziaria di tale tipo, nella circostanza che la gestione dell'impresa è riservata agli amministratori, esclusivi *domini* dell'impresa (art. 2380-*bis* c.c.), configurandosi un rapporto tra costoro ed i creditori mediato solo dal patrimonio sociale: ciò a differenza di quanto previsto per la s.r.l., ove in linea di pincipio il potere di gestione, data la contiguità tra la sfera proprietaria e amministrativa, risulta maggiormente soggetto alla sfera di influenza, diretta o indiretta, del socio».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

esistente tra creditori ed organo amministrativo, nel solco di quella lettura che vede nel fenomeno imprenditoriale un *nexus of contracts*[136].

Se è vero che nessun contratto viene concluso *expressis verbis* tra creditori ed amministratori ciò non esclude l'instaurarsi di un *contatto sociale*[137] qualificato tra i due soggetti fonte rispettivamente di diritti ed obblighi riguardanti la gestione della società: il diritto dei creditori ed il correlativo obbligo degli amministratori a non rendere il complesso delle risorse destinate all'esercizio dell'attività d'impresa insufficiente a garantire la massa dei debiti della società. Occorre, infatti, tener presente che l'organo amministrativo, attuando il rapporto instaurato con la società, viene a trovarsi nella posizione di «tipicamente interferire» con interessi formalmente esterni a tale rapporto, i quali, proprio in considerazione di tale «tipicità», non possono essere deliberatamente ignorati nell'adempimento dell'incarico gestorio[138], sicché non sembra ormai più revocabile in dubbio che l'obbligo gravante sugli amministratori di evitare il prodursi dello squilibrio patrimoniale sia rapportabile a due «distinte

---

[136] Teoria, come noto, elaborata da JENSEN, MECKLING, *Theory of the Firm*, *op. cit.,* p. 305 ss., debitrice degli insegnamenti di COASE, *The Nature of the Firm,* in 4 *Economica,* 1937, p. 386 ss. Nella letteratura giuridica v., naturalmente, MARCHETTI, *La* «nexus of contracts» theory. *Teorie e visioni del diritto societario,* Milano, 2000; EISENBERG, *The Conception That the Corporation Is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm*, in 24 *J. Corp. L.*, 1999, p. 819.

[137] Concordano sulla qualificazione del rapporto tra amministratori e creditori sociali come un contatto sociale: PAGNI*, Crisi societarie ed intervento del giudice, op. cit.,* p. 230 ss., che riconosce in capo ai secondi un «diritto all'integrità del patrimonio», intendendo come tale un «diritto verso l'organo gestorio a che questo non diminuisca il complesso di risorse destinate a garantire la massa dei debiti della società», ove è proprio «la lesione di una siffatta situazione soggettiva – anziché la lesione diretta del credito di ciascuno – ciò che viene fatto effettivamente valere col rimedio rimesso alla legittimazione di creditori sociali»; AIELLO, *La responsabilità degli amministratori*, *op. cit.,* p. 297, che, analogamente, ritiene che gli obblighi previsti dall'art. 2394 c.c. siano «previsti non soltanto a tutela della società, ma anche a protezione delle ragioni dei suoi creditori»; GUIZZI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 234; BUTA, *Tutela dei creditori, op. cit.,* p. 2566, sebbene limiti l'insorgenza di detti doveri di protezione solo all'approssimarsi dell'insolvenza. *Contra* FABIANI, *L'azione di responsabilità, op. cit.,* p. 85; SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit., passim,* spec. p. 180 ss., 184, che nega che i doveri di conservazione dell'integrità patrimoniale costituiscano «il contenuto obbligatorio di un rapporto intersoggettivo tra i creditori e gli amministratori, che veda questi ultimi in una posizione di soggezione verso i primi».

[138] Cfr. ANGELICI, *Società per azioni e in accomandita per azioni,* voce in *Enc. Dir.,* XLII, Milano, 1990, p. 1009. Conf. SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori*, *op. cit.,* p. 46, che riconosce come «la lesione dell'interesse dei creditori alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale derivi da un'ingerenza tipica e non accidentale degli amministratori rispetto agli interessi dei creditori, che allora sarebbero esposti ad un rischio specifico rispetto alla gestione societaria». Anche FABIANI, *L'azione di responsabilità, op. cit.,* p. 46, osserva come l'amministratore non sia mai «estraneo all'obbligazione, come invece accade con riferimento alla classica casistica in tema di lesione aquiliana del credito. Qui, poi, ciò che viene leso non è tanto il diritto di credito, quanto l'oggetto della garanzia patrimoniale, ciò cui gli amministratori sono tenuti verso i creditori».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

posizioni soggettive», e segnatamente quella della società e quella dei creditori sociali[139].

Detta relazione qualificata pare, peraltro, potersi instaurare solo ove l'organizzazione del tipo societario rispetti quel crisma della *divisione del lavoro*[140], con una piena «specializzazione dei compiti» ed una «(correlata) separazione degli uffici»[141], che è propria solo della s.p.a. È chiaro, infatti, che perché possa nascere un legittimo affidamento idoneo a far sorgere diritti e correlativi doveri di protezione è necessario che entrambe le parti del rapporto giuridico che così si verrebbe ad instaurare siano perfettamente individuate, di modo che l'affidamento dell'uno trovi un puntuale referente soggettivo su cui appigliarsi. Tale circostanza, evidentemente, può realizzarsi solo in presenza di un'organizzazione corporativa che presupponga una rigida separazione tra organi cui corrisponda un'altrettanto inderogabile ripartizione di competenze, foriere di un completo isolamento della funzione manageriale da quella del capitale[142].

Dal riconoscimento dell'esistenza di una tale relazione qualificata tra creditori ed amministratori di s.p.a. – una relazione che sorge all'atto stesso della concessione del finanziamento – debbono trarsi conseguenze concordanti in punto di determinazione della natura della responsabilità e dell'azione esperibile dai creditori. È evidente, infatti, che sostenere la riconducibilità del rapporto creditori-amministratori di s.p.a. allo schema del contatto sociale impone di considerare la responsabilità conseguente all'inadempimento dei doveri dallo stesso derivanti come avente natura contrattuale, non essendo possibile inquadrare entro le maglie della responsabilità aquiliana la causazione di un danno che lo stesso ordinamento giuridico riconosce come eziologicamente connesso alla violazione di doveri giuridicamente preesistenti. Allo stesso modo, riconoscere i creditori sociali quali parti di un rapporto paracontrattuale, che li vede titolari di un diritto soggettivo a che gli amministratori adottino determinate accortezze nella gestione dell'impresa da loro finanziata deve condurre ad escludere la possibilità di rintracciare nell'azione dagli stessi esperibile un intervento surrogatorio in un diritto proprio della società debitrice che la stessa trascura di

---

[139] Così PAGNI, *Crisi societarie ed intervento del giudice tra revoca dell'amministratore, azioni di responsabilità e forme di tutela dei creditori,* in *Scritti in onore di C. Punzi,* II, Torino, 2008, p. 229 – 230.

[140] Su cui tanto insiste ANGELICI, *La società per azioni, I, Principi e problemi, op. cit.,* p. 347.

[141] SCIUTO, SPADA, *Il tipo della società per azioni, op. cit.,* p. 54.

[142] Cristallino ANGELICI, *La società per azioni, I, Principi e problemi, op. cit.,* p. 348, secondo cui: «si tratta, in estrema sintesi, della circostanza che con essa la funzione stessa del capitale si isola e si specializza, in particolare distinguendosi da quella manageriale di gestione dell'impresa: da essa, se si vuol dire, si distacca».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

esercitare, giacché al contrario l'esistenza di una relazione intersoggettiva qualificata, qual è quella che si è prima descritta, impone di ritenere che l'azione in parola abbia natura autonoma e sia volta a far valere in giudizio un diritto proprio di colui che assume il ruolo processuale di attore.

3.2. La questione della mancanza del richiamo all'art. 2394 c.c. nella disciplina delle s.r.l.

Le argomentazioni sopra addotte a sostegno della proposta interpretativa che riconosce l'esistenza di una relazione qualificata tra creditori ed amministratori di s.p.a. possono parimenti servire a disvelare le ragioni alla base della scelta legislativa di mantenere un'azione come quella di cui all'art. 2394 c.c. nel solo tipo capitalistico maggiore[143]ed espungerla, invece, dal corpo normativo della s.r.l. riformata[144].

---

[143] Anche FABIANI, *L'azione di responsabilità, op. cit.,* p. 64, infatti, rileva che, il riconoscimento della natura contrattuale ed autonoma dell'azione di responsabilità *ex* art. 2394 c.c., impedisce di esportare tale azione nella s.r.l. in mancanza di una disposizione di tale tenore: «è chiato, infatti, che l'azione dei creditori sociali nella s.r.l. non sarebbe mai in discussione tanto percorrendo la via della natura extracontrattuale dell'azione, posto che l'art. 2394 c.c. assumerebbe il solo valore di un precetto esplicativo della clausola generale di cui all'art. 2043 c.c., quanto percorrendo la via della natura surrogatoria dell'azione perché i creditori potrebbero sostituirsi alla società, ove si consideri che l'azione sociale di responsabilità è ben radicata nella s.r.l. pur a dispetto di una incompleta formulazione dell'art. 2476 c.c.».

[144] È nota la divisione attualmente esistente in dottrina e in giurisprudenza fra coloro che ritengono possibile applicare analogicamente l'art. 2394 c.c. alle s.r.l. e coloro che, invece, escludono tale possibilità. Sono favorevoli all'applicazione analogica, fra gli altri: AIELLO, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 333, che denuncia, in mancanza di ricorso allo strumento analogico, il rischio di una censura di incostituzionalità per l'irragionevole disparità di trattamento (art. 3 Cost.) che si verrebbe a creare fra il fare credito ad una s.p.a. o ad una s.r.l.; MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit., passim*, spec., p. 180 ss. e 261 ss., che desume tale convinzione dalla disciplina dei gruppi, applicabile sia alle s.p.a. che alle s.r.l.; NIEDDU ARRICA, *I principi di corretta gestione societaria, op. cit.,* p. 190 ss.; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger e diretto da F. D. Busnelli, Milano, 2010, p. 1099; CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale,* diretto da G. Cottino, Padova, 2014, p 266; M. RESCIGNO, *Il probelma dell'azione dei creditori,* in *S.r.l. Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale,* a cura di A. A. Dolmetta, G. Presti, Milano, 2011, p. 707 ss.; ID., *Rapporti e interferenze far riforma societaria e fallimentare,* in *Il nuovo diritto fallimentare,* Commentario diretto da A. Jorio, II, 2007, Bologna, p. 2125; BRIOLINI, *La responsabilità degli amministratori di s.r.l.,* in *Riv. dir. comm.,* 2008, I, p. 769; NIGRO, *La responsabilità degi amminsitratori nel fallimento delle società,* in RDS, 2008, p. 760; TETI, *La responsabilità degli amministratori di s.r.l.,* in *Il nuovo diritto delle società di capitali.* Liber amicorum *G. F. Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, III, Torino, 2006, p. 662; IOZZO, *Sulla decorrenza del termine di prescrizione, op. cit.,* p. 155; AMBROSINI, *Art. 2476*, in *Società*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Se, infatti, il presupposto fondamentale per l'insorgere di una tale relazione è stato rintracciato nell'organizzazione corporativa che pienamente si realizza solo in seno alla società azionaria, è evidente che proprio la mancanza di un'analoga inderogabile organizzazione per uffici nel tipo capitalistico minore osti all'instaurazione di un tale contatto qualificato: l'impossibilità di individuare a priori un ufficio esclusivamente deputato all'esercizio della funzione gestoria preclude l'individuazione di quel termine su cui appuntare l'affidamento dei creditori in ordine alla gestione dell'impresa finanziata. Mentre, cioè nella s.p.a. gli amministratori sono gli unici «*domini* della vicenda, in un sistema a sequenza procedimentalizzata, dove l'iniziativa personale dell'apportatore di capitale di rischio o di credito è pressoché assente»[145], nella s.r.l. la posizione di ciascun socio si qualifica in termini normativi sia per l'interesse

---

di capitali. Commentario, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 1605; ID., *La responsabilità degli amministratori nella nuova s.r.l.,* in *Soc.,* 2004, p. 300 ss.; ABRIANI, *Art. 2476,* in *Commentario alla s.r.l.,* diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, p. 378 ss.; S. ROSSI, *Deformalizzazione delle funzioni gestorie e perimetro della responsabilità da gestione nella s.r.l.,* in *Giur. comm.,* 2004, I, p. 1076 ss.; DI AMATO, *Art. 2476,* in *Società a responsabilità limitata,* in *La riforma del diritto societario,* a cura di Lo Cascio, VIII, Milano, 2003, p. 197 ss., spec. p. 219, ove si lamenta che «la mancata previsione di una responsabilità degli amministratori verso i creditori lascia decisamente insoddisfatti e sorge più di un dubbio di costituzionalità»; ID., *Le azioni di responsabilità nella nuova disciplina della società a responsabilità limitata,* in *Giur. comm.,* 2003, I, p. 301. In giurisprudenza: Trib. Milano, 29 ottobre 2015, in *Riv. dott. comm.,* 2016, p. 121; Trib. Roma, 8 giugno 2015, n. 12474, in *Ilsocietario.it,* 2 settembre 2015; Trib. S. M. Capua Vetere, 2 agosto 2012, in *Fall.,* 2013, p. 347 ss.; Trib. Milano, 18 gennaio 2011, in *Giur. comm.,* 2012, II, p. 391 ss.; Trib. Napoli, 11 gennaio 2011, in *Soc.,* 2011, p. 507; Trib. Milano, 22 dicembre 2010, in *Soc.* 2011, p. 757; Trib. Roma, 23 febbario 2009, in *Soc.,* 2010, p. 97 ss.; Trib. Roma, 17 dicembre 2008, in *Banca borsa tit. cred.,* 2010, II, p. 483 ss.; Trib. Verona, 27 febbraio 2008, in *Ilcaso*.it; Trib. Pescara, 15 novembre 2006, in *Foro it.,* 2007, I, p. 2262; Trib. Udine, 11 febbraio 2005, in *Dir. fall.,* 2005, II, p. 808; Trib. Napoli, 16 aprile 2004, in *Soc.,* 2005, p. 1007 ss. Sono, invece, contrari all'applicabilità in via analogica alle s.r.l. dell'art. 2394 c.c., ritenendo comunque a disposizione dei creditori sociali i rimedi di diritto comune quali l'azione surrogatoria e aquiliana: FABIANI, *L'azione di responsabilità, op. cit.,* p. 81 ss.; LIBONATI, *Creditori sociali, op. cit.,* p. 330; ANGELICI, *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata,* in *Riv. soc.,* 2007, p. 1236; ABETE, *La responsabilità degli organi di gestione, liquidazione e controllo nella riforma della legge fallimentare,* in *Fall.,* 2006, p. 12; ROCCO DI TORREPADULA, *La responsabilità degli amministratori nel fallimento della società a responsabilità limitata,* in *Fall.,* 2006, p. 1470; PASQUARIELLO, *Art. 2476,* in *Il nuovo diritto delle società,* a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, p. 1992 ss.; BRIZZI, *Responsabilità gestorie*, *op. cit.,* p. 1108; ID., *Doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 175 ss.; DI AMATO, *Le azioni di responsabilità nella nuova disciplina della società a responsabilità limitata,* in *Giur. comm.,* 2003, I, p. 290; STANGHELLINI, *Società a responsabilità limitata e procedure concorsuali,* in *AGE,* 2003, p. 427. In giurisprudenza v.: Trib. Torino, 13 maggio 2011, in Red. Giuffrè 2011; Trib. Milano, 27 febbraio 2008, in *Riv. dir. soc.,* 2009, p. 780 ss.; App. Napoli, 28 giugno 2008, in *Giur. mer*., 2009, p. 2470; Trib. Milano 25 gennaio 2006, in *Soc.,* 2007, p. 320; Trib. Napoli, 11 novembre 2004, in *Foro it.,* 2005, I, p. 2218.

[145] LIBONATI, *Creditori sociali, op. cit.,* p. 630.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

imprenditoriale ad ottenere informazioni sulla conduzione dell'impresa (cfr. art. 2476, comma II, c.c.) sia, e soprattutto, per il suo diritto di partecipare attivamente alla gestione della stessa, considerato l'evanescente confine tra le decisioni assunte dai soci e quelle assunte dagli amministratori, cui fa eco la corrispondente espansione della responsabilità per *mala gestio* (cfr. art. 2476, comma VII, c.c.) [146].

L'impossibilità di rintracciare nella s.r.l. quell'aura di esclusiva amministrativa in ordine alla gestione dell'impresa che è condizione imprescindibile per l'instaurarsi di una relazione che possa assumere i connotati della vincolatività nell'interesse di chi concede credito, preclude, in difetto di una precisa identificazione dei centri di imputazione delle relative situazioni giuridiche soggettive, la possibilità di riconoscere l'esistenza di un contatto giuridicamente qualificato da cui far scaturire diritti e doveri. Da qui la necessità di riconoscere che nella disciplina della s.r.l. non vi è alcuna lacuna[147]in corrisponenza della mancata previsione di una norma analoga a quella di cui all'art. 2394 c.c., bensì al contrario un sistema compiuto in se stesso frutto di una scelta assolutamente deliberata del Legislatore del 2003 che si pone in perfetta sintonia

---

[146] Su cui cfr. MONTEVERDE, *Le decisioni gestorie dei soci nelle società lucrative,* Milano, 2013; BONORA, *La responsabilità del socio "gestore" di società a responsabilità limitata,* Milano, 2013, p. 97 ss.; TOMBARI, *La responsabilità dei soci,* in *S.r.l. Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale,* a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, p. 717 ss.; ZANARDO, *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per* mala gestio *ai soci cogestori: luci e ombre della disposizione dell'art. 2476, comma 7, cod. civ.,* in *Riv. soc.,* 2009, p. 498 ss.; CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, *op. cit.,* p. 267 ss.; ABRIANI, *Art. 2476*, *op. cit.,* p. 378 ss.; M. RESCIGNO, *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria fra aperture ed incertezze: una prima riflessione,* in *Soc.,* 2003, p. 332 ss.; ID., *Soci e responsabilità nella nuova s.r.l.,* in *AGE,* 2003, p. 297 ss.; S. ROSSI, *Deformalizzazione delle funzioni gestorie*, *op. cit.,* p. 1060 ss.; MELI, *La responsabilità dei soci nella s.r.l., op. cit.,* p. 667. V. anche ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *G. F. Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, I, Torino, 2006, p. 87 ss.; BENAZZO, *La «nuova» s.r.l. tra rivoluzione e continuità: il ruolo degli interpreti,* in *Riv. soc.,* 2006, p. 647 ss.

[147] Ricorda, infatti, ANGELICI, *Relazione di sintesi,* in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di giurisprudenza commerciale*, Atti del Convegno Milano, 13-14 giugno 2014, Milano, 2015, p. 380, che per riconoscere l'esistenza di una lacuna nell'ordinamento delle s.r.l. «non può bastare la semplice mancanza di una norma presente nella disciplina della società per azioni» ma è necessario che la mancanza della disposizione possa intendersi come «contraddittoria […] con il sistema stesso della legge». Per ritenere che la mancata previsione dell'art. 2394 c.c. nell'ambito della s.r.l. sia una vera e propria lacuna, pertanto, sarebbe necessario dimostrare «che la sua mancanza nella disciplina della società a responsabilità limitata è appunto contraddittoria rispetto al sistema con tale disciplina instaurato». E sarebbe altresì necessaria «l'individuazione del profilo per cui a questi specifici fini l'assetto d'interessi in tale tipo sociale si presenta omogeneo con quello della società per azioni e disomogeneo con quello delle società personali, ove ugualmente l'art. 2394 c.c. manca». *Contra* AIELLO, *La responsabilità degli amministratori*, *op. cit.,* p. 315, che ritiene invece applicabile in via analogica l'art. 2394 c.c. anche alle s.r.l. sulla base dell'assunto che la divergenza tra i tipi s.p.a. ed s.r.l. attiene al piano dei diritti dei soci e al rilievo che al singolo socio viene riconosciuto nel secondo tipo societario, sì che questa distanza tra tipi non rileverebbe quando sono in discussione diritti dei terzi.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

con la ridefinizione del modello organizzativo del tipo societario che, invero, difetta delle condizioni necessarie a generare un diritto soggettivo in capo ai creditori direttamente azionabile nei confronti dell'organo amministrativo.

La mancata previsione di un'azione di responsabilità dei creditori sociali può allora indurre a ripensare l'idea che sussista «un'unica forma di tutela» degli interessi dei creditori consistente, per l'appunto, nella legittimazione all'azione di responsabilità «avente le caratteristiche peculiari dell'azione di cui all'art. 2394 cod. civ.»[148] e la

[148] Così SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 170-171, nt. 2; e v. anche PASQUARIELLO, *Art. 2476, op. cit.,* p. 1994, che riconosce la coerenza della mancata riproduzione dell'azione *ex* art. 2394 c.c. nel tipo della s.r.l. sulla base del fatto che detto tipo è configurato come «affare dei soci, ciò che giustifica l'accentuazione della responsabilità per l'amministrazione sul fronte interno, laddove la posizione dei creditori non è stata ritenuta meritevole di questo tipo di tutela». È certo, peraltro, che i creditori sociali potranno comunque beneficiare dei presidi accordati dal diritto civile ed in particolare dei mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale di cui agli artt. 2900 ss. c.c.; quanto invece alla tutela aquiliana del credito è dubbio se possa ammettersi la legittimazione all'esercizio dell'azione *ex* art. 2043 c.c. al di là dei limiti fissati dall'art. 2476, comma VI, c.c.: non mancano, infatti, opinioni volte a valorizzare la tutela aquiliana dei creditori di s.r.l. oltre il danno direttamente cagionato al patrimonio del creditore, estendendosi sino a ricomprendere quello prodottosi sulla sfera del crediotre come riflesso dell'attentato alla capienza o alla liquidità del patrimonio sociale. Nel primo senso si veda, infatti, AIELLO, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 310 ss., che ritiene riconducibile alla fattispecie della lesione aquiliana del credito il caso in cui il patrimonio sociale risultasse insufficiente a soddisfare la pretesa del singolo creditore, dunque, una situazione più grave di quella richiesta *ex* art. 2394 c.c., di «totale insussistenza dell'attivo». Solo in tal caso, infatti, la società debitrice risulterebbe definitivamente impossibilitata ad adempiere secondo quando richiesto dalla giurisprudenza in tema di lesione del credito. Nel secondo senso si veda, invece, l'innovativa tesi proposta da RACUGNO, *La tutela dei creditori nella s.r.l., op. cit.,* p. 290-291, e ripresa anche da TRONCI, *Distribuzioni di utili e riserve. Profili patrimoniali e finanziari,* Milano, 2017, p. 106 ss., secondo cui, non solo il rimedio aquiliano sarebbe peinamente operante nelle s.r.l. secondo i principi di diritto comune, ma consentirebbe ai creditori di s.r.l. di agire nei confronti degli amministratori per aver cagionato l'illiquidità del patrimonio sociale. La stessa possibilità sarebbe, invece, preclusa ai creditori di s.p.a. proprio a causa della presenza del disposto dell'art. 2394 c.c. che, facendo espresso riferimento allo sbilancio patrimoniale, non permetterebbe di estendere la lettera della legge al di là dell'ipotesi di squilibrio fra attivo e passivo. La possibilità di sopperire alla mancanza del 2394 c.c. ammettendo la risarcibilità in via aquiliana della lesione indiretta del credito è stata, invece, esclusa da App. Napoli, 28 giugno 2008, in *Giur. mer*., 2009, p. 2470 e da Trib. Torino, 13 maggio 2011, in Red. Giuffrè 2011, argomentando che la supposta esistenza di un «principio generale, per l'appunto ricavabile dall'art. 2043 c.c., per cui i creditori di un ente collettivo possono agire nei confronti degli amminsitratori per il risarcimento dei danni subito a seguito della violazione da parte di costoro del dovere di conservazione del patrimonio sociale, alle condizioni e con le modalità stabilità dall'art. 2394 c.c., non pare tenere conto del fatto che, se il legislatore ha volutamente soppresso per le s.r.l. ogni richiamo all'azione dei creditori sociali disciplinata dall'articolo citato, la norma non potrà essere utilmente invocata dai creditori che non possono più soddisfarsi sul patrimonio della società e che intendono agire in giudizio contro i suoi amministratori in via risarcitoria». Sui rimedi di diritto comune comunque esperibili dai creditori di s.r.l. nei confronti degli amministratori cfr. approfonditamente MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 91 ss.; FABIANI, *L'azione di responsabilità, op. cit.,* p. 67-68; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger e diretto da F. D. Busnelli, Milano, 2010, p. 1096-1097; SANDULLI, *Azione di responsabilità e di revoca verso gli*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

stessa attribuzione della delega al Governo a rivedere le disposizioni del Codice Civile prevedendo, fra l'altro, l'applicazione dell'art. 2394 c.c. alle s.r.l. e l'abrogazione dell'art. 2394-*bis* c.c.[149], conferma, se si vuole, la necessità di un intervento legislativo espresso per riconoscere una siffatta legittimazione ad agire anche ai creditori di s.r.l.

L'esclusione della legittimazione dei creditori di s.r.l. all'esercizio dell'azione di responsabilità *ex* art. 2394 c.c. non deve, tuttavia, indurre l'interprete a ritenere che l'esercizio della funzione gestoria nel tipo capitalistico minore possa realizzarsi in spregio della conservazione dell'equilibrio patrimoniale. Non può, infatti, revocarsi in dubbio che la funzione di tutela alla base di tale disposizione «esprima un principio comune a ogni forma organizzativa caratterizzata dalla limitazione del rischio d'impresa»[150], sicché deve ritenersi che i doveri imposti per lo svolgimento dell'attività gestoria, tra cui anche il dovere di conservazione dell'integrità patrimoniale, siano parte integrante dei principi di corretta amministrazione e di corretta gestione societaria ed imprenditoriale richiamati dagli artt. 2403 e 2497 c.c.[151], i quali esprimono «la fondamentale esigenza che gli amministratori provvedano, nell'esercizio delle proprie funzioni, a contemperare e proteggere l'articolata costellazione di interessi che gravita intorno al fenomeno dell'impresa, fra i quali si stagliano quelli del ceto creditorio»[152].

Espressione di un'esigenza di rilievo non meramente interno, destinato cioè a valere nel solo rapporto contrattuale con la società, ma suscettibile di riflettersi anche all'esterno[153] ed in particolare nei riguardi dei creditori sociali, i principi di corretta

---

amministratori di s.r.l., in *Soc.,* 2005, p. 484; ABETE, *L'articolo 2476 c.c.: spunti e riflessioni,* in *Soc.,* 2012, p. 659; SALVATO, *Profili della disciplina della responsabilità degli amministratori della s.r.l.,* in *Soc.,* 2009, p. 714; SILVESTRINI, *Responsabilità degli amministratori nella s.p.a. e nella s.r.l. dopo la riforma societaria,* in *Soc.,* 2004, p. 697.

[149] Cfr. «Schema di disegno di legge recante Delega al governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza», art. 13, comma I, lett. a.

[150] PINTO, *Art. 2476, Gli atti di disposizione dell'azione di responsabilità,* in *S.r.l. Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale,* a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, p. 696; CETRA, *L'impresa collettiva, op. cit.,* p. 377 ss.

[151] Così A. ROSSI, *La gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 8; CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria, op. cit.,* p. 2596; MAZZONI, *La responsabilità gestoria, op. cit.,* p. 828 ss.

[152] BRIOLINI, *Capitale sociale e metamorfosi della tutela dei creditori*, *op. cit.,* p. 152. Cfr. anche 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 U. Tombari, Torino, 2014, p. 36, secondo cui coi prinicipi di corretta amministrazione «si descrive e prescrive l'area della diligente gestione e la sfera di sindacabilità dell'operato degli amministratori, un tempo confinata nel perimetro disegnato da un lato dall'obbligo di rispetto della legge (e dello statuto) e garantita, dall'altro lato, dal *safe harbour* della *business judgment rule*».

[153] Conf. MAZZONI, *La responsabilità gestoria, op. cit.,* p. 2010, p. 822 ss.; ID., *Capitale sociale, indebitamento, op. cit.,* p. 521; LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 91. Condivide la

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

amministrazione «valgono a prescindere dal tipo societario» ed esplicano la propria forza precettiva nei confronti di chiunque si ingerisca nell'esercizio della funzione gestoria[154], sì che il dovere di conservazione del patrimonio sociale vincola l'esercizio della discrezionalità gestoria anche nell'ambito dell'attività di direzione e coordinamento e nel tipo s.r.l., a prescindere dall'opinione in tema di estensibilità dell'azione di responsabilità *ex* art. 2394 c.c.[155]; «ciò, se non altro, in quanto anche in presenza di una responsabilità illimitata del socio è ben difficile negare un interesse dei creditori all'integrità del patrimonio sociale, sul quale in ogni caso debbono essere con preferenza soddisfatti»[156].

3.3. Il dovere di conservazione dell'integrità patrimoniale come covenant legale e l'emersione del contenuto prudenziale del canone di diligenza

---

prospettiva anche SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori*, *op. cit.,* p. 170, sebbene faccia riferimento espresso ai doveri di gestione e non ai principi di corretta amministrazione: «la legge assegna ai doveri degli amministratori *una rilevanza esterna* all'organizzazione, che riflette il carattere reale della disciplina societaria». Peraltro, già prima della riforma, dunque sotto il vigore di un *corpus* normativo che non aveva ancora definitivamente fatto stralcio della visione del rapporto amministratori-società come avvinto dal vincolo del mandato, si era giunti a ritenere che il dovere di gestire la società con la diligenza del mandatario non fosse di per sé sufficiente ad individuare «un obbligo necessariamente e strutturalmente connesso al rapporto di mandato e destinato a tutelare il solo interesse della società» (CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 226, nt. 185) ma, al contrario, si prestava bene ad essere considerato come un dovere «volto a garantire la buona amministrazione della società sia nell'interesse dei soci sia nell'interesse dei creditori» (op. ult. cit., p. 226).

[154] Dunque, anche nei confronti dei soci la cui responsabilizzazione nel tipo s.r.l. è espressamente presupposta dall'art. 2476, comma VII, c.c.

[155] Conf. BRIZZI, *Doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 183, secondo cui la conservazione del patrimonio è valore indisponibile sia nella s.p.a. che nelle s.r.l., solo che la stessa viene garantita nel primo tipo mediante l'estensione della legittimazione attiva all'azione di responsabilità ai creditori sociali, nel secondo tipo, invece, tramite l'allargamento della legittimazione passiva per la medesima azione nei confronti dei soci cogestori; BENAZZO, *L'organizzazione nella nuova s.r.l. fra modelli legali e statutari,* in *Soc.,* 2003, p. 1074, secondo cui: «l'art. 2394 c.c. costituisce una regola generale, consustanziale all'esercizio di una funzione amministrativa in presenza di imprese ad autonomia patrimoniale perfetta e come tale, quindi, da estendersi senz'altro anche agli amministratori (soci e non soci) della nuova s.r.l.»; CETRA, *L'impresa collettiva*, *op. cit.,* p. 385, «Se l'azione dei creditori sociali è oggi divenuta una sanzione propria del solo contesto soggettivo dei tipi azionari, ciò non può implicare la rinunzia, negli altri enti potenzialmente titolari di un'impresa dalle medesime caratteristiche, alla protezione del valore, sotteso alla sanzione di cui all'art. 2394 c.c., dell'integrità del patrimonio sociale. L'indisponibilità del valore dell'integrità del patrimonio, infatti, prescinde dalla presenza di una norma che legittimi i creditori sociali all'esercizio dell'azione di responsabilità: la quale rappresenta solo *un modo* per attuare, e per rendere indisponibile, un valore necessariamente comune a tutte le imprese con limitazione del rischio».

[156] ANGELICI, *Relazione di sintesi, op. cit.,* p. 381.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Il riconoscimento del persistente carattere precettivo dei doveri di conservazione patrimoniale per tutta la durata della vita dell'impresa conduce ad elevare gli stessi ad elemento coessenziale alla gestione societaria, concorrendo a comporre il quadro delle regole di azione che definiscono il modello normativo del diligente amministratore. Appare, dunque, necessario tornare a considerare il rapporto, precedentemente illustrato, che intercorre tra *standard* di diligenza, scopo di lucro e propensione al rischio, su cui si è sin ora sviluppato il dibattito in materia di responsabilità per *mala gestio*: è evidente, infatti, che l'addizione di un nuovo elemento all'architettura del sistema esige un suo doveroso ripensamento.

Se il perseguimento dell'obiettivo della massimizzazione del valore nell'interesse dei soci può di per sé giustificare e rendere diligente una scelta di gestione dai tratti fortemente speculativi, foriera, cioè, di un rischio financo potenzialmente idoneo a compromettere l'integrità del patrimonio sociale, e se il *safe harbor* della *business judgment rule* è stato creato apposta per rinsaldare nei gerenti la propensione a cogliere anche quelle opportunità di gestione più marcatamente rischiose, il freno della finalità di conservazione dell'integrità patrimoniale nell'interesse dei creditori, sconosciuto negli ordinamenti che hanno dato i natali alla *rule*, osta ad una tale estensione del perimetro di legittimità delle scelte di gestione.

S'intende dire, cioè, che l'art. 2394 c.c., nel fare riferimento da un lato all'integrità e dall'altro all'insufficienza del patrimonio sociale rispetto all'esposizione debitoria della società, fissa in via normativa un limite all'assunzione del rischio d'impresa[157]quantificandolo nella misura del patrimonio netto che viene così ad essere elevato a parametro di riferimento per la determinazione della legittimità del *business judgment*. Ciò significa che gli amministratori dovranno puntare alla massimizzazione del valore nell'interesse degli azionisti, perseguendo progetti imprenditoriali anche piuttosto rischiosi, cioè con un'elevata probabilità di tradursi in perdita, «fin quando le loro decisioni non siano tali da pregiudicare (*ex ante*) l'idoneità del patrimonio sociale al soddisfacimento dei creditori sociali»[158], sicché non potrà reputarsi diligente quella scelta di gestione che accetti a monte il rischio di portare il patrimonio netto ad un valore negativo.

La consistenza del patrimonio netto, dunque, si pone quale ineludibile elemento di governo del rischio di gestione, vincolando gli amministratori, nel momento in cui debbano provvedere a «selezionare i progetti cui dare corso e, più in generale, nel

[157] MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 14, identifica nel patrimonio netto un vincolo normativo all'assunzione del rischio d'impresa.
[158] TINA, *L'esonero da responsabilità, op. cit.,* p. 180.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

definire il complessivo grado di rischio dell'attività», a considerare «puntualmente il livello di patrimonializzazione della società, cioè il cuscinetto di valori destinato ad essere immediatamente eroso ove quel rischio si materializzasse»[159].

Nel sistema che si va così delineando si perviene, allora, a tracciare una relazione di interdipendenza tra la composizione della struttura finanziaria dell'impresa, ossia il rapporto tra patrimonio netto ed indebitamento, ed il grado di libertà di cui gli amministratori dispongono nella gestione della stessa tale da vincolare l'ampiezza del merito gestorio alla misura del patrimonio netto.

Le implicazioni di quanto si sta prospettando sono, peraltro, di immediata evidenza: la fissazione di un nesso siffatto non permette di confinare la precettività del dovere di conservazione al solo approssimarsi della c.d. *twilight zone* poiché è ben possibile che una struttura finanziaria squilibrata verso il debito alimenti il funzionamento della società sin dalle prime fasi della sua attività, stante l'inesistenza nel sistema di diritto positivo di un obbligo di dotazione patrimoniale adeguata all'oggetto da conseguire od all'attività da esercitare. Si capisce, allora, come sia illusorio ritenere che un'esigenza di protezione dei creditori sociali emerga solamente in corrispondenza della parabola discendente della vita dell'impresa, all'approssimarsi di una situazione di tensione finanziaria poiché, al contrario, l'assenza di regole di adeguata patrimonializzazione dell'impresa favorisce l'acuirsi del conflitto tra categorie di finanziatori ed alimenta il rischio di tendenze opportunistiche da parte degli *insiders*.

La previsione di cui all'art. 2394 c.c. testimonia, allora, il tentativo del Legislatore di farsi interprete dell'esigenza di tutela così sollevata gravando la scelta di fare ricorso al debito di un «costo gestionale»[160] quantificabile in termini di riduzione della libertà di gestione, operando alla stregua di un *covenant* finanziario, seppur di fonte legale[161], che subordini la concessione del finanziamento al mantenimento di un patrimonio netto di valore positivo e, dunque, all'adozione di una strategia di gestione idonea a non pregiudicarne l'integrità. Una siffatta declinazione del dovere, peraltro, non può ritenersi lesiva della libertà di iniziativa economica: nessuno, infatti, impone ai soci di dotare una società di capitali di mezzi propri inadeguati all'esercizio dell'attività che si prefiggono, né alcuno impone di ricorrere in misura prevalente alla

---

[159] MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 15-16.

[160] A. ROSSI, *La gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 9, secondo cui: «il ricorso alla leva finanziaria, la scelta di sottocapitalizzazione della società sono scelte degli amministratori e dei soci che hanno un "costo" gestionale implicito nella limitazione del rischio che può essere *legittimamente* assunto».

[161] Nello stesso sempre A. ROSSI, *La gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 9; ma anche STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci, op. cit.,* p. 35 vede nelle norme che pongono limiti alla distribuzione degli utili un *covenant* «gratuitamente offerto a tutti i creditori (volontari)».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

finanza dei terzi per alimentare il ciclo produttivo dell'impresa; solo, tali scelte scontano il peso del sacrificio della libertà che ad esse si accompagna[162].

Se a questo punto si torna a riflettere sul significato che assume il canone della diligenza nell'esercizio della discrezionalità gestoria, si può intuire come la valorizzazione di un criterio di gestione improntato alla conservazione del valore patrimoniale, in costante contrapposizione ad uno volto al suo accrescimento, sia in grado di farne emergere il contenuto *prudenziale*[163] senza per questo determinare l'elisione o la negazione del rischio d'impresa, trattandosi vieppiù di legittimamente

---

[162] É chiaro infatti che se, al contrario, la società versasse in una condizione di floridezza patrimoniale, essendo dotata di un patrimonio netto piuttosto cospicuo in rapporto all'indebitamento, gli amministratori potrebbero anche dar corso a progetti imprenditoriali maggiormente rischiosi, facendosi carico della possibilità di incassare le relative perdite, posto che «nel caso in cui l'azzardo finanziario non riuscisse, la buona situazione finanziaria permetterebbe comunque il soddisfacimento di tutti i creditori»: MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 54.

[163] Fanno espresso riferimento al concetto di prudenza: MUCCIARONE, *L'opposizione alla fusione, op. cit.,* p. 97, nt. 113, per il quale una gestione diligente è «anzitutto, prudente»; PAGNI, *Crisi societarie ed intervento del giudice, op. cit.,* p. 211 che parla di «regole di prudenza e diligenza»; SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie, op. cit.,* p. 151, che ritiene non irragionevole esigere dagli amministratori, soprattutto in occasione di operazioni straordinarie, adottare un atteggiamento «prudenziale»; GUIZZI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 240, il quale osserva: «la dove all'art. 217 sanzionava (e sanziona), come fatti di bancarotta semplice, le operazioni manifestamente imprudenti e dove allora mentre è l'avverbio che denuncia il fondamento dell'illiceità della condotta sotto il profilo del diritto penale, al contrario è proprio l'aggettivo, con il suo riferimento all'imprudenza - nel suo significato etimologico di sconsideratezza ossia di ciò che non è ragionevole attendersi, in relazione ad un normale criterio di diligenza imprenditoriale, in un contesto dato - ad individuare, sotto il profilo civilistico, il criterio di imputazione, e al tempo stesso anche il limite, della responsabilità degli amministratori». Anche a livello giurisprudenziale, per la verità, la prudenza non pare un concetto del tutto alieno ed anzi significativamente ad esso faceva riferimento Cass., 22 aprile 2009, n. 9619, in *Vita not.*, 2011, p. 97, la quale censurava una scelta di gestione in quanto «gravemente imprudente, posta in essere quindi con colpa grave ben oltre i limiti della discrezionalità concessa agli amministratori dalla *business judgement rule»,* argomentando come in caso di responsabilità per *mala gestio ex* art. 2392 c.c. rimanga «sindacabile la diligenza dell'amministratore nell'adempimento del proprio mandato e quindi l'omissione delle cautele e verifiche che il dovere di diligenza impone, prima tra tutte la tutela dei diritti dei creditori». Sullo sfondo della pronuncia rimane la valorizzazione della «conservazione del patrimonio sociale» come «uno dei doveri principali facenti capo agli amministratori» operato dalla Suprema Corte nel caso Monopoli (Cass. 28 aprile 1997, n. 3652, in *Foro it.,* 1998, I, 1, c. 3247). Ancora, parlava di «trasgressione di tali regole di avvedutezza e di prudenza» Trib. Milano, 2 marzo 1995, in *Società,* 1996, p. 57 e Trib. Reggio Emilia, 12 giugno 1996, in *Dir. fall.,* 1996, II, p. 718, per il quale «costituisce specificazione del generico dovere di amministrare con diligenza, l'obbligo che incombe agli amministratori di astenersi dal compimento di operazioni che – per il rischio che comportano – appaiano indiscutibilmente ed oggettivamente imprudenti». Fortemente critico rispetto a tale impostazione è 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. Sconamiglio, Milano, 2003, p. 33-34, secondo cui «la prudenza non può mai costituire elemento sulla base del quale circoscrivere l'attività gestoria di un'impresa. Almeno fin quando l'impresa operi per produrre utili, anzi, la prudenza nelle scelte può costituire un significativo ostacolo».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

gestirlo e modularlo in funzione della particolare composizione patrimoniale della società.

La regola di gestione appena tracciata sembra poi destinata a perdere il proprio connotato di specialità non solo rispetto all'ordinamento societario, bensì in rapporto al complessivo sistema di diritto privato, potenzialmente destinato ad andare incontro ad una riforma epocale ove dovesse tradursi in legge il c.d. codice della crisi e dell'insolvenza[164], adottato in attuazione della delega di cui alla l. 19 ottobre 2017, n. 155, al momento ancora in bozze. Si consideri, infatti, che l'art. 4 ivi proposto, nel definire i «diritti ed obblighi del debitore», tratteggia al I comma una regola di portata generale, destinata cioè a valere per qualsiasi debitore, prescrittiva del dovere di «assumere le obbligazioni in modo prudente e proporzionato alle proprie capacità patrimoniali»: una limitazione della libertà d'azione, a ben vedere, molto superiore a quella rinvenibile nell'art. 2394 c.c.[165]

Sebbene, dunque, l'art. 2392 c.c. non richiami espressamente il dovere di conservazione del patrimonio sociale, «non può dubitarsi che esso sia ricompreso nel concetto di gestione diligente», senza che per questo si possa pretendere dagli amministratori di evitare qualsiasi rischio che possa comportare un depauperamento del patrimonio netto; al contrario, «l'alea d'impresa è intrinseca all'attività sociale e, come tale, ineliminabile», sicché non può negarsi il riconoscimento della legittimità a quelle scelte di gestione che pur abbiano cagionato una riduzione del valore esistente preservando, tuttavia, un netto di valore positivo[166].

---

[164] Visionabile sul sito www.osservatorio-oci.org.

[165] Le impressioni che la prima lettura della norma suggerisce trovano conferma nelle parole della relazione illustrativa di accompagnamento che rende manifesta l'intenzione legislativa di voler «responsabilizzare esplicitamente il debitore, prescrivendo segnatamente: alla persona fisica non-imprenditore, l'assunzione di obbligazioni in modo prudente e proporzionato alle proprie capacità patrimoniali presenti e future (in linea con la correlata responsabilità di cui all'art. 2740 c.c.)».

[166] AIELLO, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 295-296.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

CAPITOLO IV

LA CONSERVAZIONE DEL PATRIMONIO SOCIALE

SOMMARIO: 1. Il rilievo della struttura finanziaria per l'esercizio dell'attività d'impresa. Dall'adeguatezza della struttura finanziaria all'attività d'impresa all'adeguatezza dell'attività d'impresa alla struttura finanziaria – 2. Il dovere di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale come dovere di adottare una gestione adeguata alla propria struttura finanziaria: il patrimonio netto come limite alla discrezionalità di gestione – 2.1 L'insufficienza della visione statica-patrimoniale e la necessità di declinare il parametro del patrimonio netto in chiave prospettica – 2.2 La necessità che, non la singola scelta di gestione, ma la pianificazione strategica sia adeguata alla struttura finanziaria – 2.3 L'impossibilità di estendere il significato del dovere di conservazione *ex* art. 2394 c.c. alla tutela della solvibilità della società – 3. Riflessi del dovere di conservazione *ex* art. 2394 c.c. sul sindacato giudiziale di legittimità nei casi di mala gestio – 3.1 Diligenza, perizia e colpa professionale nella gestione d'impresa: la questione dell'applicabilità dell'art. 2236 c.c. all'attività di amministrazione – 3.2 Il criterio della ragionevolezza: l'opportunità di affinare ulteriormente il sindacato di legittimità delle scelte di gestione – 3.3 Il sindacato giudiziale rideterminato: l'adeguatezza della gestione alla struttura finanziaria come parametro di legittimità delle scelte di gestione

1. Il rilievo della struttura finanziaria per l'esercizio dell'attività d'impresa. Dall'adeguatezza della struttura finanziaria rispetto all'attività d'impresa all'adeguatezza dell'attività d'impresa rispetto alla struttura finanziaria

La tesi che si è andata sin qui edificando suppone che gli interessi dei creditori sociali si contrappongano costantemente, per tutto il tempo in cui si svolge l'avventura societaria, a quelli dei soci e che le proiezioni dei rispettivi interessi sui criteri di gestione della società – criterio lucrativo-speculativo *versus* criterio conservativo-prudente – siano parimenti vincolanti per coloro che sono investiti del potere di gestione, seppure non su un piano di pari ordinazione costituendo vieppiù gli interessi dei creditori un limite inderogabile al soddisfacimento prioritario di quelli dei soci. Si è detto, ulteriormente, che, dal punto di vista dei gerenti, chiamati per vocazione corporativa a bilanciare e mediare fra interessi confliggenti, è essenziale poter disporre di una regola che stabilisca il modo in cui detto contemperamento debba essere operato, e si è cominciato a veicolare l'idea che la stessa potesse essere rinvenuta nel riferimento che continuamente la norma su cui questo studio verte rivolge al patrimonio sociale. Detto riferimento, in effetti, sembrerebbe tracciare un nesso fra la discrezionalità di cui i gerenti dispongono nella gestione dell'impresa e la composizione della *struttura finanziaria,* quale risultante del «l'insieme delle fonti di

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

finanziamento della società» che trovano «rappresentazione nel lato passivo dello stato patrimoniale»[1]. Un nesso tale da esigere che la prima (la gestione) venga svolta in maniera *adeguata* alla seconda (a struttura finanziaria).

La composizione della struttura finanziaria, e quindi la preponderanza o meno del patrimonio netto rispetto all'indebitamento, identificherebbe cioè quella regola che dovrebbe guidare gli amministratori nel corretto bilanciamento degli interessi degli *stakeholders* finanziari per la determinazione dell'interesse sociale concreto, definendo la misura in base a cui l'interesse dei soci può essere appagato senza pregiudicare quello dei creditori, e fungerebbe altresì da termine di riferimento per la conseguente selezione delle scelte di gestione che possono essere perseguite senza pregiudicare l'integrità del patrimonio netto.

Occorre, allora, prendere le mosse dalla prima proposizione del teorema formulato da Modigliani e Miller per comprendere il rilievo che la struttura finanziaria assume in ordine all'esercizio dell'attività d'impresa: in un contesto ideale privo di effetti perturbatori dell'ambiente in cui opera l'impresa[2], in particolare in assenza di oneri fiscali e costi del fallimento, il valore della stessa non avrebbe relazione alcuna con la struttura finanziaria, essendo legato esclusivamente alle caratteristiche di profittabilità delle sue attività reali[3], con il corollario che sarebbe irrilevante la scelta di finanziare l'attività mediante il ricorso all'indebitamento od all'emissione di nuovi titoli azionari[4]. Poiché, tuttavia, è chiaro che le condizioni ideali presupposte dal teorema

---

[1] STRAMPELLI, *Capitale sociale*, *op. cit.,* p. 605.

[2] La validità del teorema appena esposto suppone, infatti, l'operatività dell'impresa in un contesto ideale in cui i mercati sono perfetti, dunque, privi di costi di transazione ed esenti da asimmetrie informative, in cui non sono previste forme di imposizione fiscale sui redditi d'impresa né particolari costi sono associati al fallimento (in particolare costi della procedura e reputazionali).

[3] In particolare, il valore dell'impresa si otterrebbe capitalizzando i ritorni attesi a un tasso determinato in relazione al tipo di attività svolta. Cfr. MODIGLIANI, MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment,* in *A. Econ. Rev.,* 1958, p. 268: «*the market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate appropriate to its class*». In argomento cfr. anche ID., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction,* in *A. Econ. Rev.,* 1963, p. 433 ss. In argomento si rinvia anche a MYERS, *Capital Structure,* in *The Journal of Econmic Perspectives,* 2001, p. 81 ss.; BARCLAY, SMITH, *The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence,* in 12 *JACF,* 1999, p. 8 ss.; DALLOCCHIO, *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa,* Milano, 1995, rist. 2000, p. 167 ss.; DALLOCCHIO, SALVI, *Finanza d'azienda,* Milano, 2011, p. 480 ss.; RENZI, VAGNANI, *Fabbisogno finanziario, equilibrio e redditività,* Milano, 2016, p. 89 ss. Nella dottrina giuridica cfr. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa, op. cit.,* p. 16 ss.; LAMANDINI, *Struttura finanziaria, op. cit.,* p. 16 ss.; CINCOTTI, Merger leveraged buy-out*, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento,* in *Riv. soc.,* 2011, p. 640, spec. nt. 17.

[4] Così RENZI, VAGNANI, *Fabbisogno finanziario, op cit.*, p. 121. Come rileva DALLOCCHIO, *Finanza d'azienda, op. cit.,* p. 172-172: «Modigliani e Miller affermano dunque che […] il costo medio ponderato del capitale della società non può essere ridotto in alcun modo, neppure sostituendo

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

stentano a verificarsi nella realtà, l'importanza dello stesso si coglie proprio in relazione alle conclusioni che è possibile trarre in loro assenza: come rilevato dallo stesso Miller, «*showing what doesn't matter can also show, by implications, what does*»[5]. Più precisamente, «se si rimuovono le singole ipotesi sottostanti il modello di MM, la politica di indebitamento torna ad assumere importanza e, più in particolare, può contribuire a creare o distruggere valore»[6].

Così, mentre in presenza di un sistema che preveda forme di imposizioni fiscali sul reddito il valore dell'impresa sarebbe associato positivamente alla misura del ricorso all'indebitamento, stante il beneficio ad esso associato che consentirebbe di dedurre dalla base imponibile gli interessi corrisposti ai creditori[7], in presenza, invece, di un sistema che oltre agli oneri di natura fiscale associasse al fallimento costi procedurali e reputazionali, il beneficio della deduzione fiscale verrebbe attutito dal pericolo del dissesto finanziario che necessariamente[8] si accompagnerebbe ad un eccessivo ricorso al debito[9]. Sarebbe, pertanto, possibile individuare un punto di equilibrio nel rapporto tra mezzi propri ed indebitamento in grado di massimizzare il valore dell'azienda da identificare nella misura in cui «l'incremento nel valore attuale dei costi del dissesto dovuto ad un'unità addizionale di debito uguaglia l'incremento del valore attuale del vantaggio fiscale»[10].

---

progressivamente il debito al capitale proprio, pur essendo in apparenza il debito meno costoso del capitale proprio. Il motivo risiede nel fatto che all'aumentare del debito, il capitale proprio residuo diventa sempre più rischioso e al crescere del rischio ne aumento il costo. L'aumento del costo del capitale proprio residuo controbilancia la più elevata proporzione di finanziamento a basso costo sotto forma di debito. Modigliani e Miller provano che i due effetti si controbilanciano esattamente, cosicché sia il costo medio del capitale che il valore dell'impresa non vengono influenzati dall'indebitamento».

[5] MILLER, *The Modigliani – Miller proposition after thirty years,* in 2 *J. Econ. Perspectives,* 1988, p. 101.

[6] DALLOCCHIO, SALVI, *Finanza d'azienda, op. cit.,* p. 486.

[7] In tali condizioni i soci avrebbero convenienza ad indebitarsi maggiormente al fine di sfruttare la deducibilità degli oneri finanziari dal reddito imponibile, alla quale si accompagna un minore esborso per imposte. Cfr. MODIGLIANI, MILLER, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction,* in *Am. Econ. Rev.,* 1963, p. 433 ss.; MILLER, *Debt and taxes,* in 32 *J. Fin.,* 1976, p. 261.

[8] Cfr. BAXTER, *Leverage, risk of ruin and the cost of capital,* in 22 *J. Fin.,* 1967, p. 395 ss. che sottolinea come il rischio di insolvenza dell'impresa finanziata cresca in misura direttamente proporzionale al suo indebitamento.

[9] Cfr. RENZI, VAGNANI, *Fabbisogno finanziario, op cit.*, p. 122, i quali concludono che in presenza dello scudo fiscale e del rischio del fallimento l'indebitamento agisce «positivamente sul valore d'impresa, entro il limite in cui il rischio di dissesto finanziario non si rifletta sul costo medio ponderato in misura tale da annullare il beneficio fisale dovuto alla deducibilità degli oneri finanziari».

[10] DALLOCCHIO, *Finanza d'azienda, op. cit.,* p. 182.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

È noto, peraltro, come la stessa scienza aziendalistica rinunci a decretare quale sia il livello di indebitamento ottimale [11] per ogni impresa[12], lasciandone la definizione alla valutazione degli operatori ed, in ultima analisi, all'esame del mercato, e tale circostanza contribuisce in parte a chiarire «le ragioni per le quali, nella pratica domestica e internazionale, sia riscontrabile la più ampia varietà di soluzioni alternative» sul punto[13].

L'ordinamento italiano è fra quelli cha hanno scelto di limitare parzialmente l'autonomia delle parti nella determinazione del rapporto *equity/debt* , subordinando l'utilizzo dello schermo della personalità giuridica, e dunque del beneficio della responsabilità limitata, all'apporto a titolo di capitale di rischio di conferimenti tali da ragguagliare un valore minimale prefissato in via normativa, senza peraltro che allo stesso si associ alcuna valutazione circa l'adeguatezza per il conseguimento dell'oggetto sociale[14] o rispetto al livello di indebitamento maturato nell'esercizio dell'attività[15]. Al di là di tale barriera all'ingresso, la scelta del Legislatore domestico

---

[11] Quel livello, cioè, superato il quale la società finisce per compromettere la propria redditività.

[12] MILLER, *Debt and Taxes*, *op. cit.*, p. 269: «*There will be an equilibrium level of aggregate corporate debt and hence an equilibrium debt-equity ratio for the corporate sector as a whole. But there would be no optimum debt-equity ratio for any individual firm*». In argomento fra la dottrina giuridica si veda STANGHELLINI, *Le crisi di impresa, op. cit.,* p. 27 ss.

[13] LAMANDINI, *Struttura finanziaria, op. cit.,* p. 19.

[14] Il riferimento va, naturalmente, alla tesi sostenuta da PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata,* in *Trattato delle società per azioni,* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, vol. 1**, Torino, 2004, p. 3 ss., e già precedentemente alla riforma ID., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata,* in *Riv. soc.,* 1991, I, p. 3 ss.; ID., *I conferimenti in natura nelle società per azioni,* Milano, 1970. Come noto l'Autore che, nello scritto più risalente, aveva sostenuto la necessità di dotare la società di un capitale congruo ed adeguato al conseguimento dell'oggetto sociale, ha successivamente mitigato tale impostazione propendendo per la necessità di dotare la società di un capitale quantomeno non manifestamente inadeguato a tale scopo, difendendone la sostenibilità anche a seguito della riforma del 2003 che pur ha sottratto parte degli addentellati normativi su cui la stessa era fondata (ci si riferisce al venire disposto del vecchio art. 2410 c.c. sul limite quantitativo per l'emissione di obbligazioni commisurato al capitale sociale versato e all'espunzione, dall'art. 2445 c.c., del requisito dell'esuberanza per il conseguimento del capitale sociale per la riduzione volontaria del capitale sociale), per poi giungere da ultimo in ID., *Lezioni pisane di diritto commerciale,* a cura di F. Barachini, Pisa, 2014, p. 67 a riformulare la portata del divieto di sottocapitalizzazione manifesta come regola di «ragionevole» capitalizzazione in rapporto alle prassi maturate tra gli operatori del settore di riferimento, muovendo dal disposto dell'art. 2467 c.c. e dall'interpretazione fornita da ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata,* in *Codice civile. Commentario,* fondato da P. Schlesinger e diretto da F. D. Busnelli, Milano, 2010, p. 460 ss., sul concetto di ragionevolezza (da intendersi, cioè, «non tanto come razionalità, cioè come conformità rispetto ai dettami più o meno immutabili di una scienza, ma come conformità rispetto a prassi maturate tra gli operatori di questo o quel settore del mercato»).

[15] Si veda, al riguardo, la proposta avanzata sempre da PORTALE, *Capitale sociale,* 2004, *op. cit.*, p. 30 e nt. 45, ripresa anche da D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici,* in *Giur. comm.,* 2001, I, p. 415, di sostituire al sistema del capitale quello dei *ratios,* cioè di coefficienti di bilancio, volti a stabilire il mantenimento di un certo rapporto fra mezzi propri e

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

sembra essere stata piuttosto liberale nel lasciare ampio margine di manovra nel dosaggio della leva finanziaria e del capitale di rischio. Eppure un giudizio siffatto non potrebbe che reputarsi alquanto parziale non appena si considerasse il disposto dell'art. 2467 c.c., emblematico testimone del recepimento nel tessuto normativo degli insegnamenti propri delle scienze aziendalistiche univoche nell'associare ad un uso sproporzionato della leva finanziaria un incremento lineare del rischio di insolvenza[16].

---

mezzi di terzi. Anche P. MARCHETTI, *Relazione generale,* in *Dalla riforma Draghi alla riforma delle società non quotate* (atti del Convegno di studi di Alba, 21 novembre 1998), in *Soc.,* 1999, p. 786, si interroga sull'opportunità di fissare parametri di patrimonializzazione obbligatoria correlati al volume di affari, al volume di indebitamento, al tipo di attività. Secondo SACCHI, *Tutela dei creditori nella s.p.a., op. cit.,* p. 266, invece, sarebbe opportuno non tanto abbandonare l'istituto del capitale sociale quanto la mentalità ad essa sottesa, ossia la necessità di «ancorare i vincoli di indisponibilità del patrimonio sociale a criteri dotati di una sufficiente precisione e quindi difficilmente manipolabili» per agganciarli, piuttosto, «a parametri, quali *solvency tests* non rigidamente correlati ai dati contabili, caratterizzati da una forte elasticità, che consentono, al fine di massimizzare le prospettive di redditività dell'investimento, di adeguare la dotazione di mezzi propri alle specifiche necessità della singola impresa, ma che inevitabilmente implicano un elevato grado di opinabilità».

[16] In argomento cfr., senza pretese di completezza, PRESTIPINO, *Diritto al rimborso e postergazione nella disciplina dei finanziamenti dei soci,* Milano, 2015, spec. p. 60; ID., *Finanziamenti dei soci nella s.r.l.: i presupposti di applicazione dell'art. 2467 c.c.,* in *Giur. comm.*, 2012, II, p. 126; VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori,* Milano, 2012, p. 123; BACCETTI, *Postergazione dei finanziamenti e tipi sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 804; PORTALE, *I "finanziamenti" dei soci nelle società di capitali,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2003, I, p. 663; MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali,* Milano, 2005, p. 3, 75 e 159 ss.; ID., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, p. 133; ID., *Sul regime concorsuale dei finanziamenti soci*, in *Giur. comm.,* 2010, I, p. 805; ID., *Sottocapitalizzazione della s.r.l. e "ragionevolezza" del finanziamento soci,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2016, p. 169; ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, p. 317; ABBADESSA, *I prestiti ai soci: appunti sul tema*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, p. 83; ANGELICI, *I finanziamenti dei soci nel tempo e nello spazio*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II, p. 92; ARCIDIACONO, *I prestiti dei soci nelle società di capitali*, Torino, 2012; M. CAMPOBASSO, *La postergazione dei finanziamenti dei soci*, in *S.r.l, Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale*, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, p. 238; ID., *Finanziamento del socio,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2008, I, p. 441; ID., *I finanziamenti dei soci,* Torino, 2004; BALP, *Questioni di tema di postergazione ex art. 2467 e 2497-quinquies c.c.*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, p. 246; ID., *I finanziamenti dei soci «sostitutivi» del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative,* in *Riv. soc.,* 2007, p. 345; ID., *Sulla qualificazione dei finanziamenti dei soci ex art. 2467 c.c. e sull'ambito di applicazione della norma*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 5, p. 610; TOMBARI, *"Apporti spontanei" e "prestiti" dei soci nelle società di capitali,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber Amicorum *G. F. Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, I, Torino, 2006, p. 553 ss.; FERRI JR, *In tema di postergazione legale,* in *Riv. dir. comm.,* 2004, p. 969 ss.; VASSALLI, *Sottocapitalizzazione della società e finanziamenti dei soci,* in *Riv. dir. impr.,* 2004, p. 265; FIGÀ TALAMANCA, NOVELLO, *I finanziamenti dei soci nelle s.r.l.: «eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto» e «situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento»*, in *Società, banche e crisi d'impresa.* Liber amicorum *P. Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, Milano, 2014, 2, p. 1749 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Non è, dunque, vero che la composizione della struttura finanziaria è irrilevante per la determinazione del legittimo esercizio dell'attività d'impresa: non lo è ove si scelga di esercitare detta attività sotto forma di s.p.a. o di s.r.l. "ordinaria"[17], perché il Legislatore ne preclude sia l'inizio (cfr. artt. 2327 e 2463 c.c.) che la prosecuzione (cfr. art. 2484, comma I, n. 4, c.c.) in mancanza di un apporto minimo a titolo di capitale di rischio, né qualora si decida di finanziare l'impresa mediante il ricorso al prestito obbligazionario (artt. 2412 e 2413 c.c.)[18] o s'intenda assottigliare il valore del netto per destinarne una parte all'esercizio di un determinato «affare» (cfr. art. 2447-*bis,* comma II, c.c.), né, infine, quando il rischio di insolvenza appaia ormai prossimo a causa di un eccessivo incremento del livello di indebitamento (cfr. art. 2467 c.c.)[19].

---

[17] Qualora cioè la possibilità di operare sul mercato con capitale sociale simbolico non sia ritenuta un vantaggio sufficiente a compensare i vincoli di contenuto imposti all'autonomia negoziale (cfr. art. 2463-*bis* c.c.).

[18] Su cui cfr. di recente PRESTIPINO, *Diritto al rimborso, op. cit.,* p. 29-30, che rintraccia la *ratio* del limite quantitativo all'emissione di obbligazioni «nella volontà del legislatore di fissare un rapporto equilibrato tra il capitale di rischio complessivo, rappresentato dal patrimonio netto (escluse le riserve indisponibili diverse dalla riserva legale), e l'indebitamento di massa rappresentato dai titoli obbligazionari». Sul limite quantitativo all'emissione di obbligazioni cfr. A. GIANNELLI, *Art. 2412 c.c., op. cit.,* p. 85 ss.; PALMIERI, *I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni,* in *Giur. comm.,* 2006, I, p. 293 ss.; PISANI, *Le obbligazioni, op. cit.,* p. 784 ss.; SARALE, *Artt. 2412-2413, op. cit.,* p. 1261 ss.

[19] È noto, peraltro, come sia tuttora in discussa la natura transtipica della disposizione, ossia la sua applicabilità anche a tipi societari diversi da quello cui la disposizione è topograficamente riferita, ritenendola espressione di un principio generale di corretto finanziamento valevole per tutte la società: così di recente SPIOTTA, *Continuità aziendale, op cit.,* p. 56 e nt. 132. Sono favorevoli ad ammettere l'applicazione analogica dell'art. 2467 c.c. alle s.p.a., fra gli altri, PORTALE, *Lesioni pisane, op. cit.,* p. 63; ID., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata, op. cit.,* p. 148 ss.; ID., *I "finanziamenti" dei soci nelle società di capitali,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2003, I, p. 681; ABRIANI, *Finanziamenti «anomali», op. cit.,* p. 327; IRRERA, *Art. 2467,* in *Il nuovo diritto societario. Commentario,* diretto da G. Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Torino, 2004, p. 1796 ss.; PRESTIPINO, *Diritto al rimborso, op. cit.,* p. 173. *Contra* VATTERMOLI, *Crediti subordinati*, *op. cit.,* p. 90; BALP, *I finanziamenti dei soci, op. cit.,* p. 387-388, che ritiene che il ricorso all'analogia debba avvenire secondo una «prospettiva restrittiva»; BARTALENA, *I finanziamenti dei soci nella srl,* in *AGE,* 2003, p. 398 ss.; SCANO, *I finanziamenti dei soci nella s.r.l. e l'art. 2467 c.c.;* in *Riv. dir. comm.,* 2003, I, 903 ss.; MEZZANOTTE, *Graduazione del rischio d'impresa e finanziamenti concessi a società a responsabilità limitata,* in *Giur. comm.,* 2011, I, p. 60 ss.; DE FERRA, *La postergazione del credito del socio finanziatore,* in *Giur. comm.,* 2010, I, p. 187; LOCORATOLO, *Postergazione dei crediti e fallimento,* Milano, 2010, p. 36; RIVOLTA, *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese,* in *Riv. soc.,* 2009, p. 653. A favore del riconoscimento del carattere transtipico della disposizione in esame e, dunque, della sua applicabilità anche al di fuori del tipo s.r.l. appare essere orientata anche la più recente giurisprudenza di legittimità: cfr., infatti, Cass., 7 luglio 2015, n. 14056, in *Soc.,* 2016, p. 543, che, superando quanto già statuito in *obiter dictum* in Cass., 24 luglio 2007, n. 16393, in *Foro it.,* 2008, I, p. 2244, ha ritenuto possibile applicare l'art. 2467 c.c. anche alle s.p.a. «che in concreto, per le sue modeste dimensioni o per l'assetto dei rapporti sociali, presenti una struttura chiusa analoga a quella tipica della s.r.l.» (in argomento v. BACCETTI, *Metodo tipologico e sottocapitalizzazione nominale nella società per azioni indipendenti,* in *Giur. comm.,* 2016, I, p. 855 ss.). Conf., nella giurisprudenza di merito: Trib. Venezia, 8 marzo 2011, in *Banca borsa tit. cred.,*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Il tessuto normativo si presta, dunque, a coltivare l'impressione – per vero, distonica rispetto ad una realtà di sistematica sottopatrimonializzazione delle imprese – che sia opportuno mantenere un ragionevole equilibrio tra netto patrimoniale[20] e leva finanziaria, quanto meno perché tale condizione è essenziale al superamento del vaglio sul merito creditizio e, dunque, all'accesso al finanziamento bancario[21].

Ciò che, tuttavia, rileva nella prospettiva dei gestori, chiamati ad adempiere anche alla regola di conservazione dell'integrità patrimoniale di cui all'art. 2394 c.c., non è tanto l'identificazione di un divieto di sottocapitalizzazione manifesta o di un precetto che stabilisca il rapporto che deve essere mantenuto fra il valore del patrimonio netto ed il livello di indebitamento, quanto piuttosto il riconoscimento che ad una data struttura finanziaria debba corrispondere una certa strategia di gestione. L'indisponibilità dei soci ad incrementare la misura del patrimonio netto e la necessità consguente di alimentare l'attività d'impresa mediante ricorso al debito non può reputarsi ininfluente sulle scelte di programmazione gestoria, essendo invece essenziale che la pianificazione strategia approntata dall'organo gestorio, specie sul piano della definizione degli obiettivi e dei progetti imprenditoriali da perseguire, sia *adeguata* all'effettiva composizione della struttura finanziaria.

Non si tratta, dunque, di operare una demonizzazione del ricorso al *leverage* quale strumento di finanziamento dell'impresa, quasi che questo dovesse essere visto solo come strumento di privatizzazione degli utili e pubblicizzazione delle perdite; al

---

2012, II, p. 223; Trib. Udine, 3 marzo 2011, in *Banca borsa tit. cred.,* 2012, II, p. 224; Trib. Pistoia, 8 settembre 2008, in *Banca borsa tit. cred.,* 2009, II, 191.

[20] Insiste particolarmente sull'assunto che vuole la tutela dei creditori più legata «alla disciplina del patrimonio netto, o meglio ad una equilibrata organizzazione di valori all'interno della società» che alla disciplina del capitale G. GIANNELLI, *Disciplina del capitale, organizzazione del patrimonio, «corretto» finanziamento della società e tutela dei creditori,* in *Società, banche e crisi d'impresa.* Liber Amicorum *P. Abbadessa,* diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014, p. 495 ss. L'Autore trae argomento, fra l'altro, dalle disposizioni di cui agli artt. 2412, 2545-*quinquies* e 2467 c.c. le quali indicherebbe che «è il patrimonio netto e non il capitale socilae in quanto tale ad essere assunto come parametro per un corretto finanziamento della società; e non nel senso di una richiesta equivalenza tra mezzi propri e indebitamento o tra *equity* e ricorso al capitale di rischio, quanto come leva per impostare un rapporto che, secondo le fattispecie esaminate e per finalità che sono, di volta in volta, considerate come meritevoli di tutela, il legislatore selezione come di corretto finanziamento».

[21] Cfr. infatti G. GIANNELLI, *Disciplina del capitale, op. cit.,* p. 499 che ricorda come, ai fini della concessione del finanziamento bancario, le regole di Basilea II richiedano alle imprese affidate il possesso di determinati requisiti di adeguatezza patrimoniale parametrati anche sulla base della probabilità di *default e* l'esposizione al rischio di insolvenza. Pertanto «la determinazione del capitale di rischio finisce per condizionare il valore delle attività ponderate con il rischio di perdita; il che ancora si traduce, per le imprese che intendano accedere ai finanziamenti bancari, nell'esigenza di dotazione di mezzi propri come leva ai fini della corretta fruizione dei finanziamenti stessi». Conf. PACIELLO, *La funzione normativa del capitale sociale, op. cit.*, p. 16.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

contrario è indubitabile che lo stesso favorisca «la nascita e la crescita delle imprese in modo determinante» e sia, perciò, «strumento fondamentale ed irrinunciabile delle economie capitalistiche (e in particolar modo nella nostra, attesa la tradizionale debolezza dei nostri strumenti di convogliamento delle risorse finanziarie verso gli investimenti in capitale di rischio)»[22]. Si tratta di riconoscere che la scelta di fare ricorso al debito in luogo del capitale deve necessariamente tradursi in un adeguamento della politica di gestione sino a quel momento adottata, nella consapevolezza che la cesura tra la funzione di capitalizzazione e quella di gestione affida ai soci il potere di condizionare «la capacità di sopportazione del rischio finanziario da parte della società nella quale hanno investito»[23] ed attribuisce ai gestori il compito di modulare, di conseguenza, il grado di rischio che l'impresa può permettersi di sopportare.

2. Il dovere di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale come dovere di adottare una gestione adeguata alla propria struttura finanziaria: il patrimonio netto come limite alla discrezionalità di gestione

Se ad oggi non sembra potersi dire aliena all'ordinamento domestico una tendenza ad esigere il mantenimento di un certo grado di equilibrio tra mezzi propri ed indebitamento, è certo, tuttavia, che manchi una norma che prescriva il rispetto di un rapporto fisso tra i due termini della frazione. Ciò che, invece, non manca ma è prescritto inderogabilmente, è l'imperativo che la gestione sociale si svolga conservando un patrimonio sufficiente a soddisfare i crediti esistenti, limitando, non tanto la scelta dei mezzi con cui finanziare l'impresa, quanto la discrezionalità dei gestori nella selezione dei progetti d'investimento cui dare seguito.

Non pare più così peregrina l'idea che alla struttura finanziaria si accompagni un'attitudine a disciplinare l'esercizio dell'attività d'impresa, solo che tale forza

---

[22] D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici,* in *Giur. comm.,* 2001, p. 414. Del resto, come rileva MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali,* Milano, 2005, p. 178, la percorribilità di un sentiero interpretativo che vada a riconoscere l'esistenza nell'ordinamento di regole che impongano ai soci determinate scelte in ordine al finanziamento dell'impresa si andrebbe ad infrangere su «la libertà dei proprietari di apprezzamento del fabbisogno finanziario iniziale e successivo dell'impresa sociale che appare espressione particolare del generale principio costituzionale della libertà di iniziativa economica dei privati»

[23] MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale, op. cit.,* p. 34, ove desume la natura «tipicamente gestoria della partecipazione azionaria», riprendendo quanto già asserito in ID., *Partecipazione sociale e attività di impresa,* Milano, 2010, p. 61 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

normativa, come si è detto, non deve essere colta sul piano delle regole che presiedono al corretto finanziamento dell'impresa, di modo da esigerne un certo livello di patrimonializzazione magari alla stregua di quanto previsto per le cooperative *ex* art. 2545-*quinquies,* c.c., ma deve essere individuata nella capacità di rendere doveroso un adeguamento del rischio di gestione rispetto al rapporto esistente tra patrimonio netto ed indebitamento[24].

Ciò che, allora, viene in rilievo ai fini della determinazione dell'oggetto del dovere di conservazione *ex* art. 2394 c.c. non è tanto l'attivo patrimoniale[25], quasi che dagli amministratori si potesse esigere la preservazione di un patrimonio agilmente «aggredibile»[26] dai creditori, quanto piuttosto il patrimonio netto[27], ossia il valore che

---

[24] In tale prospettiva, allora, sembra trovare conferma l'impressione «che qualsiasi tentativo di istituire un nesso giuridicamente rilevante tra mezzi propri e attività d'impresa vada impostato non in via preventiva, ossia discorrendo di un obbligo prospettico dei soci di adeguata o ragionevole capitalizzazione della società, bensì, e in certo qual modo con un rovesciamento della usuale prospettiva, ragionando dei confini imposti dalla effettiva capitalizzazione all'agire degli amministratori e di una loro responsabilità in caso di inosservanza di quei confini»: MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale, op. cit.,* p. 31; ID., *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria), op. cit.,* p. 15. Nello stesso senso A. ROSSI, *La gestione dell'impresa, op. cit.,* p. 10, per il quale: «la struttura finanziaria di un'impresa gestita da una società di capitali è il frutto di *libere* scelte di soci ed amministratori, ma se queste scelte sono orientate all'eccessivo ricorso a mezzi di terzi, ciò non può non avere ricadute sulla (più limitata) libertà di manovra consentita nella gestione quanto all'assunzione del rischio».

[25] CASSOTTANA, *La responsabilità degli amministratori e dei sindaci nel fallimento della società,* in *Il fallimento,* Trattato diretto da G. Ragusa Maggiore e C. Costa, Torino, 1997, p. 804-805, secondo cui «per patrimonio sociale deve intendersi il complesso degli elementi attivi che costituiscono oggetto della garanzia generica *ex* art. 2740 c.c.» e «per i creditori sociali l'interesse all'integrità del patrimonio è soprattutto interesse alla conservazione di una garanzia patrimoniale adeguata e sufficiente a coprire i debiti della società».

[26] NIEDDU ARRICA, *I principi di corretta gestione societaria, op. cit.,* p. 30, 43 e 56, che infatti ricorda come l'attivo patrimoniale includa anche «voci che non offrono ai creditori alcuna possibilità di soddisfacimento in sede esecutiva (es. costi di impianto e ampliamento; costi di sviluppo e in generale immobilizzazioni immateriali), la cui valutazione discende dalle prospettive di funzionamento e di continuità dell'impresa indipendentemente dalla sussistenza di un valore coattivamente trasferivile ai creditori in seguito ad esecuzione forzata». Cfr. in tal senso già PORTALE, *I «beni» iscrivibili nel bilancio di esercizio e la tutela dei creditori nella società per azioni*, in *Riv. soc.,* 1969, p. 285 ss., nt. 123; ID., *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni,* in *Riv. soc.,* 1970, p. 15 ss.; ID., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata, op. cit.,* p. 15 ss.

[27] Al netto patrimoniale, nella sua interezza o in relazione ad alcuni dei suoi componenti, fanno riferimento molteplici disposizioni per misurare la legittimità di determinate operazioni gestorie: si pensi, infatti, alla costituzione dei patrimoni destinati *ex* art. 2447-*bis* c.c., limitata nella misura del dieci per cento del suo valore, al limite fissato dall'art. 2412 c.c. per l'emissione del prestito obbligazionario e a quelli previsti dagli artt. 2357 e 2358 c.c. per l'acquisto di azioni proprie e la concessione di prestiti o garanzie da parte della società a tale scopo. Si tratta, evidentemente, di previsioni volte a creare un limite alla liceità di tali comportamenti, vincolandone il perfezionamento al rispetto di un determinato grado di equilibrio contabile tra attività e passività (conf. LOLLI, *Situazione finanziaria, op. cit.,* p. 55-56).

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

risulta dalla sottrazione del passivo reale all'attivo patrimoniale[28]. Questo è quanto può essere agilmente desunto dalla lettura combinata del I e del II comma della norma in commento che, nel fare riferimento, da un lato alla «integrità del patrimonio sociale» e dall'altro alla sua insufficienza per il «soddisfacimento dei […] crediti», rende manifesto come il termine rispetto cui deve essere predicato il dovere di conservazione sia il netto patrimoniale: solo la preservazione di un netto di valore positivo garantisce, infatti, la salvaguardia di un patrimonio integro, sufficiente cioè a soddisfare le pretese di tutti i creditori[29], anche nell'ipotesi in cui il suo valore residuo sia inferiore al minimo legale del capitale sociale[30].

Si consideri, a tal riguardo, il riferimento, contenuto nel II comma dell'art. 2394 c.c., all'insufficienza del patrimonio sociale per il soddisfacimento dei crediti: lo stesso, a ben vedere, non può essere considerato alla stregua di un mero presupposto processuale per l'esercizio dell'azione ivi prevista[31], ma deve essere valorizzato quale

---

[28] Cfr. FERRI JR, *Il sistema e le regole del patrimonio netto,* in *RDS,* 2010, p. 26 ss.; ID., *Struttura finanziaria dell'impresa, op. cit.,* p. 763 ss.

[29] Rileva LOLLI, *Situazione finanziaria, op. cit.,* p. 36, che «sotto il profilo della garanzia dei creditori, la presenza di un patrimonio netto positivo ottiene comunque quell'effetto di bilanciamento tra attività e passività che vuole essere assicurato dal capitale sociale, con il vantaggio ulteriore di rendersi indipendente da un elemento concettuale la cui utilità sta venendo messa in discussione». Condivide l'assunto NIEDDU ARRICA, *I principi di corretta gestione societaria, op. cit.,* p. 43, secondo cui «gli obblighi di cui al comma 1 dell'art. 2394 devono intendersi anche in un'accezione qualitativa in quanto il valore del patrimonio sociale non deve considerarsi in termini assoluti ma ai fini della determinazione dl patrimonio netto – uno degli indicatori del valore effettivo dell'azienda – sicché è fondamentale considerare anche le componenti della struttura finanziaria e la sostenibilità dell'indebitamento». Anche MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 15-16 e ID., *Struttura finanziaria della s.p.a., op. cit.,* p. 28 ss. individua nel patrimonio netto un limite normativo all'assunzione del rischio d'impresa sebbene non desumendolo direttamente dall'art. 2394 c.c. ed anzi, riconoscendo ad esso, specialmente nell'ultimo contributo richiamato, una «portata segnaletica» nei rapporti interni tra soci ed amministratori, nel senso che le decisioni dei soci in ordine alla dotazione patrimoniale della società segnano «un limite alla misura del rischio finanziario che può essere legittimamente assunto dagli amministratori nella gestione dell'impresa. Infatti, più ampia è quella dimensione in rapporto al volume di indebitamente esterno, maggiore sarà la capacità della società di reagire a eventuali tensioni di liquidità e quindi più dilatato lo spazio di manovra nella individuazione dei progetti in cui investire in base all'entità e ai tempi del ritorno monetario ricavabile». Attento a tale profilo è anche HANDSCHIN, *Corporate Risks, Risk Bearing Ability and Equity,* in *EBLR,* 2011, p. 189 ss., spec. p. 200 ss.

[30] Poiché il capitale sociale potrà essere rimborsato ai soci solo ove le pretese dei creditori siano state integralmente soddisfatte (*absolute priority rule*), «appare ipotizzabile – per lo meno in astratto – che, nonostante la perdita dell'intero capitale, le risorse dell'ente siano ugualmente sufficienti per soddisfare integralmente i terzi creditori», sicché «l'incapienza patrimoniale di cui all'art. 2394 c.c. postula che la società presenti un patrimonio netto non solo pari allo zero, ma addirittura negativo»: AIELLO, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 291.

[31] Conf. LUCIANO, *La gestione della s.p.a.*, *op. cit.,* p. 68; BRIZZI, *Responsabilità gestorie*, *op. cit.*, p. 1054-1055; MOZZARELLI, *Responsabilità degli amministratori*, *op. cit.,* p. 52 ss.; DE NICOLA, *Art. 2394, op. cit.,* p. 652, nt. 4; SAMBUCCI, *Art. 2394, op. cit.,* p. 703.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

elemento concorrente a definire il parametro in base a cui declinare la regola di gestione tracciata al I comma. Invero, è certamente sintomatico il fatto che la legittimazione del creditore all'azione di responsabilità prescinda dalla considerazione della capienza del patrimonio sociale in rapporto al proprio *singolo credito*, essendo l'insufficienza dell'attivo patrimoniale parametrata rispetto all'esposizione debitoria complessiva senza tenere in considerazione né l'esigibilità dei vari crediti[32], né la possibilità che in astratto la pretesa creditoria di colui che agisce in giudizio trovi integrale soddisfazione[33].

Il fatto, cioè, che il Legislatore abbia voluto fissare in detto parametro il presupposto per l'esperimento dell'azione di responsabilità non può trovare giustificazione nella considerazione che lo stesso integrerebbe di per sé, cioè anche in mancanza di un'espressa previsione normativa, l'interesse ad agire del creditore nei confronti dell'amministratore argomentando che un danno per lo stesso non sussisterebbe fintanto che il patrimonio sociale risultasse capiente[34]; al contrario, un danno già si produce nella sfera giuridica del creditore nel momento in cui, divenuto esigibile il credito, la società non abbia la liquidità sufficiente ad adempiere all'obbligazione di rimborso del capitale prestato, sì che, da questo punto di vista, anche lo stato di insolvenza, che di per sé non presuppone l'incapienza, avrebbe potuto costituire il presupposto processuale per l'esperimento dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori[35].

---

[32] Insiste sulla irrilevanza della posizione soggettiva del creditore ai fini dell'esercizio dell'azione di responsabilità *ex* art. 2394 c.c. SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 182 ss., la quale giunge a ritenere che tale circostanza comprovi che il presupposto dell'azione *ex* art. 2394 c.c. non possa essere ravvisato nella lesione «della posizione soggettiva del creditore», bensì «nell'interesse collettivo ed oggettivo dei creditori in quanto tali all'integrità della garanzia patrimoniale riferita ai crediti complessivamente considerati». Sebbene l'Autrice giunga a leggere nell'azione in parola un «*mezzo collettivo di conservazione della garanzia patrimoniale*, come tale distinto dagli altri mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale riconosciuti in via generale a tutti i creditori e, pertanto, *tipico della società per azioni*» (p. 187), posizione dalla quale ci si discosta, la stessa riconosce la peculiarità dell'azione *ex* art. 2394 c.c. nel fatto che gli atti che avrebbero violato la garanzia patrimoniale consistono nella «violazione delle regole previste per lo svolgimento dell'attività gestoria».

[33] Come osserva AIELLO, *La responsabilità degli amministratori*, *op. cit.,* p. 315, «anche dinanzi a un patrimonio netto negativo, non si può escludere che il creditore, se del caso agendo *in executivis,* riesca ad ottenere il pieno soddisfacimento delle proprie pretese, posto che l'esistenza di uno sbilancio patrimoniale è segno che non tutte le obbligazioni potranno essere adempiute, ma non esclude, di per sé, che alcune tra esse vengano puntualmente onorate, pur a discapito delle altre».

[34] Così TINA, *L'esonero da responsabilità, op. cit.,* p. 177 ss.

[35] Cfr. infatti RACUGNO, *La tutela dei creditori nella s.r.l., op. cit.,* p. 280 ss., secondo cui la mancanza di una norma quale quella di cui all'art. 2394 c.c. nella disciplina della s.r.l. legittimi i creditori di tale tipo societario ad agire nei confronti degli amministratori (e dei soci cogestori) anche nel caso in cui la loro *mala gestio* abbia provocato l'insolvenza della società. La stessa possibilità risulterebbe, invece,

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

É chiaro, allora, che il significato normativo del requisito dell'insufficienza patrimoniale deve essere valorizzato sul piano sostanziale quale interpretazione autentica del riferimento, per vero ambiguo, al concetto di «integrità» del patrimonio sociale, in linea con le disposizioni di cui agli artt. 2447 e 2484, n. 4, c.c. che escludono il legittimo svolgimento dell'attività imprenditoriale in regime di autonomia patrimoniale perfetta ove non permanga un attivo patrimoniale almeno pari al passivo reale (oltre al valore del minimo legale del capitale sociale).

Nella prospettiva degli amministratori, pertanto, il patrimonio netto deve essere elevato a parametro di legittimità delle scelte di gestione, ponendosi come limite all'esercizio del loro potere discrezionale[36] e privando della protezione della *business judgment rule* quelle operazioni che apparissero *ex ante* in grado di pregiudicare irreversibilmente la capienza patrimoniale della società[37]. Nella selezione dei progetti d'investimento cui dare corso e, più in generale, nel definire il complessivo grado di rischio che può permettersi di assumere la società, gli amministratori sono, dunque, vincolati dalla considerazione della misura del netto, «cioè il cuscinetto di valori destinato ad essere immediatamente eroso ove quel rischio si materializzasse»[38], con

---

preclusa ai creditori di s.p.a. che vedrebbero limitata la possibilità di agire in responsabilità nei confronti dei gerenti al solo caso in cui il patrimonio risulti insufficiente al soddisfacimento dei loro crediti (a tal proposito l'Autore parla, infatti, del 2394 c.c. come di «strumento riduttivo di tutela»).

[36] Anche MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 15-16 e ID., *Struttura finanziaria della s.p.a., op. cit.,* p. 28 ss. individua nel patrimonio netto un limite normativo all'assunzione del rischio d'impresa sebbene non desumendolo direttamente dall'art. 2394 c.c. ed anzi, riconoscendo ad esso, specialmente nell'ultimo contributo richiamato, una «portata segnaletica» nei rapporti interni tra soci ed amministratori, nel senso che le decisioni dei soci in ordine alla dotazione patrimoniale della società segnano «un limite alla misura del rischio finanziario che può essere legittimamente assunto dagli amministratori nella gestione dell'impresa. Infatti, più ampia è quella dimensione in rapporto al volume di indebitamente esterno, maggiore sarà la capacità della società di reagire a eventuali tensioni di liquidità e quindi più dilatato lo spazio di manovra nella individuazione dei progetti in cui investire in base all'entità e ai tempi del ritorno monetario ricavabile». Attento a tale profilo è anche HANDSCHIN, *Corporate Risks, Risk Bearing Ability and Equity,* in *EBLR,* 2011, p. 189 ss., spec. p. 200 ss.

[37] Condivide l'assunto CASSOTTANA, *La responsabilità degli amministratori e dei sindaci, op. cit.,* p. 806-807, nt. 33, ipotizzando «a carico degli amministratori una responsabilità verso i creditori sociali non soltanto quando la sottocapitalizzazione della società avesse superato il livello di guardia estremo configurato, in termini assoluti, dal disposto degli artt. 2447, 2448, n. 4, 2449, 1° e 3° co., c.c., ma anche allorché, in presenza di una concreta situazione economico patrimoniale non rispondente alle regole del corretto finanziamento della società, gli amministratori avessero intrapreso operazioni finalizzate a ricercare nuove opportunità di reddito o financo a risanare l'impresa sociale, aumentando però il rischio per i creditori societari».

[38] MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 16 che ulteriormente chiarisce «non si tratta, infatti, di individuare una regola la cui inosservanza precluda (l'avvio o comunque) la continuazione dell'attività bensì di isolare uno *standard* di corretta gestione imprenditoriale utile a orientare gli amministratori nell'assunzione consapevole di decisioni intrinsecamente rischiose: se si

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

l'evidente conseguenza che una società scarsamente patrimonializzata dovrà essere gestita in maniera tale da minimizzare i rischi associati all'attività[39]. Il che non significa, trattandosi d'impresa, «non accettare scelte rischiose, ed anche particolarmente rischiose: ma (prevedere e) non accettare rischi, per dirla in termini contraddittori, a sicuro realizzo, a meno che particolarmente remunerativi e controbilanciati da altre operazioni (quali cautele, se non per prevenire l'avverarsi del rischio, almeno per evitarne gli effetti)»[40].

2.1. L'insufficienza della visione statica-patrimoniale e la necessità di declinare il parametro del patrimonio netto in chiave prospettica

La proposta interpretativa appena tratteggiata peccherebbe di eccessivo rigorismo ove considerasse il patrimonio netto come un vincolo rigido, legato ad una visione esclusivamente contabile e storica delle risorse della società, insensibile ad una «prospettiva previsionale sulle esigenze della società legate alla sua futura evoluzione»[41]. Una tale lettura rischierebbe, infatti, di compromettere la piena operatività dell'impresa giacché rimarrebbero tagliate fuori dal perimetro della

---

vuole, allora, non una integrazione del precetto dell'art. 2327 c.c. ma una specificazione della clausola di adeguatezza di cui all'art. 2381 c.c.».

[39] Ricorda MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 15, che il rapporto tra indebitamento e mezzi propri esprime «una misura del livello di rischiosità dell'impresa nel senso che più esso è elevato, minore si rivela la elasticità di quella struttura, cioè la capacità di assorbire eventuali perdite patrimoniali generate dal concretizzarsi dei rischi inerenti agli investimenti effettuati. Inversamente correlata a quel rapporto si dimostra, altresì, la propensione al rischio degli organi sociali nel senso che tali organi saranno incentivati a promuovere la realizzazione di progetti di investimento altamente remunerativi, ma altrettanto rischiosi, se non del tutto speculativi, in ragione del disallineamento esistente tra i benefici acquisibili in caso di successo dell'investimento (di pertinenza dei soci, al netto del rimborso del debito) e le perdite da fronteggiarsi nell'ipotesi di opposto esito (le quali graverebbero, essenzialmente, sui finanziatori tersi in presenza di una situazione di marcata sottocapitalizzazione dell'impresa)». La stessa prospettiva interpretativa è valorizzata da SEMINARA, *Il patrimonio nella società per azioni, op. cit.,* p. 195 ss., che suggerisce come «la conduzione dell'impresa azionaria, pur non potendo essere pienamente rispondente all'interesse dei terzi ad una gestione conservativa, debba comunque connotarsi in relazione al peso che a tale interesse, misurato appunto dal patrimonio dei terzi, può attribuirsi nel bilanciamento con l'interesse degli investitori ad una gestione più redditizia; sicchè gli amministratori appaiono vincolati ad improntare *costantemente* la propria azione al peso relativo degli interessi dei terzi e non soltanto, quindi, all'approssimarsi di una crisi d'impresa» [corsivo dell'autore]. Ne consegue che «gli amministratori avranno tanta più libertà di scelta tra condotte che appaiono conformi al canone di diligenza, e dunque più possibilità di interpretare e attuare l'interesse dei soci, quanto maggiore sarà la quota dei mezzi propri in relazione al patrimonio dell'impresa: solo un'adeguata patrimonializzazione, insomma, consente l'incremento del grado di rischio della gestione nel presumibile interesse dei soci».

[40] MUCCIARONE, *L'opposizione alla fusione, op. cit.,* p. 97, nt. 113. V. nt. 114.

[41] LOLLI, *Situazione finanziaria, op. cit.,* p. 77.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

legittimità tutte quelle scelte di gestione che, nel momento in cui venissero adottate, superassero quantitativamente la misura del netto contabilizzato al passivo dello stato patrimoniale.

Anzi, a ben vedere detta prospettazione rischierebbe di contraddire la stessa essenza, indefettibilmente dinamica, del fare impresa emergente, fra l'altro, sia dalla necessità che gli amministratori esecutivi riferiscano al consiglio sul «generale andamento della gestione» e sulla «sua prevedibile evoluzione» (cfr. art. 2381, comma V, c.c.), profili di cui gli stessi dovranno tenere conto per la redazione del bilancio di esercizio «nella prospettiva della continuità aziendale»[42] e su cui dovranno rendere conto, assieme ai «rischi e incertezze cui la società è esposta», nella relazione sulla gestione (cfr. art. 2428, commi I e III, n. 6 e 6-*bis,* c.c.)[43], sia dalle plurime disposizioni che richiedono una preventiva valutazione della sostenibilità finanziaria di determinate operazioni: si pensi solo alla previsione in tema di acconti sui dividenti di

[42] L'inserimento della continuità aziendale fra i principi di redazione del bilancio (art. 2423-*bis,* c.c.) che ha reso imprescindibile, per l'adozione ed il mantenimento dei criteri di funzionamento, una valutazione previsionale in merito alla persistenza della prospettiva di continuità aziendale, intesa come capacità dell'impresa di proiettarsi nel futuro prossimo, almeno sino all'esercizio successivo, come organismo produttivo. É, infatti, evidente che un accertamento di questo tipo, lungi dal rendersi doveroso solo in sede di «passaggio dalla contabilità annuale al bilancio» (TRONCI, *Perdita della continuità aziendale e strategie di risanamento*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 1270) si prospetta come imperativo per tutto il corso della vita dell'impresa, esigendo vieppiù la predisposizione di un adeguato «sistema di previsione e controllo delle dinamiche finanziarie» (SPOLIDORO, *Bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS e capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 1149) quale ulteriore specificazione dei principi di corretta gestione imprenditoriale (art. 2497 c.c.), di corretta amministrazione (art. 2403 c.c.), diligenza (art. 2392 c.c.), ed adeguatezza contabile (art. 2381, commi III e V, c.c.). Per una ricostruzione sistematica di un obbligo di pianificazione e monitoraggio costante della situazione finanziaria mediante la predisposizione di *solvency test*, si vedano, fra gli altri, MUNARI, *Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione,* Milano, 2012, p. 27 ss.; LOLLI, *Situazione finanziaria e responsabilità nella governance di s.p.a.*, Milano, 2009, p. 102 ss.; STANGHELLINI, *Le crisi di impresa*, *op. cit.,* p. 35 ss.; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci*, *op. cit.,* p. 200 ss.; SACCHI, *La responsabilità gestionale*, *op. cit*., p. 305 ss.; CINCOTTI, NIEDDU ARRICA, *La gestione del risanamento nelle procedure di concordato preventivo*, in *Giur. comm*., 2013, I, p. 1240; MIOLA, R*iflessioni sui doveri degli amministratori*, *op. cit*., p. 625; STANGHELLINI, *Directors' Duties, op. cit.,* p. 733; PACILEO, *Doveri informativi e libertà di impresa nella gestione di una s.p.a. in "fase crepuscolare",* in *Riv. dir. comm.,* 2016, I, p. 84 ss.; ABRIANI, Corporate governance *e doveri di informazione nella crisi dell'impresa,* in *Crisi dell'impresa e ruolo dell'informazione. Atti VIII incontro italo-spagnolo di diritto commerciale. Napoli, 25 settembre 2015,* Milano, 2016, p. 257 ss.; BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?,* in *Riv. soc.,* 2016, p. 64 ss.; SALAMONE, *Funzione del captale e funzionamento del netto nella società a responsabilità limitata, oggi,* in *Banca borsa tit. cred.,* 2016, p. 14 ss.

[43] In argomento cfr. CARATOZZOLO, *Il bilancio di esercizio,* Milano, 2006, p. 1065 ss.; BALZARINI, *Art. 2428-2429,* in *Obbligazioni, Bilancio,* in *Commentario alla riforma delle società,* diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, p. 607 ss.; RACUGNO, V*enir meno della continuità aziendale, op. cit.,* p. 215 ss.; LOLLI, *Situazione finanziaria, op. cit.,* p. 96 ss.; FORTUNATO, *Il controllo dei rischi: informativa di mercato e revisione contabile,* in *Riv. soc.,* 2009, p. 1109).

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

cui all'art. 2433-*bis,* comma V, c.c.[44], che esige dagli amministratori una valutazione della prevedibile evoluzione della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società, ritenuta, non già una norma di carattere eccezionale, bensì una regola generale ostativa alla possibilità che gli amministratori diano esecuzione alle delibere di distribuzione di utili lesive della stabilità finanziaria della società[45]; si pensi, ancora, alla disciplina prevista per la costituzione di patrimoni destinati che impone la formulazione di un giudizio sempre prospettico in ordine al conseguimento dell'affare, mediante la predisposizione di un piano economico e finanziario (cfr. gli artt. 2447-ter, comma I, lett. c e 2447-decies, comma II, lett. b) dal quale risulti, fra l'altro, in caso di patrimonio destinato c.d. operativo, la congruità del medesimo in ordine all'attuazione dell'affare[46].

---

[44] Nello stesso senso si pone, peraltro, anche la previsione di cui all'art. 2491 c.c. sulla distribuzione di acconti sulle quote di liquidazione, preclusa ai liquidatori nel caso in essa incida sulla disponibilità di somme idonee alla integrale e tempestiva soddisfazione dei creditori sociali.

[45] Così spec. SPOLIDORO, *Interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders. *In ricordo di Pier Giusto Jaeger,* Milano, 2010, p. 188, secondo cui il «riferimento della legge al profilo finanziario nella distribuzione di acconti-dividendo, che si riscontra nell'art. 2433-bis» è da reputarsi come norma «speciale» dunque, «non essendo affatto eccezionale, essa è perfettamente in grado di fornire un argomento *generale* per dire che gli amministratori non devono dare corso a deliberazioni di distribuzione ai soci, pur legittime e validamente adottate dall'organo competente, allorché da esse nasca un pericolo per la stabilità a lungo termine della società» [corsivo dell'Autore]; ID., *Legalismo e tutela dei diritti:* Leveraged buy out *e* Leveraged cash out *nel nuovo diritto delle società,* in *Riv. soc.,* 2008, p. 1035 ss.; ID., *voce Capitale sociale*, in *Enc. dir*., *Aggiornamento*, V, Milano, 2000*,* p. 234*,* ove l'Autore esprime l'opinione che la disciplina in tema di acconti sui dividendi sia una regola generale valevole per ogni erogazione a favore dei soci. Ritengono possibile prospettare una responsabilità degli amministratori che diano esecuzione alle delibere di distribuzione degli utili lesive della solvibilità della società, fra gli altri, e senza pretese di completezza, ABRIANI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, p. 342 ss.; MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale*, *op. cit.,* p. 256 ss. LOLLI, *Situazione finanziaria*, *op. cit.,* p. 173 ss., prospetta, altresì, la responsabilità in capo ai soci che abbiano votato a favore di una deliberazione idonea a pregiudicare l'equilibrio finanziario della società.

[46] Una valutazione, questa, che deve essere concepita non nel senso di esigere una rigida corrispondenza tra i mezzi destinati e l'impegno richiesto per la realizzazione dell'affare, bensì come volto a richiedere una valutazione prospettica di tendenziale adeguatezza dei mezzi allocati in ordine all'attuazione dell'affare. Rileva, in proposito G. GIANNELLI, *Disciplina del capitale, op. cit.,* p. 498, che la congruità «deve essere intesa non come rigida equivalenza di mezzi allocati dalla società rispetto all'impegno richiesto dalla realizzazione dell'affare, quanto dal punto di vista di una tendenziale corrispondenza, sotto il profilo patrimoniale e finanziario, ma sempre in una logica di (futuro) esercizio dell'attività (settoriale) dell'impresa e cioè in una logica di proiezione, sul piano della (programmata) attività d'impresa»; e prova ne sia che la congruità deve risultare non già da una situazione patrimoniale al momento della costituzione del patrimonio, quanto da un *business plan* e cioè da una proiezione, rapportata alla durata dell'affare, dei mezzi necessari e degli impegni; in una logica cioè non solo patrimoniale ma anche – e direi soprattutto – finanziaria».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Si consideri, poi, più approfonditamente l'emblematica previsione di cui all'art. 2501-*bis* c.c. che mira a regolare le operazioni di *merger leveraged buy out*. L'operazione, come noto, suppone il ricorso all'indebitamento in misura anche ampiamente eccedente la consistenza patrimoniale della società *raider*[47], al fine di conseguire il controllo della *target* e provvedere alla confusione dei rispettivi patrimoni mediante fusione, contando sul fatto che le sinergie conseguenti ad un'unione siffatta siano sufficienti a ripagare il debito contratto[48]. A prima vista, dunque, il Legislatore sembrerebbe voler legittimare il compimento di operazioni gestorie inadeguate alla struttura finanziaria della società acquirente, in quanto volte ad impegnare la stessa in investimenti dal valore economico evidentemente eccedente la misura del proprio patrimonio netto.

Eppure, a ben vedere, quest'impressione viene ad essere smentita non appena si considerino più attentamente le previsioni ivi contenute. La disposizione, invero, nell'ammettere la fattibilità di un'operazione di riorganizzazione che sfrutta la leva finanziaria in misura sproporzionata rispetto alla consistenza patrimoniale esistente al momento della sua realizzazione, ne subordina tuttavia la legittimità alla predisposizione da parte dell'organo gestorio di un piano economico e finanziario[49] la

---

[47] In argomento cfr. ARDIZZONE, *Art. 2501*-bis, in *Trasformazione. Fusione. Scissione,* in *Commentario alla riforma delle società,* diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, p. 483, che anzi restringe il campo di applicazione della norma ai soli casi in cui «le potenzialità patrimoniali e reddituali della società acquisita siano *condicio sine qua non* dell'erogazione dei finanziamenti e, pertanto, il debito sia nettamente prevalente rispetto ai mezzi propri [dell'acquirente]». Solo nel caso di una «reale sottoposizione del peso debitorio a carico della società acquisita» trovano giustificazione quelle previsioni procedurali poste a carico degli amministratori, esperti e società di revisione. Prima della riforma cfr. in tal senso MONTALENTI, Leveraged buy out: *una sentenza chiarificatrice,* in *Giur. it.,* 1999, p. 2107. *Contra*: PICONE, *Il* leveraged buy out *nella riforma del diritto societario,* in *Contr. impr.,* 2003, p. 1415.

[48] Dunque, «una rischiosa operazione finanziaria»: PICONE, *Il* leveraged buy out, *op. cit.,* p. 1406. Particolarmente efficace è la fotografia del fenomeno fornita da GALLETTI, Leveraged buy out *ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie,* in *Giur. comm.,* 2008, I, p. 434: mentre «nel campo del diritto concorsuale e delle ristrutturazioni si aspira a ricercare condizioni di equilibrio […] partendo da una condizione iniziale di crisi (e quindi di equilibrio già potenzialmente compromesso), […] nel LBO le condizioni di partenza sono all'insegna dell'equilibrio, e ciò che si vuol evitare è proprio l'insorgere della crisi». Secondo SALAFIA, *La riforma del diritto societario dalla bozza Mirone alla legge delega,* in *Soc.,* 2001, p. 1296, «l'indiscriminato riconoscimento della legittimità delle suddette operazioni, come parrebbe che si sia voluto stabilire, apre la strada ad avventure societarie, come accade quando il debito contratto dalla società incorporante per acquisire il controllo sulla incorporanda viene di fatto, e per intero, pagato da patrimonio di quest'ultima, ad incorporazione avvenuta, con evidente possibile danno per i creditori».

[49] Segnatamente, il piano economico finanziario dovrà operare un «raffronto tra i risultati economici ed i flussi di cassa futuri della società, in entrata ed in uscita, previsti dagli amministratori fino all'estinzione del debito contratto dall'acquirente per l'acquisizione della *target*»: CINCOTTI, Merger leveraged buy-out, *op. cit.*, p. 634. Sulla redazione del piano cfr. spec. PICONE, *Il* leveraged buy out,

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

cui *ragionevolezza*[50] deve essere attestata da parte di esperti indipendenti[51], dal quale risultino le risorse con cui si provvederà a soddisfare le obbligazioni della società risultante dalla fusione, oltre agli obiettivi che s'intendono raggiungere.

Risulta, pertanto, evidente che per il Legislatore la legittimità delle operazioni gestorie non può essere giudicata solo con l'occhio statico di chi guarda al fenomeno imprenditoriale in una prospettiva declinata solo al presente, giacché imprescindibile per l'espressione di un tale giudizio è pure la dimensione dinamica e programmatica dello stesso. Accade così che scelte di gestione che nel momento in cui venivano adottate apparivano inadeguate alla struttura finanziaria, perché eccedenti il valore del netto patrimoniale risultante dall'ultimo bilancio approvato, devono reputarsi perfettamente legittime ove giustificate da una pianificazione comprovante l'esistenza di prospettive reddituali tali da garantire la conservazione di un patrimonio netto di valore positivo.

A fronte di un quadro normativo siffatto, pare quanto mai arbitrario ritenere di poter valutare la legittimità delle scelte di gestione compiute dall'organo gestorio

---

op. cit., p. 1391 ss.; MALGUZZI, *La disciplina del* leveraged buy-out *dopo la riforma del diritto societario,* in *Riv. dott. comm.,* 2005, p. 1052; REBOA, *Le operazioni di* leveraged buy out *e l'art. 2501* bis *c.c.: prime considerazoni,* in *Riv. dott. comm.,* 2003, p. 1211 ss.

[50] Criterio cui aveva già fatto riferimento, prima della riforma, MONTALENTI, Leveraged buy out: *una sentenza chiarificatrice,* in *Giur. it.,* 1999, p. 2106*,* nel commentare Trib. Milano, 13 maggio 1999, riconducendo il riferimento ivi contenuto a «le concrete ragioni imprenditoriali», alla «ragionevolezza dell'uso della leva finanziaria», che, dunque, appare oggi espressamente codificato all'art. 2501-*bis* c.c.; successivamente cfr. ID., *Art. 2501-bis,* in *Il nuovo diritto societario,* commentario diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, p. 2322; ID., *Impresa, società di capitali, mercati finanziari,* Torino, 2017, p. 48. Si tratta non già di un giudizio di veridicità che, per vero, potrebbe essere condotto solo con riguardo a dati storici e non anche prospettici, quanto di una valutazione di «probabilità e normalità, nell'ambito di un ragionamento logicamente consequenziale, in contrapposizione con la eccezionalità di un evento irragionevole o, comunque, non logicamente consequenziale alle premesse utilizzate»: così CINCOTTI, Merger leveraged buy-out, *op. cit.,* p. 648; cfr. nello stesso senso ARDIZZONE, *Art. 2501*-bis*, op- cit.,* p. 503-504, che, fra l'altro, precisa come detta valutazione debba avvenire «nell'ambito di una prognosi preventiva esercitata sulla base di criteri squisitamente tecnici, nonché di concetti e metodi provenienti dalla scienza aziendalistica» e, sapientemente, richiama in nt. 102, i principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale *ex* art. 2497, comma I, c.c., rilevando come gli stessi debbano necessariamente rimandare a «criteri di economia aziendale, in funzione della commisurazione della ragionevolezza del rischio». In argomento cfr. anche PICONE, *Il* leveraged buy out, *op. cit.,* p. 1439, che, correttamente, declina il criterio della ragionevolezza in uno di normalità statistica secondo «l'*id quod plerumque accidit* e, quindi, secondo un regolare e prevedibile andamento degli affari nel periodo considerato» e BERNARDI, *Legittimità delle operazioni di* "leveraged buy-out", in *Dir. prat. soc.,* 2003, p. 54 che riconduce l'attestazione di ragionevolezza a «una sostanziale valutazione dei criteri di prudenzialità ai quali gli amministratori si siano o meno attenuti […] con facoltà dunque di stigmatizzare l'eventuale palese improbabilità di realizzazione delle previsioni poste a fondamento del piano stesso».

[51] Su cui cfr. PICONE, *Il* leveraged buy-out, p. 1436, cfr. spec. p. 1442 per cui la ragionevolezza è funzionale a «proteggere il patrimonio della società risultante dalla fusione (e, quindi, i suoi soci e creditori) da operazioni di puro rischio»; CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori, op. cit.,* p. 100 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

adagiandosi concettualmente su un piano statico in cui i valori vengono considerati nella loro dimensione storica, come esistenti al tempo delle decisioni, in una logica di rigida equivalenza tra mezzi a disposizione della società ed impegno economico necessario alla realizzazione dei progetti d'investimento. La considerazione del patrimonio netto in un'ottica che guarda al valore emergente dalle risultanze di bilancio nel momento in cui vengono adottate le scelte fornirebbe, invero, una lettura assolutamente miope del fenomeno imprenditoriale che, invece, esige di ragionare in chiave prospettica, sempre rivolta al futuro, tenendo conto anche delle potenzialità reddituali e dei ricavi ragionevolmente conseguibili dall'impresa.

Deve, dunque, ribadirsi l'assunto già espresso in passato, secondo cui quando il debitore è una società commerciale «la prospettiva di guadagni futuri costituisce il presupposto dell'adempimento delle obbligazioni e quindi la vera garanzia dei creditori»[52], sicché la capacità del patrimonio netto di fungere da vincolo di legittimità all'esercizio della discrezionalità di gestione degli amministratori non può e neppure deve essere colta in una logica che ne considera il valore al tempo del compimento delle scelte, ma deve essere valorizzata in una dimensione dinamica, che si protende prospetticamente verso il futuro, quale valore che si presenta come ragionevolmente esistente nel futuro della vita dell'impresa[53].

---

[52] È quella che CABRAS, *Le opposizioni dei creditori, op. cit.,* p. 104-105, definiva garanzia «commerciale» da intendersi come «fenomeno diverso e più ampio della lesione della garanzia civile e consistente nell'impossibilità dell'adempimento spontaneo da parte della società, ossia nell'insolvenza» e discendente dal fatto che «il patrimonio delle società commerciali presenta aspetti diversi da quelli di un qualunque altro soggetto: l'essere destinato sempre e solamente all'esercizio di un'impresa; l'avere per questo un carattere dinamico, essendo i beni visti in funzione della loro capacità di produrre reddito». Per la verità «già l'art. 2740 c.c. manifesta la consapevolezza del legislatore del 1942 di una realtà diversa, dove i beni (e, verrebbe da dire piuttosto, i diritti) futuri entrano nella considerazione delle parti e della legge, nonostante la concezione classica del patrimonio osti alla loro ricomprensione»: a GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza, op. cit.,* p. 177, tanto che, muovendo da tale considerazione, anche la decadenza del beneficio del termine per insolvenza *ex* art. 1186 c.c. può superare la dimensione statica in cui è sempre stata vista per proiettarsi in quella dinamica che guarda al futuro in cui il debito giungerà a scadenza per valutare la capienza del patrimonio stesso. Condividono l'assunto esposto nel testo anche LOLLI, *Situazione finanziaria, op. cit.,* p. 73, secondo cui «la garanzia per i creditori risiede sempre più nelle capacità reddituali della società» e FERRI JR., *Garanzia patrimoniale e disciplina dell'impresa in crisi, op. cit.,* p. 57, che sottolinea come il carattere intrinsecamente dinamico del fenomeno produttivo fa sì che assumano economicamente più importanza i beni futuri di quelli presenti nel patrimonio, con la conseguenza che «l'autentica garanzia dei creditori dell'impresa finisce dunque per essere costituita, più che dal valore attuale del patrimonio, da quello che esso assumerà all'esito del suo impiego produttivo, in ragione dei flussi finanziari da esso generati, e dunque, in fondo, dalla stessa *attività di gestione,* in quanto appunto diretta alla produzione di nuova ricchezza».

[53] Nello stesso senso cfr. PACIELLO, *La funzione normativa del capitale sociale*, *op. cit.,* p. 15-16, secondo cui «per un'impresa in funzionamento i parametri di giudizio sulla sua efficienza riguardano il capitale investito e il rapporto tra mezzi propri, cioè il patrimonio netto nella sua funzione di indice

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Il nesso di adeguatezza tra gestione e struttura finanziaria che l'art. 2394 c.c. mira a tracciare deve essere, pertanto, guardato da una visuale che considera il tempo in cui è destinata a svolgersi l'impresa, quale attività dinamicamente protesa verso il futuro, di modo che lo spazio di manovra di cui dispongono i gerenti in ordine all'assunzione di nuovo rischio venga ad essere adeguatamente calibrato in ragione del livello di patrimonializzazione esistente attualmente e prospetticamente: ed è chiaro che più fragile sarà la struttura finanziaria esistente più solide dovranno essere le assunzioni alla base delle aspettative reddituali[54]. Dovrà, pertanto, reputarsi lecita, sia nei confronti della società sia verso i creditori, «quella gestione che conduca, nell'immediato, a una diminuzione patrimoniale, purché il decremento sia orientato, in una prospettiva di medio o lungo periodo supportata da valutazioni improntate alla ragionevolezza e alle cautele che ci si attendono dai titolari della funzione gestoria, alla crescita del valore del patrimonio sociale o almeno, per l'appunto alla sua conservazione»[55].

2.2. La necessità che, non la singola scelta di gestione, ma la pianificazione strategica sia adeguata alla struttura finanziaria

Visto quanto fin qui sostenuto, non appare più oltre procrastinabile la necessità di abbandonare l'idea che il vincolo di adeguatezza rispetto alla struttura finanziaria possa essere declinato con riguardo alla singola scelta di gestione, quasi che il patrimonio netto prospettico possa fungere da parametro di legittimità della isolata

---

delle prospettive economiche future, e mezzi di terzi; l'equilibrio tra tali elementi, naturalmente tenendo conto delle caratteristiche della singola società, rappresenta la migliore tutela per i creditori in quanto l'adempimento è garantito dalle *prospettive* di sviluppo dell'impresa, e quindi delle ragionevoli aspettative di continuità nella produzione di *reddito*, oltre che di *cash flow*» [corsivo aggiunto]. Del resto, la stessa fissazione del limite all'indebitamento di tipo obbligazionario *ex* art. 2412 c.c. fa sì che il patrimonio netto «non [sia] più utilizzato come limite alla capacità di indebitamento e cioè in una logica (statica) meramente satisfattoria liquidatoria, quanto come strumento di proiezione (cioè come leva finanziaria) della capacità di indebitamento della società»: così G. GIANNELLI, *Disciplina del capitale, op. cit.,* p. 497-498.

[54] Condivide lo spunto interpretativo anche SPIOTTA, *Continuità aziendale, op. cit.,* p. 140, secondo cui la possibilità di desumere dal sistema l'esistenza del dovere di istituire assetti organizzativi adeguati a monitorare l'equilibrio economico-finanziario dell'impresa dovrebbe indurre, fra l'altro, «ad una valutazione prospettica dell'obbligo di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, imponendo agli amministratori di astenersi dal compiere quelle operazioni che, considerate le circostanze concrete e quelle ragionevolmente prevedibili, potrebbero rendere il patrimonio sociale insufficiente al soddisfacimento dei creditori».

[55] AIELLO, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 296.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

decisione gestoria: è essenziale, invece, che il suddetto vincolo plasmi conformemente l'intera pianificazione strategica.

Nessuna scelta di gestione può essere valutata e giudicata al di fuori del perimetro della programmazione imprenditoriale che la sottende, costituendo quest'ultima «la tipica risposta dell'impresa al problema dell'imprevisione che si situa alla base dell'evento-insolvenza»[56]. Di tale circostanza vi è prova nell'insistente riferimento che il Legislatore domestico rivolge all'elemento della pianificazione sia nella disciplina dei sistemi di amministrazione e controllo, esigendo, nel sistema tradizionale, l'esame da parte degli amministratori, *«se elaborati»,* dei *«piani strategici, industriali e finanziari»* (cfr. art. 2381, comma III, c.c.), e nel sistema dualistico, l'approvazione da parte del consiglio di sorveglianza dei *«piani industriali e finanziari della società predisposti dal consiglio di gestione»,* in quanto previsto dallo statuto (cfr. art. 2409-*terdecies,* comma I, lett. *f-bis*, c.c.)[57], sia per il compimento di operazioni in grado di

[56] GALLETTI, *La ripartizione del rischio di insolvenza, op. cit.,* p. 165 ss. il quale ritiene, anzi, la pianificazione sia un elemento costitutivo della definizione di imprenditore *ex* art. 2082 c.c. Insistono sull'importanza della pianificazione PACILEO, *Continuità e solvenza nella crisi di impresa,* Milano, 2017, p. 109 ss.; LUCIANO, *La gestione della s.p.a., op. cit.,* p. 136; MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive,* in *Riv. soc.,* 2012, p. 275 ss.; LOLLI, *Situazione finanziaria, op. cit.,* p. 162 ss.

[57] Cfr. LOLLI, *Situazione finanziaria, op. cit.,* p. 163 ss., che riconosce in quelle previsioni normative la conferma della «volontà del legislatore di introdurre il tema della programmazione della futura attività quale strumento gestionale di rilevanza giuridica». A tutto ciò si aggiunga, poi, che l'elemento della pianificazione si trova ad essere normativamente elevato a condizione necessaria affinché il ricorso al debito effettuato in costanza di una situazione di squilibrio finanziario non ricada al di fuori dell'area di legittimità circoscritta dai principi di corretta amministrazione, ma venga premiato con il beneficio della prededucibilità o dell'esenzione dalla revocatoria fallimentare in caso di conseguente fallimento. Si considerino, infatti, le nuove previsioni di cui agli artt. 182-*quater* e 182-*quinquies* l. fall. che, com'è stato rilevato, lungi dal porsi in contrasto con le previsioni di cui agli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. ne costituiscono il logico sviluppo, consentendone una lettura congiunta espressiva della necessità che, in condizioni di squilibrio patrimoniale o finanziario, ove non si provveda ad incrementare la misura del netto, il ricorso alla leva finanziaria trovi giustificazione in un programma di risanamento predisposto dall'organo amministrativo, la cui fattibilità sia stata attestata da un professionista indipendente e su cui sia stato raggiunto un sufficiente grado di consenso da parte del ceto creditorio. Come a dire che, mentre l'iniezione di mezzi propri viene reputata «per definizione una scelta corretta», l'indebitamento può essere giustificato e ritenuto conforme ai principi di corretta amministrazione solo in quanto «coerente con un programma di risanamento»: cfr. NIEDDU ARRICA, *Finanziamento e sostenibilità dell'indebitamento dell'impresa in crisi*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 813-814 ove precisa che «le disposizioni sulla prededucibilità dei crediti nascenti da finanziamenti all'impresa in crisi non si pongono allora in contraddizione con gli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.; al contrario tali norme, lette congiuntamente, rivelano l'avversione dell'ordinamento verso la condotta dell'imprenditore in crisi, il quale copra l'esposizione debitoria contraendo nuovi debiti al fuori di una soluzione della crisi programmata dagli amministratori, verificata dal professionista attestatore e concordata con i creditori»; tesi ripresa in ID., *I principi di corretta gestione societaria, op. cit.,* p. 52 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

pregiudicare l'equilibrio economico-finanziario[58] della società, fra le quali giova qui rammentare quelle di cui agli artt. 2501-*bis,* 2447-*ter,* comma I, lett. c, e 2447-*decies,* comma II, lett. b, c.c.[59]

Emerge, allora, la consapevolezza che per adempiere al dovere di conservazione richiamato dall'art. 2394 c.c. non le singole scelte, ma l'intera programmazione della gestione sociale debba essere adeguata alla struttura finanziaria della società e, di conseguenza, plasmata in funzione della preservazione di un patrimonio netto di valore positivo. Il che, come si è detto, non significa precludere a monte l'assunzione di un rischio superiore al valore del netto contabile, bensì esigere che la definizione strategica dei progetti da perseguire sia ponderata in ragione della struttura finanziaria esistente attualmente e prospetticamente. Potrà così riconoscersi l'adeguatezza (e, dunque, la legittimità) di una pianificazione strategica che preveda l'assunzione di iniziative anche particolarmente rischiose, in quanto sproporzionate in rapporto alla misura del netto contabile, ove i ricavi ragionevolmente programmati siano tali da compensare adeguatamente la suddetta sproporzione.

---

[58] A tal proposito, si consideri particolarmente l'importanza che assume la pianificazione strategica in ordine alla scelta del mantenimento dei criteri di funzionamento per la redazione del bilancio d'esercizio nell'ottica del Documento 570 elaborato dalla Commissione paritetica per i principi di revisione istituita dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e dal Consiglio Nazionale dei Ragionieri ed avente ad oggetto, per l'appunto, il principio di revisione sulla continuità aziendale. Nel caso in cui l'*audit* identifichi «eventi o circostanze che possano far sorgere dei dubbi significativi sulla continuità aziendale dell'impresa», il Documento esige che lo stesso provveda, fra l'altro, a «esaminare e valutare i *piani* d'azione futuri della direzione che si basano sulla valutazione della continuità aziendale effettuata dalla stessa» e «ottenere elementi probativi sufficienti ed appropriati che confermino la fattibilità dei piani della direzione nonché valutare il fatto che la loro realizzazione porterà ad un miglioramento della situazione». Solo sulla base della valutazione della pianificazione approntata dall'organo amministrativo, dunque, il revisore potrà giudicare se la redazione del bilancio di esercizio sulla base del presupposto di continuità aziendale possa dirsi appropriato. In argomento cfr. PACILEO, *Continuità e solvenza*, *op. cit.,* p. 109 ss.; MIOLA, *La tutela dei creditori*, *op. cit.,* p. 275 ss. che valorizza l'elemento della pianificazione finanziaria «nel quadro delle funzioni di tempestivo monitoraggio dei rischi aziendali che sempre più […] tendono ad assumere le sembianze di un sistema di *risk management,* in specie al fine del tempestivo accertamento delle circostanze che potrebbero provocare l'incapacità di adempiere e quindi lo stato di insolvenza, e di consentire la programmazione degli interventi, ivi compresi i piani di risanamento e di ristrutturazione, tesi a scongiurare un tale esito»; ID., *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori, op. cit.*, p. 425, ove la considerazione per cui i principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale «obbligano gli amministratori a compiere adeguate e costanti valutazioni previsionali sulla situazione economico-finanziaria dell'impresa».

[59] Condivide il rilievo anche SPIOTTA, *Continuità aziendale, op. cit.,* p. 221, che sottolinea come «la programmazione diviene quindi l'elemento catalizzatore che sorregge un investimento sulla redditività e si riflette nello schema classico dell'operazione di *leveraged buy-out* che, stante i suoi possibili effetti dirompenti sull'equilibrio economico-finanziario della società acquisita, è circondata da una serie di cautele».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

È chiaro, peraltro, che la presenza di un quadro patrimoniale deficitario cui si associno ripetute e costanti perdite di esercizio che si prospettano non destinate in futuro a regredire, esige dagli amministratori, per rispondere all'obiettivo della conservazione del patrimonio netto, una tempestiva «reazione» che inverta la rotta involutiva prima che il residuo positivo venga completamente fagocitato. Il dovere di conservazione patrimoniale non consente, cioè, agli amministratori di rimanere inerti di fronte alla comprovata inadeguatezza della pianificazione strategica approntata a soddisfare le aspettative reddituali ivi prognosticate, ritenendo di poter legittimamente assistere alla dispersione patrimoniale, pur se questa non costituisca il frutto di operazioni azzardate ma dipenda da fattori esogeni riferibili all'ambiente nel quale l'impresa si trova ad operare: a fronte di una crisi reddituale come quella appena descritta la regola d'azione prevista dall'art. 2394 c.c. pretende dai gerenti una decisa rottura con la programmazione in atto in quanto dimostratasi, alla prova dei fatti, inadeguata.

A conclusione di quanto detto si ritiene di dover precisare che non si reputa possibile estendere il significato dei doveri di conservazione *ex* art. 2394 c.c. al di là della dimensione patrimoniale, cui la lettera della legge espressamente fa riferimento, per ricomprendervi, in una prospettiva finanziaria, anche la tutela della solvibilità della società[60]. Il combinato disposto del I e II comma della disposizione trascura, infatti, di

[60] Contra NIEDDU ARRICA, *I principi di corretta gestione societaria, op. cit., passim* che invece ritiene, sull'assunto che «il fulcro della tutela del ceto creditorio» sia da rintracciarsi «nel corretto funzionamento dell'impresa quale conservazione delle sue condizioni di equilibrio, capacità reddituale e solvibilità» (p. 28), che l'art. 2394 c.c. debba essere inteso *anche* come volto a delegittimare il compimento di atti od operazioni «valutabili *ex ante* come idonei a pregiudicare la continuità aziendale» (p. 42) posto che la «preservazione – quantomeno nel periodo di dodici mesi – delle condizioni di equilibrio e solvibilità dell'impresa» si pongono «quale presupposto dell'effettività della garanzia patrimoniale. La conservazione dell'integrità del patrimonio sociale si ricollega quindi agli standard di gestione adeguata e professionale e si esplica nella costante ricerca, nella difesa e nel ripristino delle condizioni di equilibrio ed efficienza aziendale» (p. 44). Da qui, peraltro, la necessità di declinare il concetto di conservazione non solo in negativo, nel senso di astenersi da condotte pregiudizievoli per l'impresa, ma anche «in positivo» collegandosi «al paradigma dell'adeguatezza e ai doveri di predisporre una struttura organizzativa consona alle specifiche esigenze, dimensioni e caratteristiche dell'impresa, di vigilare sul perdurare degli elementi di equilibrio aziendale al fine di prevenire situazioni di crisi o reagirvi con tempestività e strategie appropriate» (p. 46). In particolare, al rispetto del dovere di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale dovrebbe essere ricondotto il dovere di monitorare costantemente la sostenibilità dell'indebitamento, tramite *solvency* e *liquidity test* (p. 49). La stessa prospettiva interpretativa è condivisa anche da SPIOTTA, *Continuità aziendale, op. cit.,* p. 138, secondo cui «il suddetto articolo andrebbe forse riletto in termini più confacenti alle scienze aziendalistiche, ossia nel senso che gli amministratori sono responsabili anche verso i creditori sociali qualora, non vendo monitorato l'equilibrio economico-finanziario, abbiano proseguito nella gestione nonostante la perdita della prospettiva del *going concern,* che diventerebbe così il *triggering point* dell'emersione di *creditor-regarding duties*».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

considerare qualsiasi tipo di squilibrio al di fuori di quello tra patrimonio netto ed indebitamento, imponendo alla gestione un vincolo di adeguatezza con esclusivo riferimento alla struttura finanziaria, seppure, non staticamente ma dinamicamente intesa[61].

Quel che, dunque, rileva nella prospettiva della delimitazione della discrezionalità gestoria nell'assunzione del rischio ai sensi dell'art. 2394 c.c. è il solo rapporto esistente tra mezzi propri ed indebitamento, non anche quello sussistente tra circolante ed indebitamento. Né sembra facilmente aggirabile un dato normativo decisamente chiaro nel circoscrivere il proprio ambito di applicazione a fronte di plurime disposizioni che, al contrario di quella in parola, fanno esplicito riferimento all'esigenza che gli amministratori ponderino il compimento di certe scelte di gestione in ragione della loro sostenibilità finanziaria. Con ciò non s'intende sostenere che non rientri nel dovere di diligente gestione e, più in generale, nei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale, la preservazione dell'equilibrio finanziario o che il venir meno della solvibilità della società non rappresenti un danno ingiusto per i creditori sociali che, in tal caso, verrebbero privati di un esatto adempimento; solo, che tale tipo di danno non potrà essere da questi ultimi direttamente lamentato nei confronti dell'organo preposto alla gestione di una s.p.a., ostando espressamente a tale possibilità il disposto dell'art. 2394 c.c.

In tal senso, si coglie anche con maggiore evidenza la portata specialissima della disposizione in commento che costituisce, per vero, una previsione limitativa[62] dell'area di responsabilità degli amministratori di s.p.a. nei confronti dei creditori sociali, ristretta, per l'appunto, alla sola adozione di scelte di gestione azzardate in rapporto alla conservazione di un netto di valore positivo[63]. I creditori di s.p.a.,

---

[61] Conf. RACUGNO, *La tutela dei creditori nella s.r.l., op. cit.,* p. 280. Nello stesso senso cfr. TRONCI, *Distribuzione di utili e riserve, op. cit.,* p. 106 ss.; AIELLO, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 291, per il quale «si tratta di un criterio meramente bilancistico, destinato a rimanere distinto […] dalle nozioni d'insolvenza e di crisi».

[62] RACUGNO, *La tutela dei creditori nella s.r.l., op. cit.,* p. 282, parla a proposito dell'azione *ex* art. 2394 c.c. di «strumento riduttivo di tutela» posto che «financo avventurose operazioni che compromettano l'*equilibrio finanziario* della società non determinano di per sé l'applicabilità dell'art. 2394», considerato che, come ricordava LIBONATI, *Creditori sociali, op. cit.,* p. 627, nell'impresa «rilevano valori» e «solo su valori si ragiona nell'individuare attivo e passivo patrimoniale».

[63] Ritengono, infatti, RACUGNO, *La tutela dei creditori nella s.r.l., op. cit.,* p. 290 ss. e TRONCI, *Distribuzioni di utili e riserve, op. cit.,* p. 106 ss., che proprio la mancata riproduzione dell'azione *ex* art. 2394 c.c. nella disciplina del tipo s.r.l. peremetterebbe di riconoscere la legittimazione dei creditori ad agire nei confronti degli amministratori (e dei soci cogestori) nel caso in cui la loro gestione abbia cagionato una situazione di illiquidità della società che, pur non essendosi ancora tradotta in sbilancio patrimoniale, abbia fatto venir meno la possibilità di adempimento tempestivo, ben potendosi ridondurre tale fattispecie a quella della lesione del credito da parte di un terzo estraneo al rapporto

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

pertanto, a fronte del venir meno della liquidità necessaria alla società per far fronte ai propri debiti a causa di scelte di gestione non oculate, potranno agire esecutivamente nei confronti della stessa o, ricorrendone i presupposti, richiederne il fallimento ma non saranno altresì legittimati ad invocare la responsabilità degli amministratori a norma dell'art. 2394 c.c., «atteso che la conversione di un valore del circolante in un valore di immobilizzazione non incide sull'integrità del patrimonio sociale, ancorché ne possa pregiudicare la consistenza effettivamente monetizzabile»[64], né tantomeno a norma dell'art. 2395 c.c. che, come noto, postula la produzione di un danno diretto[65] nella sfera giuridica del terzo.

3. Riflessi del dovere di conservazione ex art. 2394 c.c. sul sindacato giudiziale di legittimità nei casi di mala gestio

L'identificazione di un nuovo obiettivo parametro per misurare la legittimità delle scelte di gestione e, dunque, la diligenza nell'adempimento dell'obbligazione gestoria, non può non dispiegare i propri effetti anche sul piano della determinazione della

---

obbligatorio, riconosciuta a tutti gli effetti come atto illecito, lesivo del principio del *neminem ledere* e, dunque, fonte di un danno ingiusto *ex* artt. 2043 c.c.

[64] RACUGNO, *La tutela dei creditori nella s.r.l., op. cit.,* p. 284, che ricorda: «poiché peraltro l'operazione urterebbe con il dovere degli amministratori di agire con diligenza, ne deriverebbe la percorribilità dell'azione sociale di responsabilità (art. 2393), esercitabile dai creditori in via surrogatoria».

[65] Il risarcimento del danno c.d. rilfesso è infatti impedito dalla canalizzazione della responsabilità risarcitoria a favore della società (*Haftungkanalisierung*) imposta dalla previsione di cui all'art. 2395 c.c. in ragione della necessità di tutelare l'integrità del capitale sociale, che verrebbe inevitabilmente compromessa, in spregio alla disciplina prevista per la riduzione, ove si ammettesse l'appropriazione da parte dei soci *uti singuli* o dei terzi del risultato derivante dal positivo esperimento di una pretesa risarcitoria afferente alla sfera societaria: cfr. in argomento PINTO, *La tutela risarcitoria dell'azionista fra «danno diretto» e «danno riflesso»,* Pisa, 2012, p. 93 ss.; ID., *Illecito del terzo, danno riflesso e legittimazione dell'azionista,* in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, p. 140; ID., *La responsabilità degli amministratori per «danno diretto» agli azionisti,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *G. F. Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 2, Torino, 2006, p. 926 ss., spec. 929, ove rileva che «il requisito del danno diretto costituisce dunque la proiezione sulla fattispecie di illecito civile di cui all'art. 2395 c.c. delle regole societarie tese ad imprimere un vincolo sul patrimonio d'impresa: il divieto fatto al socio di ottenere per sé il risarcimento di un danno subito indirettamente è funzionale ad impedire che, quando si tratti di risarcire un pregiudizio cagionato dagli amministratori al patrimonio della società, si verifichi quel deflusso incontrollato di valori patrimoniali dalla sfera sociale alla sfera individuale dei soci che le regole sul capitale intendono prevenire». Condivide tale impostazione, declinandola anche con riguardo alla corrispondente azione prevista per le s.r.l. (art. 2476, comma VI, c.c.), RIMINI, *La responsabilità nei confronti dei soci e dei terz direttamente danneggiati,* in *S.r.l. Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale,* Milano, 2011, p. 699 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

responsabilità per inadempimento alla stessa obbligazione e, correlativamente, sulla modulazione del sindacato spiegabile dal giudice per valutarne i presupposti.

Se, come qui si sostiene, per aversi il rispetto del canone di diligenza è necessario che le scelte di gestione siano adeguate alla struttura finanziaria della società, essendo cioè indispensabile che la programmazione dell'attività gestoria sia sempre improntata a garantire il mantenimento di un patrimonio netto di valore positivo, sarà necessario altresì richiedere al giudicante di accertare il rispetto di detto rapporto di adeguatezza nel caso in cui venga chiamato a valutare la legittimità delle scelte di gestione compiute dagli amministratori.

È evidente, tuttavia, che per compiere un tale tipo di valutazione sarà necessario svolgere un'indagine non superficiale del contenuto della decisione imprenditoriale o, più verosimilmente, delle decisioni imprenditoriali e della complessiva programmazione aziendale, al fine di verificare se, allo stato in cui vennero pianificate, potevano dirsi effettivamente adeguate al livello di patrimonializzazione dell'impresa; sicché qualcuno potrebbe obiettare che l'ampiezza di un sindacato quale quello che si va così prospettando travalichi gli argini del sindacato di legittimità e travolga l'antico dogma dell'insindacabilità nel merito delle scelte di gestione (*business judgment rule*[66]).

---

[66] In argomento, nella letteratura italiana, si richiamano, senza pretese di esaustività PERUZZO, Business judgment rule *e responsbilità degli amministratori di s.p.a.,* Roma, 2016; AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e* Business Judgment Rule, in *Giur. comm.,* 2016, p. 643 ss.; SCOTTI CAMUZZI, *Note sull'importazione nel diritto italiano, dal diritto statunitense, della* «business judgment rule», in *Foro pad.,* 2015, I, p. 467; AA. VV., *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice. Un'analisi comparatistica della* business judgment rule, a cura di C. Amatucci, Milano, 2014; SEMEGHINI, *Il dibattito statunitense sulla* business judgment rule*, op. cit.,* p. 206 ss.; TALLIA, *Il dovere di diligenza e la* Business Judgment Rule, in *NDS,* 2013, p. 15; ANGELICI, *Interesse sociale, op. cit.,* p. 573; PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e* business judgment rule, in *Riv. soc.,* 2012, p. 1167; CONFORTI, *La responsabilità civile degli amministratori di società per azioni,* Milano, 2012; LONGHINI, *I regimi di responsabilità nei sistemi di* corporate governance *in Italia e USA,* Milano, 2012; CASTIGLIONI, *Brevi note in materia di insindacabilità degli amministratori e di onere della prova nell'azione sociale di responsabilità,* in *Resp. civ. prev.,* 2012, p. 1206; BODELLINI, *Ancora sui criteri di accertamento e di valutazione della condotta degli amministratori,* in *Giur. comm.,* 2011, p. 1187; ZANARDO, *Delega di funzioni, op. cit.*; CORDOPATRI, *La* business judgment rule *in Italia e il privilegio amministrativo; recenti correttivi negli USA e in Europa,* in *Giur. comm.,* 2010, p. 129; ROSSI, *Responsabilità degli amministratori verso la società per azioni,* in *La responsabilità di amministratori, sindaci e revisori contabili,* a cura di Ambrosini, Milano, 2007, p. 1; ANGELICI, Diligentia quam in suis, *op. cit.,* p. 675; BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a., op. cit.*; ID., *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992; DACCÒ, *Il sindacato del giudice nei confronti degli atti gestori degli amministratori,* in *AGE,* 2003, p. 184; VASSALLI, *L'art. 2392 novellato*, *op. cit.,* p. 33 ss.; SALVATO, *Responsabilità civile degli amministratori per violazione del dovere di diligenza,* in *Soc.,* 2001, p. 14; ID., *Discrezionalità degli amministratori e controllo giudiziario,* in *Soc.,* 1997, p. 1415; CAMPANA, *La responsabilità civile degli amministratori delle*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

È noto che la declinazione di detto principio ha condotto la giurisprudenza a far retrocedere l'estensione del proprio sindacato dall'*an* della decisione al *quomodo* di assunzione della stessa, dunque, al rispetto della diligenza nell'istruttoria ad essa prodromica[67], riducendo il *discrimen* tra sindacato di merito e di legittimità alla cesura tra la decisione e tutto ciò che avviene prima di essa, suscitando perplessità in quanti rintracciano «l'anomalia di una sfera di attribuzioni, quelle riservate agli amministratori, il cui corretto esercizio non [verrebbe] in concreto sindacato dagli organi istituzionalmente deputati all'applicazione della legge»[68].

Alla base di una tale articolazione del sindacato giudiziale sta l'esigenza di evitare che il giudice sostituisca *ex post* «il proprio apprezzamento soggettivo a quello espresso o attuato dall'organo all'uopo legittimato»[69] cui deve necessariamente riconoscersi un ampio margine di discrezionalità per quanto concerne la scelta degli atti gestionali e delle operazioni da intraprendere nello svolgimento delle proprie funzioni. Il timore recondito in tale modo di argomentare è che l'errore gestionale possa venir elevato ad evidenza dell'inadempimento all'obbligazione gestoria, operando di fatto una riqualificazione in termini di garanzia della prestazione

---

società di capitali, in *NGCC,* 2000, p. 215 ss.; DELLACASA, *Dalla diligenza alla perizia*, *op. cit.,* p. 209 ss.; GHEZZI, *I «doveri fiduciari»*, *op. cit.,* p. 497 ss.; FRANZONI, *Le responsabilità civile degli amministratori delle società di capitali,* in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia,* diretto da Galgano, XIX, Padova, 1994; BORGIOLI, *L'amministrazione delegata,* Firenze, 1982; WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo, op. cit.*

[67] Alla diligenza nel c.d. «*decision making process*», come si è efficacemente espresso IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, *op. cit.,* p. 77, dovendosi avere riguardo più che al contenuto della decisione al «processo decisionale mediante il quale alla stessa si perviene» (ANGELICI, Diligentia quam in suis, *op. cit.,* p. 690-691), nel rispetto, dunque, del principio della «procedimentalizzazione dell'operato degli amministratori» (CORDOPATRI, *La* business judgment rule *in Italia e il privilegio amministrativo*, *op. cit.,* p. 131; BODELLINI, *Ancora sui criteri di accertamento, op. cit.,* p. 1193). Aderendo a detto orientamento, pertanto, «l'apprezzamento della diligenza dell'amministratore nell'adempimento del proprio mandato non può mai investire le scelte di gestione, ma solo l'omissione delle cautele, delle verifiche e dell'assunzione di informazioni preventive richieste per una determinata operazione» (PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali, op. cit.,* p. 1171; BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a., op. cit.,* p. 183 ss.). Per un'efficace scansione temporale delle tappe di detta evoluzione giurisprudenziale v. CAMPANA, *La responsabilità civile degli amministratori*, *op. cit.,* p. 225, che riconduce al caso "Monopoli", Cass., 28 aprile 1997, n. 3652, in *Soc.* 1997, p. 1389, il precedente cui si deve l'affermazione di una siffatta declinazione del sindacato giudiziale. Fra le pronunce di legittimità più recenti ove è particolarmente evidente detta impostazione concettuale v. Cass., 2 febbraio 2015, n. 17883, in *Soc.,* 2015, p. 1317 ss.; Cass., 12 febbraio 2013, n. 3409, in *Soc.,* 2013, p. 461; Cass., 12 agosto 2009, n. 18231, in *Danno e resp.,* 2010, p. 241.

[68] DELLACASA, *Dalla diligenza alla perizia*, *op. cit.,* p. 210.

[69] Cass. 12 novembre 1965, n. 2359, in *Foro pad.,* 1965, I, p. 1820. Conf. Cass., 6 marzo 1970, n. 558, in *Dir. fall.,* 1970, II, p. 814; App. Genova, 5 luglio 1986, in *Giur. comm.,* 1988, II, p. 730.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

dell'amministratore[70], collegando la sua civile responsabilità all'insuccesso economico dell'impresa[71]. Ciò, infatti, verrebbe a contraddire la natura intrinsecamente rischiosa dell'attività d'impresa giacché si addosserebbe sui gerenti l'alea che inevitabilmente si accompagna alle decisioni destinate a proiettare nel futuro i propri effetti, tradendo la natura di obbligazione di mezzi propria dell'incarico di amministrazione di società, mai comprensiva della realizzazione del risultato consistente nel successo economico dell'impresa[72].

Tale impostazione concettuale ha probabilmente influenzato le scelte normative compiute dal Legislatore in sede di riforma, come può agevolmente indursi dalla codificazione delle icastiche previsioni dell'«agire in modo informato» e del predisporre adeguati «assetti organizzativi, amministrativi e contabili» cui fa oggi riferimento l'art. 2381 c.c.[73]; sennonché, com'è stato detto, gli argomenti che ne costituiscono il basamento «rischiano di cadere nell'inconveniente opposto […] di esonerare gli amministratori dalla responsabilità per tutte le loro più importanti decisioni»[74]. Si incorre, cioè, nel pericolo di ridurre la responsabilità dei gerenti per l'inadempimento al loro fondamentale dovere di «buona guida dell'impresa»[75] ad un'angusta alternativa: la violazione di obblighi a contenuto specifico ovvero il compimento di scelte di gestione macroscopicamente errate, palesemente avventate senza, peraltro, che sia agevole individuare il confine tra speculazione aberrante ed accettabile imprudenza. Questo sembra essere, infatti, l'esito cui ha condotto la traduzione della *business judgment rule* nel nostro ordinamento, un esito che se non sembra destare particolari problemi nell'ordinamento americano[76], solleva invece non poche perplessità in un sistema giuridico come quello domestico in cui «la dimensione

---

[70] WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo, op. cit.,* p. 177.

[71] Sembrerebbe quasi che la *rule* debba essere intesa come volta a tutelare una sorta di «*droit à l'erreur*» dell'amministratore, come icasticamente si è espresso ANGELICI, Diligentia quam in suis, *op. cit.,* p. 687.

[72] BOZZA, *Diligenza e responsabilità degli amministratori di società in crisi,* in *Fall.,* 2014, p. 1099.

[73] Per un tentativo di rintracciare nel tessuto normativo conseguente la riforma del 2003 un tentativo di codificazione della *business judgemnt rule,* cfr. ANGELICI, Diligentia quam in suis, *op. cit.,* p. 689 ss.; ID., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale,* Padova, 2006, p. 177 ss.

[74] WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo, op. cit.,* p. 180.

[75] MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale,* IV, *Società per azioni,* Padova, 1957, p. 425.

[76] Ma vedi anche in quell'ordinamento le voci critiche di JOHNSON, *The Modest Business Judgment Rule*, *op. cit.,* p. 625 ss., ID., *Corporate Officers and the Business Judgment Rule",* in *Bus. Law*., 2005, 60, p. 439 ss., ID., *The Unnecessary Business Judgment Rule,* 2013, http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/07/10/the-unnecessary-business-judgment-rule/; D. ROSENBERG, *Galactig Stupidity and the Business Judgment Rule,* in *J. of. Corp. L.,* 2007, p. 309 ss.; J. VELASCO, *A Defense of the Corporate Law Duty of Care,* in *J. Corp. L.,* 2015, p. 653 ss.; G. MILLER, *A modest proposal for fixing the Delaware's Broken Duty of Care,* in *Col. Bus. L. Rev.,* 2010, p. 323 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

giudiziale di diritti ed obblighi non può discostarsi da quella sostanziale, ma deve necessariamente combaciare con essa»[77].

3.1. Diligenza, perizia e colpa professionale nella gestione d'impresa: la questione dell'applicabilità dell'art. 2236 c.c. all'attività di amministrazione

A dire il vero non è del tutto aliena all'ordinamento domestico l'esperienza di forme di *judicial restraint* simili a quelle presupposte dalla *business judgment rule* statunitense: basti pensare, infatti, a quella previsione di favore per i professionisti intellettuali qual è l'art. 2236 c.c.[78] che circoscrive la responsabilità risarcitoria ai casi di dolo o colpa grave in caso di «problemi tecnici di speciale difficoltà». In effetti, si può addirittura cogliere una certa affinità operativa fra questa e quella regola di *judicial review* poiché entrambe impongono l'astensione dall'affermazione della responsabilità nei casi di negligenza ordinaria: colpa lieve nel caso di cui all'art. 2236 c.c., *unreasonableness* nel caso degli amministratori tutelati dalla *business judgment rule*[79]. Ci si può chiedere, allora, se sia veramente necessario invocare il principio dell'insindacabilità nel merito delle scelte di gestione o se possa, piuttosto, applicarsi, direttamente od analogicamente, la disposizione appena richiamata.

Ora, è noto che componente qualificante la prestazione del professionista intellettuale è l'esecuzione secondo la diligenza parametrata alla «natura dell'attività esercitata», dunque, in ossequio alla *perizia* richiesta per l'esercizio della particolare attività, eppure è tuttora discusso se il richiamo alla «natura dell'incarico» contenuto

---

[77] DELLACASA, *Dalla diligenza alla perizia, op. cit.,* p. 215.

[78] Formulata in omaggio al privilegio riconosciuto dall'ordinamento alla classe dei professionisti intellettuali (cfr. FRANZONI, *L'illecito,* in *Trattato della responsabilità civile* diretto da M. Franzoni, Milano, 2010, p. 253) la norma non va certo intesa nel senso di richiedere nei casi di più difficile risoluzione un'accuratezza ed un impegno minore, bensì nel senso di esigere, per l'affermazione della responsabilità, una colpa tanto più grave quanto più complesso è il problema della cui mancata soluzione di indaga la responsabilità: cfr. BIANCA, *Negligenza (dir. priv.),* in *Noviss. Dig. It.,* XI, Torino, 1965, p. 193 ss.; MENGONI, *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi» (studio critico),* in *Riv. dir. comm.,* 1954, I, p. 206.

[79] Si rammenta, al riguardo, che l'operare della *business judgment rule,* così come risulta espressamente dalla lettura dei *Principles,* sostituisce al canone della *reasonableness* previsto per lo *standard of care* (cfr. § 4.01(a)) quello della *rationality,* sì che il giudicante, ove accerti il rispetto delle condizioni applicative della *rule,* potrà pervenire all'affermazione della responsabilità degli amministratori solo nel caso di decisioni gestori assolutamente aberranti. Per una chiara illustrazione della dicotomia tra *standard of conduct* e *standard of review* cfr. Cfr. EISENBERG, *Obblighi e responsabilità*, *op. cit.,* p. 621 ss.; ID., *The Duty of Care of Corporate Directors and Officers,* in *U. Pitt. L. Rev.*, 1990, 51, p. 945; EISENBERG, *The Duty of Care of Corporate Directors and Officers*, in *U. Pitt. L. Rev.*, 1990, 51, p. 945; GHEZZI, *I «doveri fiduciari», op. cit.,* p. 498.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

nell'art. 2392 c.c. sia sufficiente ad elevare la perizia a parametro di esecuzione della prestazione dell'amministratore di società[80], condizione evidentemente necessaria per l'applicazione dell'art. 2236 c.c.[81]

È certo che, nel riformato quadro normativo, la prestazione richiesta all'amministratore di società di capitali ha conosciuto un forte ampliamento sul piano

---

[80] Ritengono che la diligenza dell'amministratore di società sia comprensiva anche della perizia BIANCA, *Dell'inadempimento delle obbligazioni (Artt. 1218-1229),* in *Commentario del codice civile,* a cura di A. Scialoja, G. Branca, Bologna-Roma, 1979, p. 39, per il quale chi viene nominato amministratore deve trovarsi in possesso di quelle «regole tecniche caratterizzanti una determinata attività ovvero, più specificamente, un'arte o professione»; FRANZONI, *Gli amministratori e i sindaci,* in *Società,* Trattato diretto da F. Galgano, Torino, 2002, p. 306 ss.; GALGANO, *Il nuovo diritto societario,* in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia,* diretto da F. Galgano, vol. XXIX, Padova, 2003, p. 277; WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo, op. cit.,* p. 148, che ciononostante esclude l'applicabilità dell'art. 2236 c.c., cfr. *op. cit.,* p. 158; ALLEGRI, *Contributo allo studio. op. cit.,* p. 172 ss.; MINERVINI, *Gli amministratori, op. cit.,* p. 201; DELLACASA, *Dalla diligenza alla perizia, op. cit.,* p. 212; ANGELICI, Diligentia quam in suis, *op. cit.,* p. 678; MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza, op. cit.,* p. 839; BERTOLOTTI, *Riforma societaria e «perizia» degli amministratori nella gestione: un problema aperto?,* in *Giur. it.,* 2004, p. 1899; SCOTTI CAMUZZI, *Note sull'importazione nel diritto italiano, op. cit.,* p. 473-474, 479-480. *Contra* FRÈ, *Società per azioni, op cit.,* p. 447; BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, *op. cit.,* p. 61-62, secondo cui «l'amministratore non ha […] un obbligo di essere perito, ma solo di essere diligente»; ID., *Gli amministratori di s.p.a., op. cit.,* p. 179, nt. 251, a mente del quale neppure le modifiche operate dalla riforma del 2003 impongono agli amministratori un «dovere di perizia»; A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 8; VASSALLI, *L'art. 2392 novellato, op. cit.,* p. 30-31, secondo cui di perizia in tale contesto non si può parlare nel senso di una «qualificazione professionale tale da richiedere una decisione piuttosto che un'altra, bensì soltanto un particolare modo di comportarsi per giungere alla decisione, quale essa sarà»; SALVATO, *Responsabilità civile, op. cit.* p. 16. In giurisprudenza esclude la comprensione della perizia nella diligenza dell'amministratore Trib. Palermo, 13 marzo 2008, in *Giur. comm.,* 2010, II, p. 121 ss., 125.

[81] Prospetta la possibilità di applicare l'art. 2236 c.c. agli amministratori di s.p.a., seppur in via dubitativa, PANZANI, *L'azione di responsabilità ed il coinvolgimento del gruppo di imprese dopo la riforma,* in *Società*, 2002, p. 1477, per il quale la formulazione del canone di diligenza risultante dalla riforma del 2003 «potrebbe consentire di invocare la limitazione di responsabilità del prestatore d'opera intellettuale ove sia questione di problemi tecnici di speciale difficoltà, ai sensi dell'art. 2236 c.c., ferma restando comunque l'insindacabilità delle scelte di merito secondo il principio della *business judgment rule*». *Contra* DE NICOLA, *Art. 2392,* in *Amministratori,* in *Commentario alla riforma delle società,* diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005, p. 556, che esclude tale possibilità sulla base di due ragioni: «la prima è che se il legislatore avesse voluto inserire un tal principio rivoluzionario lo avrebbe esplicitato. In secondo luogo, l'art. 2236 è norma eccezionale e come tale insuscettibile di applicazione analogica»; nello stesso senso WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo, op. cit.,* p. 155 ss.; ZANARDO, *Delega di funzioni, op. cit.,* p. 197. In giurisprudenza Cass., 15 febbraio 2005, n. 3032, in *Foro it.,* 2006, I, c. 1898, non esclude in via di principio l'applicabilità dell'art. 2236 c.c. ma nega che l'individuazione dei corretti criteri di redazione del bilancio d'esercizio possa considerarsi un problema tecnico di speciale difficoltà tale da giustificare la limitazione della responsabilità ai casi di dolo o colpa grave, giacché questo dovrebbe «costituire il naturale bagaglio professionale di chi accetti di ricoprire la carica di amministratore o sindaco in una tale società, onde un certo grado di complessità tecnica dei problemi coinvolti nella redazione del bilancio è da considerare normale e non può, di per sé sola, integrare gli estremi di quella speciale difficoltà cui allude il già art. 2236 c.c.».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

dei poteri, riflesso, a sua volta, dell'incremento della complessità dei doveri gravanti sullo stesso sia in termini di gestione finanziaria che di organizzazione della società, sì che sembrerebbe più che legittimo pretendere un corrispondente aumento del grado di competenza richiesto per lo svolgimento dell'incarico e, dunque, della misura della responsabilità in caso di inadempimento. Ciò nonostante, il dato normativo non sembra convergere nelle aspettative appena paventate dal momento che non richiede il possesso di una particolare *professionalità* per l'assunzione della carica di amministratore, così come invece esige per l'esercizio della funzione di sindaco (cfr. art. 2407, comma I, c.c.) o di liquidatore (cfr. art. 2489, 2 comma c.c.): se si eccettua il particolare caso della sostituzione degli organi sociali in sede di procedimento *ex* art. 2409, comma III, c.c., il possesso del requisito di professionalità è sempre subordinato ad un'espressa previsione statutaria (cfr. art. 2387 c.c.) o ad una volontaria adesione al Codice di autodisciplina delle società quotate (cfr. art. 2.P.1)[82].

La scelta normativa, per la verità, appare coerente con la volontà di rendere accessibile ogni tipo societario, ivi compreso quello azionario, a qualsiasi realtà imprenditoriale, sia essa riconducile all'archetipo della grande impresa capitalistica od al prototipo della più modesta impresa familiare a ristretta base personalistica. Certo è che se non di *peritia artis* si vuole parlare, neppure più di diligenza del buon padre di famiglia visto che è stato sostituito il riferimento alla diligenza del mandatario con un duplice parametro oggettivo («natura dell'incarico») e soggettivo («specifiche competenze») in base a cui deve essere calibrata la diligenza dell'amministratore[83]. Se

[82] Come noto, esplicative della *voluntas legis* sono le parole della Relazione al D. Lgs 17 gennaio 2003, n. 6, al par. 6.III.4: «nell'adempimento dei doveri imposti dalla legge o dallo statuto gli amministratori devono usare la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico: il che non significa che gli amministratori debbano necessariamente essere periti in contabilità, in materia finanziaria, e in ogni settore della gestione e dell'amministrazione dell'impresa sociale, ma significa che le loro scelte devono essere informate e meditate, basate sulle rispettive conoscenze e frutto di un rischio calcolato, e non di irresponsabile o negligente improvvisazione».

[83] Come noto, il riferimento alla «natura dell'incarico» impone all'interprete di ricostruire il modello dell'amministratore diligente sulla base di parametri oggettivi attinenti alla stessa struttura societaria ed in particolare alla dimensione ed alla complessità organizzativa dell'impresa sociale oltre che al settore di operatività, nonché tenendo conto della funzione in concreto svolta dall'amministratore all'interno dell'organizzazione stessa (cfr. ZANARDO, *Delega di funzioni, op. cit.,* p. 167 ss.; DE. NICOLA, *Art. 2392*, *op. cit.,* p. 545; VASSALLI, *Commento all'art. 2392, op. cit.,* p. 676; BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a.*, *op. cit.,* p. 180; MONTALENTI, *La società quotata,* in *Trattato di diritto commerciale,* diretto da G. Cottino, vol. IV, t. II, Padova, 2004, p. 216; ID., *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario,* in *Giur. comm.*, 2003, p. 437; ID., *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber Amicorum *G. F. Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, II, Torino, 2006, p. 838-839; A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.*, p. 5-6; AMBROSINI, *L'amministrazione e i controlli*, *op. cit.,* p. 315; SILVESTRINI, *Responsabilità degli*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

poi si considera che è lo stesso dovere di «agire in modo informato» *ex* art. 2381, comma VI, c.c. ad escludere che chi siede in consiglio di amministrazione possa ritenersi esonerato dal possedere quel minimo substrato di cultura d'impresa che gli consenta di valutare adeguatamente le informazioni ricevute[84], si comprende come

---

amministratori nella s.p.a. e nella s.r.l., *op. cit.,* p. 681; SANDULLI, *Commento all'art. 2392,* in *La riforma delle società,* a cura di M. Sandulli e V. Santoro, t. 1, Torino, 2003, p. 475; CENTONZE, *La Suprema Corte di cassazione e la responsabilità omissiva degli amministratori non esecutivi dopo la riforma del diritto societario,* in *Cass. pen.,* 2008, p. 113). Con il riferimento alle «specifiche competenze», invece, s'intende eventualmente innalzare, personalizzandolo, il grado di diligenza determinato sulla base del presupposto oggettivo in ragione della specifica professionalità posseduta dal singolo amministratore (cfr. ANGELICI, Diligentia quam in suis, *op.cit.*, p. 677, che riconduce il riferimento a detto indice soggettivo entro la categoria da lui stesso elaborata della «divisione del lavoro», intesa «non soltanto nel senso consueto di divisione del ruolo svolto dai differenti fattori produttivi e dei compiti assegnati ai diversi organi sociali, ma anche in quello dello specifico contributo che il singolo componente di questi è in grado di fornire»; ZANARDO, *Delega di funzioni, op. cit.,* p. 176 ss.; IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, *op. cit.,* p. 59; A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.*, p. 6 ss.; SPIOTTA, *Commento all'art. 2392,* in *Il nuovo diritto societario,* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, I, Bologna, 2004, p. 766 ss.; SANDULLI, *Commento all'art. 2392, op. cit.,* p. 473; DI CATALDO, *Problemi nuovi in tema di responsabilità di amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione della minoranza,* in *Giur. comm.,* 2003, I, p. 647 ss.). È bene precisare che con detta espressione non si attribuisce rilievo alla c.d. diligenza in concreto, tagliata a misura delle caratteristiche soggettive del singolo, poiché anche il parametro soggettivo concorre assieme a quello oggetti alla definizione del modello ideale di amministratore diligente attraverso un procedimento di astrazione (cfr. spec. A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.*, p. 7; ZANARDO, *Delega di funzioni, op. cit.,* p. 177). L'assenza di particolari competenze professionali, peraltro, varrà ad appiattire la diligenza dell'amministratore ideale sullo *standard* dell'amministratore medio come determinato sulla base del solo criterio oggettivo (cfr. A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.*, p. 10). Giova, poi, rammentare che la soluzione adottata dalla riforma riecheggia quella prevista per l'ordinamento inglese dalla *Section 174, CA,* ove, infatti, il «*duty of skill, care and diligence»* viene declinato sia in ragione delle «*functions carried out by the director in relation to the company»,* che in virtù delle «*general knowledge, skill and experience that the director has».* Anche in quella sede il parametro soggettivo «*could operate only as a requirement in addition to the objective standard and could not be used by the director to avoid being subject to the minimum standard of care required by every director»,* come precisato da THE LAW COMMISSION AND THE SCOTTISH LAW COMMISSION, *Company Directors: Regulating Conflict of Interests and Formulating a Statement of Duties* (Law Com No. 261 – Scot Law Com No. 173), September 1999. Cfr. in argomento DAVIES, WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law,* Sweet & Maxwell, 2012; ARSALIDOU, *The Impact of Modern Influences on the Traditional Duties of Care, Skill and Diligence of Company Directors,* Kluwer Law International, The Hague-London-Boston, 2001; KERSHAW, *Company Law in Context Text and Materials,* Oxford University Press, 2012; A. WALTERS, *Directors' Duties: the Impact of the Company Directors Disqualification Act 1986,* in *Comp. Law.,* 2000, 21, p. 110 ss.; ID., *Directors' Duties of Care, Skill and Diligence,* in *Comp. Law.,* 1999, p. 142; HICKS, *Directors' Liabilities for management errors,* in *Law Q. Rev*,, 1994, p. 390 ss.; FERRAN, *Company Law and Corporate Finance,* Oxford University Press, 1999, spec., p. 213; A.L. MACKENZIE, *A Company Director's Obligations of Care and Skill,* in *J. Bus. L.,* 1982, p. 461).

[84] Cfr. Cass., 4 aprile 1998, n. 3483, in *Soc.,* 1999, p. 62 che correttamente osserva che «il principio secondo cui il dovere di diligenza non comprende il dovere di perizia […] non può esonerare il singolo amministratore dalla conoscenza delle regole fondamentali ed essenziali alla professionalità di quella funzione […] con la conseguenza che la mancata acquisizione di queste regole fondamentali da parte

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

emerga dal sistema più di una ragione per prospettare l'applicabilità agli amministratori di società della scriminante *ex* art. 2236 c.c. [85]

La circostanza, tuttavia, non pare sufficiente a giustificare un'applicazione neppure in via analogica della previsione, tanto più che si paventano elementi ostativi non agevolmente superabili quali la natura eccezionale della disposizione e l'assenza di una lacuna normativa che necessiti di essere colmata. La regola di giudizio così fissata, infatti, riflette la speciale considerazione legislativa riservata alla classe dei professionisti intellettuali non tanto in ragione del loro lavoro intellettuale, quanto per la volontà di tributare un privilegio ad una classe ben precisa, «quella degli esercenti le cosiddette professioni liberali; un privilegio che si perde non appena l'intellettuale esca da questa classe»[86].

Ulteriormente, l'attività di amministrazione di società, diversamente da qualunque altra professione intellettuale, difetta di un protocollo condiviso di regole tecniche che, ove applicato, consente di conseguire con certezza, salvo il fortuito, un determinato risultato tale per cui il mancato raggiungimento dello stesso rileva quale indice

---

di un amministratore prima di assumere la relativa carica costituisce violazione del dovere di diligenza che su di lui grava». Nello stesso senso devono essere intese le parole del Trib. Milano, 10 febbraio 2000, in *Giur. comm.,* 2001, II, p. 326 ss. secondo cui «la diligenza del mandatario […] non può prescindere da un connotato di adeguata perizia consistente nella prudenza ed avvedutezza in relazione a quelle attività, negoziali e materiali, tipicamente implicate nella gestione societaria-commerciale» e di BIANCA, *op ult. cit.,* p. 39 ss. secondo cui: «che la diligenza implichi anche l'applicazione delle opportune norme di cautela, non si dubita. Piuttosto, si dubita ancora, come si è detto, se la diligenza ricomprenda la perizia, cioè la cognizione di regole tecniche caratterizzanti una determinata attività ovvero, più specificamente, un'arte o professione. Tali perplessità non possono essere condivise. Nel campo delle prestazioni professionali la legge richiama esplicitamente in termini di diligenza il dovere del debitore di eseguire la prestazione con l'osservanza del modello di buona attività professionale, e quindi anche con l'applicazione di appropriate cognizioni tecniche […] L'osservazione può ripetersi per altre attività, come quella di amministrazione, tradizionalmente improntate nel loro contenuto alla diligenza del buon padre di famiglia; ad es., l'amministrazione di una società per azioni secondo il modello del diligente buon padre di famiglia (art. 2392 c. civ.) importa indubbiamente l'applicazione delle norme di buona gestione di una impresa». Conf. FRANZONI, *Gli amministratori e i sindaci,* in *Società,* Trattato diretto da F. Galgano, Torino, 2002, p. 306 ss. per il quale «l'imperizia crea un elemento presuntivo circa la negligenza in cui egli [l'amministratore] è incorso durante la gestione».

[85] Come rileva WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo, op. cit.,* p. 156, se si prescinde dall'ordinaria amministrazione, alla quale evidentemente la disposizione non potrebbe applicarsi, «è indubbio che le più importanti scelte imprenditoriali appaiono particolarmente difficili e comportano l'uso energia, lungimiranza, esperienza e capacità di attuazione non comuni […] lo stesso impiego delle tecniche più raffinate di previsione e di calcolo per meglio razionalizzare le decisioni richiede un'ardua specializzazione, che certamente non è più facile da conseguire di quanto è indispensabile per diventare un buon medico o un abile avvocato».

[86] GALGANO, *L'imprenditore,* Bologna, 1970, p. 25-26; conf. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo, op. cit.,* p. 158.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

presuntivo della mancanza di diligenza[87]; al contrario, elemento caratterizzante la gestione d'impresa è la discrezionalità, ossia la possibilità di scegliere fra un ventaglio di soluzioni astrattamente legittime senza possibilità di farsi carico di imprevedibili esiti negativi[88]. Così, se di perizia e di protocollo comportamentale condiviso si vuole parlare anche con riguardo agli amministratori di società questi potranno essere riferiti solo a quel *modus operandi* procedimentalizzato che deve preludere all'assunzione di qualsiasi scelta di gestione, ossia al rispetto di quei protocolli organizzativi ed informativi tratteggiati dall'art. 2381 c.c., nella consapevolezza, tuttavia, che il loro rispetto non potrà fungere da garanzia del successo economico della scelta di gestione compiuta[89].

Nell'impossibilità di applicare agli amministratori l'esonero da responsabilità previsto dall'art. 2236 c.c. dovranno, allora, valere «le regole generali del sistema giuridico, basato sull'uguaglianza astratta dei soggetti, dei diritti e degli obblighi, come mediazione formale dell'uguaglianza nello scambio delle merci al loro valore»[90].

---

[87] Cfr. ZANARDO, *Delega di funzioni, op. cit.,* p. 197, che sottolinea come «il vero ostacolo all'applicabilità dell'art. 2236 c.c. agli amministratori sembra essere proprio la difficoltà di ravvisare, per quanto riguarda l'attività amministrativa, caratteristiche uniformi nell'esecuzione della prestazione. A differenza dei prestatori d'opera intellettuale, gli amministratori non dispongono di modelli di condotta comunemente accettati, valevoli per ogni attività di gestione di un'impresa sociale, da chiunque posta in essere (amministratore delegato, presidente del c.d.a., membro del comitato per il controllo interno, e così via) e in qualunque circostanza, né di un protocollo di regole tecniche standardizzate e universalmente applicabili»; DELLACASA, *Dalla diligenza alla perizia, op. cit.,* p. 215: «è proprio la mancanza di un protocollo di regole tecniche generalmente applicabili, infatti, a differenziare gli amministratori di società da altre figure professionali»; VISENTINI, *La diligenza come criterio di responsabilità dell'amministratore,* in *Principi civilistici nella riforma del diritto societario, Atti del Convegno Imperia 26-27 settembre 2003*, a cura di V. Afferni e G. Visintini, Milano, 2005, p. 103-104. Propone di considerare gli errori di gestione alla stregua di indici presuntivi dell'inadempimento al dovere di amministrazione diligente BONELLI, *La responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 61 ss. Svolgono le medesime considerazioni anche EISENBERG, *Obblighi e responsabilità, op. cit.,* p. 624; TREBILCOCK, *The Liability of Company Directors for Negligence,* 32 *Modern L. Rev.,* 1969, p. 510.

[88] Da qui peraltro l'impossibilità di disporre la consulenza tecnica in sede istruttoria su cui v. spec. IUDICA, *Sulla responsabilità di amministratori di s.p.a. per transazioni concluse con debitori sociali,* in *Gist. Civ.,* 1983, I, p. 606 ss.

[89] In argomento cfr. spec. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione*, *op. cit.,* p. 287; IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati, op. cit.*; BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, op. cit.*, p. 5; ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber Amicorum *G. F. Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, II, Torino, 2007, p. 493; FERRARINI, *Controlli interni e strutture di governo societario,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber Amicorum *G. F. Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, III, Torino, 2007, p. 5; KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria,* in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società.* Liber Amicorum *A. Piras*, Torino, 2010, p. 710; AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e* business judgment rule, in *Giur. comm.,* 2016, p. 643 ss.

[90] WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo, op. cit.,* p. 158-159.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

L'operare del principio dell'insindacabilità nel merito delle scelte di gestione nel nostro ordinamento, così come sopra ricordato, rischia, allora, di travalicare i confini applicativi propri dell'art. 2236 c.c.: limitare la possibilità di affermare la responsabilità degli amministratori solo nei casi in cui, nonostante il rispetto del canone della diligenza nell'*iter* che ha condotto all'assunzione della decisione, quest'ultima si sia rivelata palesemente aberrante ed assolutamente irrazionale, si espone al pericolo di riprodurre quella dicotomia tra *standard of review* e *standard of conduct* che è propria dell'ordinamento nordamericano, scriminando gli amministratori per tutte quelle decisioni che non abbiano integrato gli estremi della colpa grave sconfinante nell'assurda aberrazione[91].

Dette risultanze paiono particolarmente favorite dal modo in cui è stato declinato dalla giurisprudenza di legittimità il principio in parola, giacché la necessità di non valicare i confini del sindacato di legittimità ha indotto a circoscrivere l'area di apprezzamento giudiziale alla sola fase prodromica l'assunzione della decisione, rifuggendo la possibilità di esaminare il contenuto della stessa nella convinzione che detto fatto integri di per sé gli estremi del sindacato di merito[92]. Nondimeno, non può che lasciare perplessi la contraddittorietà insita in tale modo di argomentare dato che per giudicare insufficiente l'istruttoria spiegata è necessario avere ben presente l'esito cui la stessa ha condotto: la preoccupazione di evitare una valutazione sulla convenienza e l'opportunità delle decisioni del consiglio di amministrazione non può impedire di chiedersi «se invece di una semplice mancanza di convenienza non si

[91] Ritiene che l'applicazione della *business judgment rule* possa condurre ad esiti applicativi analoghi a quelli di cui all'art. 2236 c.c. CONFORTI, *La responsabilità civile degli amministratori di società,* Milano, 2012, p. 378. Parla di «iato» fra canone della diligenza e sindacato giudiziale DELLACASA, *Dalla diligenza alla perizia, op. cit.,* p. 214.

[92] Questo modo di argomentare è particolarmente evidente nel caso "Monopoli", Cass., 28 aprile 1997, n. 3652, in *Soc.* 1997, p. 1389 ss., ove era in discussione la legittimità della scelta compiuta dall'Associazione Calcio Monopoli di acquisto di alcuni giocatori di cui si lamentava l'insufficiente rendimento sportivo. Nel sottolineare l'impossibilità di sconfinare nel sindacato di merito la Corte Suprema riteneva che: «la scelta tra il compiere o meno un certo atto di gestione, oppure di compierlo in un certo modo o in determinate circostanze, non è mai di per se sola (salvo che non denoti addirittura la deliberata intenzione dell'amministratore di nuocere all'interesse della società) suscettibile di essere apprezzata in termini di responsabilità giuridica, per l'impossibilità stessa di operare una simile valutazione con un metro che non sia quello dell'opportunità e perciò di sconfinare nel campo della discrezionalità imprenditoriale». Viceversa, «è solo l'eventuale omissione, da parte dell'amministratore, di quelle cautele, di quelle verifiche o di quelle informazioni preventive normalmente richieste per una scelta di quel genere che può configurare la violazione dell'obbligo di adempiere con diligenza il mandato di amministrazione e può quindi generare una responsabilità contrattuale dell'amministratore verso la società».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

abbia la violazione di un principio di diritto relativo al fine che la società deve perseguire nell'esplicazione della propria volontà»[93].

Appare, allora, nitidamente che l'obliterazione in via di principio del termine fondamentale del sillogismo giudiziale volto all'accertamento della responsabilità per *mala gestio,* cioè la decisione stessa, sia un sofismo sempre più difficile da giustificare[94]. L'impossibilità per il giudice di interferire nell'esercizio dell'autonomia privata sostituendosi all'amministratore nell'assunzione delle decisioni gestorie, non lo esime dal valutarne la legittimità e, dunque, la rispondenza al canone di diligenza, tanto più che sono già state poste in evidenza le conseguenze aberranti cui potrebbe portare la limitazione del sindacato giudiziale alla sola fase istruttoria del processo decisionale: «l'avere assunto tutte le informazioni del caso opererebbe come scriminante a favore dell'amministratore, lasciandolo del tutto libero di agire, una volta informato, al di fuori di qualsiasi responsabilità»[95].

È, pertanto, necessario che il giudice non rifugga la considerazione della decisione[96] adottata ma, al contrario, ne verifichi, calandosi nel contesto storico ed ambientale in

---

[93] FRÈ, *Società per azioni*, in *Commentario al codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, V, Bologna – Roma, 1982, p. 380 nota 16.

[94] Sottolinea bene la contraddittorietà di tutto l'impianto che sorregge il richiamo e l'applicazione della *business judgment rule* nel nostro ordinamento SCOTTI CAMUZZI, *Note sull'importazione nel diritto italiano, op. cit.,* p. 467 ss., spec. p. 477

[95] A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 14, che prosegue: «è evidente che l'amministratore che abbia svolto tutte le verifiche necessarie e consultato tutti gli esperti disponibili e, nonostante ciò, effettui una scelta gestionale non razionalmente inerente alle informazioni ricevute e dannosa per la società non sarà irresponsabile nei confronti della società ma, al contrario, *doppiamente* responsabile, per gli inutili costi dell'informazione e per il danno arrecato».

[96] Sono favorevoli ad un'apertura WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo, op. cit.,* p. 188 per il quale «la verifica del comportamento degli amministratori […] non può prescindere da un riesame nel merito delle scelte concretamente effettuate» poiché «non si può appurare se sia stato rispettato un obbligo così generale com'è quello di amministrare diligentemente, senza effettuare una valutazione di merito per scoprire il vizio di legittimità» (v. anche nt. 10 ove l'Autore richiama a conferma Trib. Vicenza, 31 dicembre 1961, in *Corti Brescia Venezia Trieste,* 1962, p. 348, secondo cui valutare il rispetto del canone di diligenza «implica un penetrante apprezzamento anche sulla opportunità degli atti amministrativi, non certo per sindacarne la convenienza, ma appunto per accertare se tale giudizio di convenienza, spettante esclusivamente agli amministratori stessi, sia stato espresso con l'osservanza dell'assunto obbligo di diligenza»); DACCÒ, *Il sindacato del giudice nei confronti degli atti gestori degli amministratori,* in *AGE,* 2003, p. 194: «nel giudizio di responsabilità degli amministratori, una verifica in merito al contenuto della decisione assunta da questi ultimi non può del tutto essere evitata»; SALVATO, *Responsabilità civile degli amministratori per violazione del dovere di diligenza,* in *Soc.,* 2001, p. 18 ss. Più articolata la posizione di NIGRO, *Principio" di ragionevolezza, op. cit.,* p. 470 che fa riferimento alla necessità di guardare al merito della decisione per appurare la sussistenza di un nesso di consequenzialità logica tra la scelta di gestione e le informazioni raccolte. Anche A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 16, ammette la necessità che il giudice conosca del contenuto della decisione gestoria per valutare la sua conformità al canone della diligenza, salvo

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

cui è stata maturata[97], la logica congruenza al corredo informativo, appurandone quella che, da qualche tempo a questa parte, si suole chiamare *ragionevolezza*.

3.2. Il criterio della ragionevolezza: l'opportunità di affinare ulteriormente il sindacato di legittimità delle scelte di gestione

Le resistenze che fino a poco tempo fa rendevano invalicabile l'argine istruttorio per il sindacato giudiziale nei casi di *mala gestio* sembrano oggi cedere il passo ad una nuova consapevolezza: non è tanto censurabile l'apprezzamento giudiziale in sé e per sé delle decisioni gestorie, quanto piuttosto il ricorso ad un percorso logico argomentativo a posteriori – col senno del poi – che solo concretizza il timore di avversione al rischio degli amministratori insito nell'*hindsight bias*. La natura non già libera, bensì discrezionale[98] della gestione d'impresa esige, allora, il ricorso ad un criterio che consenta di coniugare la necessità di non lasciare vuoti di tutela con la circostanza che il comportamento diligente «non è una linea di condotta unica, uniforme e per di più rigida»[99]

Risponde a tale esigenza il criterio della ragionevolezza[100] che, sebbene non espressamente previsto dalle norme in materia di obblighi e responsabilità degli

---

ritenere che tale valutazione non possa considerarsi un sindacato di merito ma rimanga entro gli argini del sindacato di legittimità.

[97] Conf. Trib. Milano, 26 giugno 1989, in *Giur. comm.,* 1990, II, p. 122, che ritiene che il giudizio sulla diligenza o sul grado di diligenza dispiegata debba essere «storicizzato» e non esaminato con valutazione a posteriori.

[98] Poiché si tratta di un'attività non autonoma bensì vincolata nelle finalità da perseguire, fissate in via normatine nel perseguimento del lucro oggettivo (*ex* art. 2247 c.c.) nel rispetto dell'integrità del patrimonio netto (*ex* art. 2394 c.c.).

[99] BORGIOLI, *L'amministrazione delegata, op. cit.,* p. 250-251.

[100] L'emersione e la diffusione di tale criterio nel nostro ordinamento è relativamente recente ed è stata sollecitata anche dall'influenza della cultura giuridica anglosassone dove lo *standard* della *reasonabless* e del *reasonable man* (o *person*) ha costituito, fin dai primordi, uno dei più solidi pilastri del *common law*. È nei casi *Standard Oil v. Unites States* (22 U.S. 60 (1911) e *United States v. American Tobacco Co.* (221 U.S. 106, 180 (1911) che la giurisprudenza americana è pervenuta a temperare il rigore dello *Sherman Act* tramite l'elaborazione della "*rule of reason".* Osservava DWORKIN, *Taking Rights Seriously,* Cambridge, 1978, trad. it. *I diritti presi sul serio,* Bologna, 1982, p. 98 ss. che parole come ragionevole, ingiusto, significativo, e simili, adempiono sovente alla funzione di allargare l'attività valutativa del giudice, perché questi, nell'applicare la regola giuridica così integrata, dovrà esaminare o comunque rifarsi a principi che vengono appunto richiamati dal termine introdotto in quest'ultima. Importanti riflessioni sul criterio della ragionevolezza come strumento per regolare l'esercizio del sindacato giudiziale nei casi di *mala gestio* erano state condotte già in passato da BORGIOLI, *L'amministrazione delegata, op. cit.,* p. 251 ss. e, più recentemente, sono state nuovamente valorizzate da NIGRO, *"Principio" di ragionevolezza*, *op. cit.,* p. 457 ss. che ha

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

amministratori, viene emblematicamente richiamato qualora sia richiesto agli amministratori il compimento di una valutazione discrezionale vuoi in vista dell'applicazione di regole di carattere tecnico, in specie per la redazione dei bilanci[101], vuoi per l'assunzione di scelte di gestione connotate da un elevato profilo di rischiosità per la stabilità economico finanziaria dell'impresa, in quanto maggiormente esposte al pericolo di inquinamento da parte degli azzardi morali dei soci[102].

---

provveduto, fra l'altro, a sistematizzare compiutamente le intuizioni della giurisprudenza di merito che da sempre si è dimostrata diffidente nell'abbracciare la declinazione del principio dell'insindacabilità nel merito delle scelte di gestione fatta propria dalla giurisprudenza di legittimità. Emblematico, a tale proposito, è l'orientamento espresso dal Tribunale del capoluogo lombardo nel caso "La Centrale" relativo al dissesto del Banco Ambrosiano, Trib. Milano, 26 giugno 1989, in *Giur. comm.,* 1990, II, p. 122, in cui il criterio della ragionevolezza diviene il vero e proprio filo conduttore delle motivazioni della sentenza per discriminare tra i comportamenti gestionali degli amministratori conformi o non conformi al canone della diligenza. L'approfondita analisi storicizzata delle decisioni assunte dall'organo gestorio ha indotto a ritenere che la «emblematica imprudenza, sommarietà ed irragionevolezza» delle scelte compiute dimostrassero ampiamente «la colpa dei convenuti». Significativo anche il caso "Iniziative Finanziarie", Trib. Milano, 2 marzo 1995, in *Soc.,* 1996, p. 57, ove si ritiene che «l'amministratore non può compiere operazioni irrazionali ed avventate, di pura sorte, o azzardate, prevedibilmente rischiose ed imprudenti, e non può superare i limiti fissati da quella ragionevolezza che deve connotare la discrezionalità dell'imprenditore, secondo cui ogni scelta anche nel capo dell'attività di impresa non può discostarsi dalle valutazioni tecnico-professionali che potrebbe esprimere ogni altro operatore che svolga un'attività dello stesso tipo».

[101] Alla ragionevolezza fanno espresso riferimento gli artt. 2426, n. 1, c.c., in materia di quantificazione dei costi nella valutazione delle immobilizzazioni e 2427 *bis*, comma II, lett. b, c.c., in merito alla determinazione del *fair value* per gli strumenti finanziari derivati. Il ricorso al criterio della ragionevolezza, peraltro, risultava già diffuso in giurisprudenza con riguardo alle problematiche afferenti la valutazione di altri cespiti sociali (cfr. Trib. Napoli, 28 dicembre 2004, in *Foro it.,* 2005, I, p. 1612: «i crediti della società verso terzi debbono essere iscritti al presumibile valore di realizzo, secondo una valutazione degli amministratori che è sindacabile dal giudice allorché siano superati i confini della ragionevolezza») e, più in generale, in tema di redazione delle scritture contabili ove detto criterio veniva elevato limite della discrezionalità tecnica di cui dispongono gli amministratori a tal fine (cfr. Cass., 3 maggio 2002, n. 6337, in *Corr. trib.,* 2002, p. 3737). In argomento si veda RACUGNO, *Politiche di bilancio, criteri di ragionevolezza e doveri di trasparenza,* in *Giur. comm.,* 2013, I, p. 732 ss., spec. 749 ove individua nella ragionevolezza il «parametro per la sindacabilità delle valutazioni dei redattori del bilancio». Cfr. anche l'accurata ricostruzione dell'evoluzione del criterio in parola condotta da ARDIZZONE, *Art. 2501*-bis*, op. cit.,* p. 503, nt. 101.

[102] Emblematica è infatti la previsione del criterio in esame all'art. 2467, comma II, c.c., in materia di finanziamenti dei soci nella s.r.l. e all'art. 2501 *bis*, comma V, c.c., che in caso di LBO richiede agli esperti di attestare la ragionevolezza delle previsioni contenute nel piano predisposto dagli amministratori. Particolarmente significativi per la determinazione del significato da attribuirsi al criterio di ragionevolezza sono stati i contributi della dottrina in materia di MLBO, ove, come si è ricordato, la questione era stata esaminata da autorevole dottrina anche prima della riforma. Ne è emersa, infatti, una sostanziale convergenza delle opinioni nel riconoscere alla ragionevolezza la capacità di selezione quelle operazioni in relazione alle quali la sostenibilità dell'indebitamento rispondeva ai canoni di probabilità e di normalità statistica, espressione di scelte logicamente consequenziali alle premesse date. Cfr. MONTALENTI, Leveraged buy out: *una sentenza chiarificatrice,* in *Giur. it.,* 1999, p. 2106; ID., *Art. 2501-bis,* in *Il nuovo diritto societario,* commentario diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, p. 2322; ID., *Impresa, società di capitali, mercati finanziari,* Torino, 2017, p. 48; CINCOTTI, Merger

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Ed è proprio con riguardo a queste ultime ipotesi, ed in particolare al MLBO *ex* art. 2501-*bis*, c.c., che la scelta normativa di fare ricorso al suddetto criterio non può non assumere valenza sistemica: se, cioè, il metro per valutare la legittimità di operazioni dal carattere così altamente speculativo è rintracciato nel criterio di ragionevolezza, lo stesso criterio non può non valere a fortiori anche per tutte le altre scelte di gestione che pur non condividano tale profilo di rischiosità. In corrispondenza della disciplina del MLBO si assisterebbe, dunque, all'emersione positiva di quello che dovrebbe valere come criterio orientatore e nella selezione delle scelte di gestione e nella valutazione giudiziale della loro legittimità.

Com'è stato detto, la ragionevolezza si pone al contempo *ex ante* come limite «alla discrezionalità delle scelte» ed *ex post* come «criterio di controllo delle scelte effettuate»[103], tracciando un nesso di consequenzialità logica tra la decisione assunta e le informazioni a disposizione. Prima, cioè, del compimento delle scelte di gestione la stessa consentirebbe agli amministratori di determinare quali possano essere legittimamente compiute, viste le informazioni acquisite in seno all'attività istruttoria; successivamente alla loro adozione, invece, il criterio della ragionevolezza consentirebbe al giudice di stabilire se la decisione in concreto effettuata sia o meno ricompresa in quello spettro di soluzioni, ugualmente legittime, che si prospettavano come alternative di fronte all'organo gestorio.

Per formulare un giudizio di ragionevolezza della decisione e, dunque, di diligenza nella gestione, l'autorità giudicante dovrebbe ripercorrere fittiziamente il processo decisionale seguito dagli amministratori, calandosi idealmente nel contesto storico ed ambientale in cui è stata maturata la decisione oggetto di valutazione, al fine di stabilire se la stessa poteva dirsi effettivamente ricompresa in quello spettro di opzioni logicamente consequenziali alle risultanze dell'istruttoria e direttamente rispondenti all'obiettivo del soddisfacimento dell'interesse sociale (concreto)[104]. Certo, ciò non

---

leveraged buy-out, *op. cit.,* p. 648; ARDIZZONE, *Art. 2501*-bis*, op- cit.,* p. 503-504; PICONE, *Il* leveraged buy out, *op. cit.,* p. 1439; BERNARDI, *Legittimità delle operazioni di* "leveraged buy-out", in *Dir. prat. soc.,* 2003, p. 54.

[103] NIGRO, *"Principio" di ragionevolezza, op. cit.,* p. 470.

[104] Conf. A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 16 che sottolinea, ulteriormente, come nel giudizio acquisti «certamente rilievo il momento propedeutico alla scelta gestoria e sarà interesse dell'amministratore introdurre agli atti del processo le precauzioni e cautele assunte al fine di decidere, ma tutto sarà finalizzato alla concreta individuazione degli atti propri di un amministratore diligente sulla base della concreta situazione nella quale l'amministratore convenuto si era trovato a dover decidere, accertata anche alla luce dell'istruttoria eventualmente svolta dall'organo di amministrazione». Nello stesso senso, prima della riforma, cfr. BORGIOLI, *L'amministrazione delegata, op. cit.,* p. 251 ss., nt. 141; SALVATO, *Responsabilità, op. cit.,* p. 18, il quale, pur senza richiamare il criterio della ragionevolezza, afferma che in forza del canone della diligenza «le scelte

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

significa che una volta raccolte le informazione e tracciati i contorni della politica gestionale l'amministratore non possa discostarsi da questa assumendo decisioni che, sulla base del metro di coerenza logica, potrebbero non essere definite ragionevoli, giacché è ben possibile che la irragionevolezza in sé di una scelta di gestione possa convertirsi «in normale razionalità qualora dette scelte trovino collocazione nell'ambito di una più ampia programmazione di attività che consenta di formulare una prognosi di normale, seppur remota, economicità dell'atto di gestione»[105].

Si badi che quello appena descritto «non è e non può essere un controllo di merito» poiché «non tocca e non può toccare la opportunità o la convenienza delle scelte, ma solo il modo in cui alle scelte si sia pervenuti»[106], ossia un profilo di legittimità[107]. Deve essere, allora, apprezzata la recente apertura della stessa giurisprudenza di legittimità al principio in parola[108], non fosse altro per l'esternalità positiva che a

---

riservate agli amministratori vanno effettuate attraverso un procedimento decisionale che impone di muovere dall'accertamento di determinati dati di fatto per svolgere un giudizio prognostico che permetta di giungere ad una conclusione in base all'*id quod plerumque accidit.* Questo procedimento logico è ripetibile da parte del giudice, utilizzando il criterio della normalità degli eventi, ossia con il limite derivante dall'impossibilità di tenere conto delle circostanze sopravvenute, non conosciute, né conoscibili *ex ante.* Il giudice, nell'esercitare tale sindacato, non esorbita dai confini del giudizio di mera legalità, in quanto il controllo realizza una mera verifica esterna dei giudizi di valore, che gli impone – ed esclusivamente gli permette – di riscontrare i presupposti di fatto assunti a base della scelta e la congruenza e consequenzialità logica delle conclusioni rispetto alle premesse». Pur condividendo la necessità di non impedire al giudice di conoscere del contenuto della decisione gestoria, ritiene che sia inevitabile sfociare in un sindacato di merito WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo, op. cit.,* p. 188 ss.: «in realtà, la verifica del comportamento degli amministratori in base ai principi generali che regolano gli inadempimenti contrattuali, consistendo la prestazione dovuta soprattutto nel diligente perseguimento dell'interesse sociale, non può prescindere da un riesame nel merito delle scelte concretamente effettuate. […] In altri termini, non si può appurare se sia stato rispettato un obbligo così generale com'è quello di amministrare diligentemente, senza effettuare una valutazione di merito per scoprire il vizio di legittimità. Anzi, a mio parere, non è neppur possibile stabilire un esatto confine tra un esame di merito in quanto tale, ed uno finalizzato al giudizio di legittimità».

[105] A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 20. Conf. Cass., 28 aprile 1997, n. 3652, in *Soc.* 1997, p. 1389: per la quale è «fuor di dubbio che l'avere enunciato preventivamente un programma di azione non priva poi gli amministratori del potere discrezionale di derogarvi, di volta in volta, quando la situazione a loro giudizio lo richieda; ed un siffatto comportamento può magari assumere rilievo nella valutazione dei soci in sede di eventuale revoca o, comunque, all'atto del successivo rinnovamento delle cariche, ma non certo di per se solo determinare una qualche responsabilità giuridica».

[106] NIGRO, *"Principio" di ragionevolezza, op. cit.,* p. 470.

[107] Cfr. in tal senso A. ROSSI, *Responsabilità degli amministratori, op. cit.,* p. 16. La questione è molto chiara per il diritto amministrativo ove il controllo di ragionevolezza consente di sindacare la legittimità, senza violare il merito, dei provvedimenti adottati dalla Pubblica Amministrazione nell'esercizio della propria discrezionalità amministrativa (cfr. CERULLI IRELLI, *Lineamenti del diritto amministrativo,* Torino, 2011, p. 277).

[108] Cfr. Cass., 22 giugno 2017, n. 15470, in *Giust. civ. mass.,* 2017: «in tema di responsabilità dell'amministratore di una società di capitali (nella specie, per azioni) per i danni cagionati alla società

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

questa si accompagna: una perfetta aderenza tra dimensione sostanziale e proiezione processuale del dovere di diligente gestione.

Se tutto quanto sin qui è stato detto può essere condiviso, non deve tuttavia trascurarsi il fatto che la misura di ciò che può superare il vaglio di ragionevolezza, così come il significato che può assumere il dovere di diligente gestione, si rivela cangiante al mutare delle finalità cui deve essere orientata l'obbligazione gestoria: la fissazione dell'obiettivo esclusivo dell'azione degli amministratori nel lucro oggettivo, infatti, potrebbe giustificare un'estensione del metro di legittimità delle scelte di gestione di gran lunga superiore a quella consentita dalla giustapposizione della finalità di conservazione patrimoniale. In altri termini, se la determinazione da parte degli amministratori dell'interesse sociale concreto è mediata dalla sola considerazione degli interessi dei soci la stessa dovrà plasmare il contenuto delle scelte di gestione in maniera congruente, rivestendo di legittimità anche quelle iniziative imprenditoriali più marcatamente orientate alla speculazione, potenzialmente in grado di compromettere la capienza patrimoniale della società, ove sorrette da un'adeguata istruttoria comprovante l'ampiezza dei possibili guadagnati. Lo spettro delle scelte che possono essere considerate ragionevoli è, invece, destinato a mutare, restringendosi, ove il fine ultimo da perseguire non sia la sola massimizzazione del valore nell'interesse dei soci – il lucro oggettivo – bensì, anche la preservazione dell'integrità del patrimonio sociale.

Se è certo che l'imbarazzo che incontra l'interprete nel riconoscere un sindacato di legittimità che non si arresti di fronte alla decisione gestoria discende dalla difficoltà di attribuire alla diligenza natura di formula legale prescrittiva di un modello comportamentale rigido e predefinito[109], nonché dall'incapacità del criterio della ragionevolezza di tracciare chiaramente il limite del legittimo esercizio della discrezionalità gestoria[110], non si può negare che il parametro del patrimonio netto

---

amministrata, l'insindacabilità del merito delle sue scelte di gestione (c.d. business judgement rule) trova un limite nella valutazione di ragionevolezza delle stesse, da compiersi sia ex ante, secondo i parametri della diligenza del mandatario, alla luce dell'art. 2392 c.c. (nel testo applicabile *ratione temporis*), sia tenendo conto della mancata adozione delle cautele, delle verifiche e delle informazioni preventive, normalmente richieste per una scelta di quel tipo e della diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere».

[109] Anche BRIZZI, *Doveri degli amministratori, op. cit.,* p. 347, ritiene che tale impostazione incontri alcune difficoltà «non essendo predefinito dalla legge, o altrimenti enucleabile dal parametro della diligenza, il margine di rischio al quale l'amministratore sarebbe tenuto in ipotesi ad adeguarsi».

[110] Cfr., infatti, CINCOTTI, Merger leveraged buy-out, *op. cit.,* p. 648, che denuncia come il criterio della ragionevolezza, pur costituendo un elemento essenziale del MLBO, venga ricostruito dalla dottrina «in termini tautologici che, lungi dal chiarire l'oggetto e la portata delle verifiche che

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

prospettico, fissato dall'art. 2394 c.c., si ponga effettivamente quale vincolo inaggirabile per chiunque si appresti a gestire un'impresa. La fissazione di un nesso di adeguatezza tra gestione e struttura finanziaria dinamicamente intesa pone, infatti, un limite più nitido all'esercizio del potere di scelta degli amministratori, demarcando con maggiore precisione il confine fra legittimità ed illegittimità nelle scelte di gestione. Non sembra, dunque, più possibile affermare che «nel silenzio della legge non è agevole stabilire un principio affidante»[111], poiché, invero, la legge non tace bensì fissa con decisione un parametro certo con cui misurare la legittimità del rischio sostenibile.

Occorre, allora, che la regola posta dall'art. 2394 c.c., nel definire il contenuto del dovere di diligente gestione sul piano sostanziale, contribuisca a plasmare anche il sindacato giudiziale corrispondente, delimitando lo spettro di legittimità delle scelte di gestione a misura del parametro fisso ed obbiettivo del patrimonio netto prospettico.

3.3. Il sindacato giudiziale rideterminato: l'adeguatezza della gestione alla struttura finanziaria come parametro di legittimità delle scelte di gestione

Una volta compreso che, per potersi ritenere conforme a diligenza, la pianificazione strategica dell'impresa deve essere adeguata alla struttura patrimoniale della società, di modo da non pregiudicare il mantenimento di un valore positivo del patrimonio netto, è imprescindibile esigere che il vaglio dell'autorità giudiziaria nei casi di *mala gestio* possa estendersi sino a valutare il rispetto di detto canone di adeguatezza. Il giudizio storicizzato che deve essere compiuto non può più esitare di fronte al contenuto della decisione gestoria, ma deve addentrarsi in seno allo stesso senza timore di invaderne il merito – che è, invero, altra cosa – ed accertarne non solo la consequenzialità logica alle risultanze dell'istruttoria condotta, ma anche l'idoneità a non pregiudicare il valore positivo del patrimonio netto.

La regola della conservazione del patrimonio sociale perviene, cioè, ad incidere direttamente sulla misura della ragionevolezza delle scelte di gestione e, con essa, sui margini di discrezionalità di cui gode l'organo amministrativo nella definizione della strategia di gestione, delimitando lo spettro di legittimità in funzione del livello di patrimonializzazione dell'impresa. Dovranno rimanere, così, escluse dal novero delle

---

l'esperto è chiamato a svolgere, paiono abdicare ogni tentativo di individuare regole e criteri idonei a individuarne i limiti della discrezionalità tecnica».

[111] FRÉ, *Società per azioni, op. cit.,* p. 476.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

scelte ragionevoli, non più solo quelle che si prefiguravano *ex ante* come non logicamente conseguenti alle informazioni raccolte[112], bensì anche quelle che si prospettavano a priori come inidonee a mantenere un patrimonio netto di valore positivo. Da ciò dovrà conseguire che ove la programmazione dell'attività d'impresa si rivelasse *ex ante* inadeguata rispetto al livello di patrimonializzazione esistente e prospetticamente conseguibile in rapporto alla misura del ricorso alla leva finanziaria, la stessa non potrà beneficiare dello schermo della *business judgment rule*, non essendo sufficienti a vestirle di legittimità la pur amplissima istruttoria che le avesse precedute o la remota (e per questo irragionevole) possibilità che le stesse si potessero tradurre in fonte di guadagno per la società[113].

Ciò che si prospetta, in conclusione, è la necessità che il giudice valuti la diligenza mostrata dall'organo amministrativo nell'apprezzare preventivamente il *grado di rischio* connesso alle operazioni gestorie che l'impresa può permettersi di sostenere senza pregiudicare la preservazione del patrimonio netto: se, infatti, è vero che la gestione sociale deve essere sempre funzionalizzata al soddisfacimento prioritario degli obiettivi egoistici dei soci, potendo financo sfociare nell'assunzione di progetti imprenditoriali che presentino profili di alea economica superiori alla norma, è altresì vero – poiché così prescrive l'art. 2394 c.c. – che detti progetti potranno essere

[112] Giacché, come si è detto, finché l'impresa è ampiamente produttiva, nella prospettiva dei soci possono essere ritenute ragionevoli, e cioè logicamente congruenti all'istruttoria espletata, anche scelte non adeguate al livello di patrimonializzazione dell'impresa e alla sostenibilità del suo livello di indebitamento in quanto foriere di lauti, quanto incerti, guadagni.

[113] È evidente la distanza che tale approccio intende prendere rispetto a quello adottato dalle Corti del Delaware. Si confronti, infatti, il divario che separa la tesi esposta nel testo rispetto a quella espressa dal Chancellor Chandler nel caso *Citigroup* (cfr. *In re* Citigroup *Inc. Shareholder Derivative Litigation*, *964 A 2d 106*, Del. Ch. 2009) ove si esclude la possibilità di considerare come sindacato di legittimità quello che vada ad indagare la capacità del *board* di monitorare e gestire il rischio d'impresa dovendo, invece, considerarsi come sindacato di merito, precluso al giudicante, quello volto a valutare la corrispondenza del grado di rischio implicato dalle scelte di gestione compiute dal *board* allo *standard of care*, anche nel caso in cui si trovi di fronte ad una fra le più importanti società di servizi finanziari a livello globale. Si legge, infatti, in motivazione che: «*to impose oversight liability on directors for failure to monitor excessive risk would involve courts in conducting hindsight evaluations of decisions at the heart of the business judgment of directors*» e che «*oversight duties under Delaware law are not designed to subject directors, even expert directors, to personal liability for failure to predict the future and to properly evaluate business risk*». Nelle conclusioni, poi, si afferma in maniera piuttosto emblematica che: «*the discretion granted directors and managers allows them to maximize shareholder value in the long term by taking risks without the debilitating fear that they will be held personally liable if the company experiences losses*», a riprova del fatto che per il fine della massimissazione del valore degli azionisti l'obiettivo dell'assunzione del rischio non può incontrare limiti di sorta.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

intrapresi solo ove sostenuti da un adeguato livello di patrimonializzazione[114], in mancanza del quale non sarà sufficiente dimostrare che iniziative imprenditoriali audaci (ossia a priori inadeguate alla struttura finanziaria della società) avevano buone *chances* di successo, giacché la regola della conservazione del patrimonio sociale traccia un nesso indelebile tra struttura finanziaria e grado di rischio gestionale tale da esigere che una società scarsamente patrimonializzata sia essere gestita in funzione della minimizzazione dei rischi di perforamento del netto patrimoniale.

Rispondendo all'esigenza di elaborazione di criteri univoci per l'espressione del giudizio di legittimità delle scelte di gestione, capaci di non disorientare gli operatori[115], si fornisce al giudice un metro certo per stabilire il livello di rischio ragionevolmente accettabile *ex ante* idoneo a censurare le scelte prevedibilmente in grado di erodere l'integrità del patrimonio sociale[116]. La valorizzazione nel sindacato

---

[114] Particolarmente significativa, specie nella prospettiva dell'accoglimento della tesi che qui si va proponendo, è l'apertura di alcune pronunce di legittimità alla considerazione del grado di rischio assunto dagli amministratori pur nell'esercizio del sindacato di legittimità: cfr. Cass., 12 agosto 2009, n. 18231, in *Soc.,* 2009, p. 1247: «se è vero che non sono sottoposte a sindacato di merito le scelte gestionali discrezionali, anche se presentano profili di alea economica superiori alla norma, resta invece valutabile la diligenza mostrata *nell'apprezzare preventivamente* – se necessario, con adeguata istruttoria – i *margini di rischio connessi all'operazione* da intraprendere, così da non esporre l'impresa a perdite, altrimenti prevenibili» [enfasi aggiunta]; conf. Cass., 10 febbraio 2013, n. 3409, in *Soc.,* 2013, p. 461. Alla commisurazione della diligenza nella gestione al grado di rischio faceva, poi, già riferimento Trib. Milano, 26 giugno 1989, in *Giur. comm.,* 1990, II, p. 122, che argomentava: «nella valutazione della gestione di una impresa deve essere operato e valutato quel necessario raccordo organico e funzionale tra diligenza in operando ed oggetto scopo della attività sociale nel quadro del rischio di impresa, rischio inteso non come categoria astratta, ma come connotato del tipo stesso di impresa».

[115] Cfr. ENRIQUES, *Il nuovo diritto nelle mani dei giudici: una ricognizione empirica,* in *Stato e Mercato,* 2001, p. 79 ss. Condivide il rilievo DELLACASA, *Dalla diligenza alla perizia, op. cit.,* p. 215, che evidenzia «il disagio dell'interprete nell'individuare un complesso di principi e parametri definiti i quali, attribuendo corpo e concretezza alla categoria della diligenza, gli consentano di decidere serenamente sugli addebiti di generica *mala gestio*».

[116] Dette considerazioni paiono forse trasparire già dalle argomentazioni di Trib. Milano, 14 gennaio 2010, in *Giur. comm.,* 2011, II, p. 1178, che, non esitando a considerare il contenuto della decisione adottata per verificarne la ragionevolezza, affermava: «l'operazione di acquisizione implicò l'accollo di una ingentissima passività […] che, niente affatto bilanciata dall'attività apparente acquisita, generò una *prevedibile* grave ed irreversibile insufficienza patrimoniale, che condusse alla dichiarazione d'insolvenza della società, di cui devon rispondere gli amministratori convenuti *che, nel decidere l'operazione, violarono l'obbligo di conservare l'integrità del patrimonio sociale con grave negligenza*» [enfasi aggiunta]. Allo stesso modo, si consideri la motivazione resa da Trib. Reggio Emilia, 12 giugno 1996, in *Dir. fall.,* 1996, II, p. 718, che coglie la necessità di tracciare un nesso tra livello di rischio e patrimonializzazione della società, senza tuttavia formalizzazione la relazione con il patrimonio netto: «Ritiene tuttavia il collegio che un limite all'attività predetta debba essere individuato nella *temerarietà* dell'operazione, che discende sia dall'*altissimo rischio* che con essa la società viene ad assumere, sia dalle rilevanti conseguenze economiche e finanziarie cui l'ente va incontro. Sotto il profilo soggettivo il limite può essere identificato nella manifesta *imprudenza* dell'affare compiuto, intesa come colpevole incapacità dell'amministratore di prevedere o presagire i

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

giudiziale di un parametro obiettivo, qual è il patrimonio netto prospettico, consente, infatti, di meglio definire quel «criterio di prevedibilità e prevenibilità delle conseguenze insoddisfacenti e pregiudizievoli»[117] cui talvolta ha fatto audacemente, e pur correttamente, riferimento la giurisprudenza di merito per identificare quelle decisioni «macroscopicamente ed evidentemente dannose *ex ante*»[118].

Anzi, a ben guardare fra le pieghe delle pronunce in tema di *mala gestio,* è possibile rinvenire un filo rosso che da qualche tempo a questa parte si snoda indisturbato nei tessuti argomentativi delle sentenze di legittimità e di merito e che predica la necessità di valutare la diligenza dell'operato dell'organo gestorio anche in funzione della sua capacità di «apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere»[119], così da «non esporre l'impresa a perdite»[120] prevedibili: appare,

---

pericoli o gli eventi (cioè le logiche e pressoché certe conseguenze che – secondo comune esperienza- derivano dal compimento dell'atto), ovvero come colpevole affidamento dell'amministratore di evitare (pur avendole previste) le conseguenze pregiudizievoli e di riuscire invece a lucrare solo i benefici dell'azzardo. Si può pertanto affermare che costituisce specificazione del generico dovere di amministrare con diligenza, l'obbligo che incombe agli amministratori di astenersi dal compimento di operazioni che – per il rischio che comportano – appaiano indiscutibilmente ed oggettivamente imprudenti» [enfasi aggiunta].

[117] Trib. Milano, 10 giugno 2004, in *Dir. prat. soc.,* 2005, p. 80.

[118] Trib. Milano, 17 giugno 2011, in *Soc.,* 2011, p. 1099.

[119] Così Cass., 22 giugno 2017, n. 15470, in *dirittobancario.it,* conf. negli stessi termini Cass., 8 settembre 2016, n. 17761, in *Riv. dott. comm.,* 2017, p. 99; Cass., 2 febbraio 2015, n. 1783, in *Guid. dir.,* 2015, p. 49; Cass., 27 dicembre 2013, n. 28669, in *Dir. & Giust.,* 2014, 7 gennaio; Cass., 12 febbraio 2013, n. 3409; Cass., 12 agosto 2009, n. 18231, in *Guid. dir.,* 2009, p. 16. Nella giurisprudenza di merito cfr. *ex multis* Trib. Roma, 19 giugno 2017, in *ilcaso.it,* seppur in tema di responsabilità degli amministratori di società di persone; Trib. Bologna, 10 gennaio 2018, in *red. Giuffrè*; Trib. Macerata, 3 maggio 2017, n. 440, in *red. Giuffrè*; Trib. Treviso, 13 febbraio 2017, n. 315, in *Guid. dir.,* 2017, p. 76; Trib. Roma, 1 giugno 2016, n. 11190, in *red. Giuffrè*; Trib. Perugia, 4 febbraio 2016, n. 446, in *red. Giuffrè*; Trib. Pistoia, 21 gennaio 2016, n. 60, *red. Giuffrè*; Trib. Bologna 22 ottobre 2015, n. 3034, in *red. Giuffrè*; Trib. Roma, 28 settembre 2015, in *Ilsocietario.it,* 28 diembre 2015; Trib. Milano, 9 marzo 2015, n. 3109, in *red. Giuffrè*; Trib. S. Maria Capua Vetere, 22 novembre 2012, in *Ilfallimentarista.it,* 28 maggio 2013; Trib. Napoli 12 aprile 2011, in *red. Giuffrè*. L'apertura a detto modo di intendere il sindacato di legittimità non può non essere ricondotto al precedente, più volte richiamato, del caso Monopoli (cfr. Cass., 28 aprile 1997, n. 3625, cit.) che, pur non esprimendosi in detti termini, conteneva già in nuce i presupposti per la declinazione del canone della diligenza anche alla luce della «conservazione del patrimonio sociale» quale «uno dei doveri principali facenti capo agli amministratori».

[120] Trib. Roma, 19 giugno 2017 cit., che, in maniera forse più incisiva della quasi contestuale pronuncia di legittimità citata nella nota precedente, si sofferma a considerare i «limiti» cui è soggetto il principio dell'insindacabilità nel merito: «1) la scelta di gestione è insindacabile solo se essa è stata legittimamente compiuta; 2) la scelta è insidacabile solo se non è irrazionale. Sotto il primo profilo, resta infatti valutabile la diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere così da non esporre l'impresa a perdite (dovere generale di accuratezza imposto a chi governa un'impresa). Sotto il secondo profilo è pur sempre necessario che le informazioni e le verifiche assunte abbiano indotto l'amministratore ad una decisione razionalmente inerente ad esse».

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

allora, quantomai fertile il terreno ed il piano già sufficientemente inclinato a che sia consentita una sistematica rimodulazione del sindacato giudiziale di legittimità delle scelte di gestione che sia porosa alle istanze di conservazione del patrimonio sociale senza, per questo, rinnegare le aspirazioni lucrative insite nella *causa societatis.*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

BIBLIOGRAFIA

AA. VV., *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice. Un'analisi comparatistica della* business judgment rule, a cura di C. Amatucci, Milano, 2014

A.B.A. COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, *Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion*, in 45 *Bus Law*., 1990, p. 2253

ABBADESSA P., *I prestiti ai soci: appunti sul tema,* in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, p. 83

ABBADESSA P., *L'assemblea: competenza, in Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 3, Torino, 1994, p. 19

ABBADESSA P., *Le disposizioni generali sulle società*, in *Trattato di diritto privato,* diretto da P. Rescigno, XVI, Torino, 1985

ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, 1975

ABETE L., *L'articolo 2476 c.c.: spunti e riflessioni,* in *Soc.,* 2012, p. 644

ABRIANI N., Corporate governance *e doveri di informazione nella crisi dell'impresa, in Crisi dell'impresa e ruolo dell'informazione*. Atti VIII incontro italo-spagnolo di diritto commerciale. Napoli, 25 settembre 2015, Milano, 2016, p. 257

ABRIANI N., *Finanziamenti «anomali» dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, p. 317

ABRIANI N., *Assetti proprietari, modelli di* governance *e operazioni straordinarie nelle società a partecipazione pubblica: profili di danno erariale?*, in *Riv. dir. impr*., 2009, p. 543

ABRIANI N., *Art. 2476,* in *Commentario alla s.r.l.,* diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Torino, 2006, p. 379

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

ADAMS E. S., MATHIESON J. H., *A Statutory Model for Corporate Concerns*, in 49 *Emory L. J.,* 2000, p. 1085

ADIUTORI A. R., *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, Milano, 2000

AGSTNER P., *Gli azzardi morali dei soci nelle s.r.l. in crisi*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *P. Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, 3, Torino, 2014, p. 2477

AIELLO M., *La responsabilità degli amministratori e dei soci delle s.r.l.*, Bologna, 2013

ALLEGRI V., *L'azione di responsabilità della società per azioni verso gli amministratori e le scelte del legislatore*, in *Riv. soc.*, 1971, p. 331

ALLEGRI V., *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979

ALLEN W. T., JACOBS J. B., STRINE JR L. E., *Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of Van Gorkom and its Progeny as a Standard of Review Problem,* in 96 *Nw. U. L. Rev*., 2002, p. 449

AMATUCCI C., *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e* business judgment rule, in *Giur. comm.*, 2016, p. 643

AMBROSINI S., *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, 16 ******, Torino, 2013, p. 139

AMBROSINI S., *Art. 2476*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 1586

AMBROSINI S., *La responsabilità degli amministratori nella nuova s.r.l.,* in *Soc.,* 2004, p. 293

AMBROSINI S., *L'amministrazione e i controlli nella società per azioni*, in *Giur. comm*., 2003, I, p. 308

ANGELICI, *Relazione di sintesi*, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di giurisprudenza commerciale*. Atti del Convegno Milano, 13-14 giugno 2014, Milano, 2015, p. 363

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

ANGELICI C., *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, p. 255

ANGELICI C., *I finanziamenti dei soci nel tempo e nello spazio*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, II, p. 92

ANGELICI C., *La società per azioni*, I, *Principi e problemi*, in *Tratt. dir. civ*., già diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni, e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012

ANGELICI C., *Interesse sociale e* business judgment rule, in *Riv. dir. comm*., 2012, p. 573

ANGELICI C., *La società per azioni e gli "altri",* in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, p. 45

ANGELICI C., *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, p. 1

ANGELICI C., *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc*., 2007, p. 1217

ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006

ANGELICI C., Diligentia quam in suis *e* business judgment rule, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 675

ANGELICI C., *Società per azioni e in accomandita per azioni*, in *Enc. Dir*., XLII, Milano, 1990, p. 977

ASCARELLI T., *In tema di conferimenti in natura*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, II, p. 486

ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società,* Bologna, 2004

ARCIDIACONO D., *I prestiti dei soci nelle società di capitali*, Torino, 2012

ARDIZZONE L., *Art. 2501-bis*, in *Trasformazione. Fusione. Scissione*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, p. 463

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

ARMOUR J., *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Company Law*, in 63 *Mod. L. Rev*., 2000, p. 355

ARMOUR J., HANSMANN H., KRAAKMAN R., PARGENDLER M., *What is Corporate Law?*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017, p. 1

ARMOUR J., HERTIG G., KANDA H., *Transaction with Creditors*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017, p. 109

ARMOUR J., MOKAL R., *Reforming the Governance of Corporate Rescue: The Enterprise Act 2002*, www.ssrn.com, 2004

ARROW K. J., *The Limit of Organitazion*, New York, 1974

ARSALIDOU D., *The Impact of Modern Influences in the Traditional Duties of Care, Skill and Diligence of Company Directors*, The Hague-London-Boston, 2001

AUDINO A., *Art. 2394*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, I, Padova, 2005, p. 843

BACCETTI N., *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 568

BACCETTI N., *Metodo tipologico e sottocapitalizzazione nominale nella società per azioni indipendenti*, in *Giur. comm*., 2016, I, p. 855

BACCETTI N., *Postergazione dei finanziamenti e tipi sociali*, in *Giur. comm*., 2012, p. 804

BACCETTI N., *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Milano, 2009

BACHNER T., *Creditor Protection in Private Companies. Anglo-German Perspectives for a European Legal Dicourse*, Cambridge, 2009

BACHNER T., *Wrongful Trading - A New European Model for Creditor Protection?*, in 5 *EBOR*, 2004, p. 293

BAINBRIDGE S. M., *The New Corporate Governance in Theory and Practice,* Oxford, 2008

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

BAINBRIDGE S. M., *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, in 119 *Harv. L. Rev*., 2006, p. 1735

BAINBRIDGE S. M., *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, in 97 *N.W. U. L. Rev*., 2003, p. 547

BAINBRIDGE S. M., *Corporation Law and Economics*, New York, 2002

BAINBRIDGE S. M., *In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green,* in 50 *Wash. & Lee L. Rev.,* 1993, p. 1423

BAINBRIDGE S. M., *Interpreting Nonshareholder Constituency Statues*, in 19 *Pepp. L. Rev*., 1992, p. 971

BAIRD D., RASMUSSEN R., *Private Debt and the Missing lever of Corporate Governance*, in 154 *U. Penn. L. Rew*., 154, 2006, 1209

BALOTTI R. F., HANKS J. J., *Rejudging the Business Judgment Rule,* in 48 *Bus. Law*., 1993, p. 1337

BALP G., *Questioni di tema di postergazione ex art. 2467 e 2497-quinquies* c.c., in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, p. 246

BALP G., *I finanziamenti dei soci «sostitutivi» del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 345

BALP G., *Sulla qualificazione dei finanziamenti dei soci ex art. 2467 c.c. e sull'ambito di applicazione della norma*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 5, p. 610

BALZARINI P., *Art. 2428-2429*, in *Obbligazioni, Bilancio*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006.

BALZARINI P., *Il bilancio di esercizio*, in *Le società di capitali. Il bilancio di esercizio e il bilancio consolidato*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. Bessone, XVII, Torino, 2002

BALZARINI P., *I nuovi orientamenti della Corte di Cassazione in tema di responsabilità degli amministratori*, in *Resp. civ. e prev*., 1999, p. 1326

BARASSI L., *La teoria generale delle obbligazioni*, II, Milano, 1964

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

BARCELLONA E., *Art.* 2351 co. 4, in *La società per azioni. Codice civile e norme complementari*, a cura di U. Tombari, V. Cariello, diretto da P. Abbadessa, G. B. Portale, Milano, 2016, p. 562

BARCELLONA E., *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e* «golden shares» *di s.p.a.*, in *Società, banche e crisi d'impresa.* Liber amicorum *P. Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, 1, Torino, 2014, p. 175

BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, 2012

BARCLAY M. J., SMITH C. W., *The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence*, in 12 JACF, 1999, p. 8

BARRETT R., *Directors' Duties to Creditors*, in 40 *Mod. L. Rev.*, 1977, p. 226

BARTALENA A., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 83

BARTALENA A., *I finanziamenti dei soci nella srl*, in *AGE*, 2003, p. 387

BARTALINI G.*, La responsabilità degli amministratori e dei direttori generali di società per azioni*, Torino, 2000.

BAXTER N. D., *Leverage, risk of ruin and the cost of capital,* in 22 *J. Fin*., 1967, p. 395

BAZZANA F., *I* covenants *nei contratti di debito*, Roma, 2007

BEBCHUCK L. A., *The Myth of Shareholder Franchise*, in 93 *Vir. L. Rev*., (2007), p. 675

BEBCHUCK L. A., *The Case for Increasing Shareholder Power*, in 118 *Harv. L. Rev*., 2005, p. 833

BEBCHUCK L. A., FRIED J. M., *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy,* in 82 *Corn L. Rev.,* 1997, p. 1279

BELVISO U., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle s.p.a.*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, XVII

BENAZZO P., *La «nuova» s.r.l. tra rivoluzione e continuità: il ruolo degli interpreti*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 647

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

BENAZZO P., *L'organizzazione nella nuova s.r.l. fra modelli legali e statutari*, in *Soc*., 2003, p. 1062

BERLE A. A. JR., *The Impact of the Corporation on the Classical Economic Theory*, in *Theories of Corporate Governance*, ed. by T. Clarke, New York, Routledge, 2004, p. 54

BERLE A. A. JR., *The 20th Century Capitalist Revolution*, New York, 1954

BERLE A. A. JR., MEANS G. C., *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966

BERLE A. A., MEANS G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1933

BERLE A. A., *Corporate Decision-Making and Social Control*, in 24 *Bus. Law*., 1968, p. 149

BERLE A. A., *Corporate Powers as Powers in Trust*, in 44 *Harv. L. Rev*., 1931, p. 1049

BERKAHN M., *Directors Duties To 'The Company' And To Creditors: Spies V The Queen,* in 6 *Deak. L. Rev*., 2001, p. 360

BERNARDI M., *Legittimità delle operazioni di* "leveraged buy-out", in *Dir. prat. soc*., 2003, p. 53

BERTOLOTTI A., *Riforma societaria e «perizia» degli amministratori nella gestione: un problema aperto?*, in *Giur. it*., 2004, p, 1899

BERTOLOTTI G., *Poteri e responsabilità nella gestione di società in crisi. Allerta, autofallimento e bancarotta*, Torino, 2017

BIANCA C. M., *Dell'inadempimento delle obbligazioni (art. 1218-1229)*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja, G. Branca, Bologna-Roma, 1979

BIANCA C. M., *Negligenza* (dir. priv.), in *Noviss. Dig*. It., XI, Torino, 1965, p. 190

BIANCHI L. A., *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa. Casi e questioni di diritto societario*, Milano, 2013

BLAIR M. M., *A Contractarian Defense of Corporate Philanthropy,* in 28 *Stetson L. Rev.,* 1998, p. 27

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

BLAIR M. M., *Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century,* Washington, 1995

BLAIR M. M., STOUT L. A., *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, in 79 *Wash. U. L. Q.*, 2001, p. 403

BLAIR M. M., STOUT L. A., *A Team Production Theory of Corporate Law*, in 85 *Vir. L. Rev.*, 1999, p. 247

BARTON N. E., BLOCK D. J., RADIN S. A., *The Business Judgment Rule. Fiduciary Duties of Corporate Governance Directors,* I, New York, 2009

BLUMBERG P. I., *Limited Liability and Corporate Groups,* in 11 *J. Corp. Law,* 1986, p. 573

BODELLINI M., *Ancora sui criteri di accertamento e di valutazione della condotta degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 1187

BONDIO L., *Del bisogno di rifondere le leggi sulle società commerciali, e delle garanzie di legge che potrebbero sostituire l'autorizzazione governativa delle società per azioni*, in *Politecnico*, XXIII, 1864, p. 95

BONELLI G., *Del fallimento*, in *Commento al codice di commercio*, III, Milano, 1938

BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013

BONELLI F., *Gli amministratori di società per azioni dopo la riforma*, Milano, 2004

BONELLI F., *Responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 620

BONELLI F., *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992

BONELLI F., *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. Colombo e G. Portale, 4, Torino, 1991, p. 323

BONELLI F., *Natura giuridica delle azioni di responsabilità contro gli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1982, II, 770

BONORA S., *La responsabilità del socio "gestore" di società a responsabilità limitata,* Milano, 2013

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

BOOTH R. A., *Limited Liability and the Efficient Allocation of Resources,* in 89 *Nw. U. L. Rev.,* 1994-1995, p. 140

BORGIOLI A., *L'amministrazione delegata*, Firenze, 1982

BORGIOLI A., *I direttori generali di società per azioni*, Milano, 1975

BORRELLA S., *Note in tema di concordato preventivo e azione di responsabilità dei creditori sociali verso gli amministratori*, in *Giur. comm*., 1993, II, 68

BORSARI L., *Codice di commercio del Regno d'Italia annotato*, I, Torino, 1868

BOZZA G., *Diligenza e responsabilità degli amministratori di società in crisi*, in *Fall*., 2014, p. 1097

BRANSON D. M., *Corporate Governance "Reform" and the New Corporate Social Responsibility,* in 62 *U. Pitt. L. Rev*., p. 2001, p. 605

BRIOLINI F., *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 64

BRUNER C. M., *The Enduring Ambivalence of Corporate Law,* in 59 *Ala. L. Rev.,* 2008, p. 1385

BUONOCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 5

BUSSOLETTI M., DE BIASI P., *Commento all'art. 2423-bis*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, p. 984

BUTA G. M., *Tutela dei creditori e responsabilità gestoria all'approssimarsi dell'insolvenza: prime riflessioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *P. Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, III, Torino, 2014, p. 2451

BRADLEY M., ROBERTS M. R., *The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants,* www.ssrn.com, 2004

BRANSON D. M., *Corporate Governance "Reform" and the New Corporate Social Responsibility*, in 62 *U. Pitt. L. Rev*., p. 2001, p. 605

BRATTON W. W., *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, in 7 *EBOR*, 2006, p. 39

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

BRATTON W. W., *Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring,* in 38 *Duke L. J.,* 1989, p. 92

BRESCIA MORRA C., *Finanziamento e partecipazione all'impresa. Profili evolutivi*, Napoli, 2008

BRIOLINI F., *Capitale sociale e metamorfosi della tutela dei creditori nel diritto societario più recente*, in *Banca borsa tit. cred*., 2016, p. 144

BRIOLINI F., *La responsabilità degli amministratori di s.r.l.,* in *Riv. dir. comm.,* 2008, I, p. 769

BRIZZI F., *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015

BRIZZI F., *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 1027

BUONOCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm*., 2006, I, p. 5

BUONOCORE V., *L'impresa,* in *Trattato di diritto commerciale,* diretto da V. Buonocore, Torino, 2002

CABRAS G., *La responsabilità per l'amministrazione delle società di capitali*, Torino, 2002

CABRAS G., *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Milano, 1978

CACCHI PESSANI S., *La tutela dei creditori nelle operazioni di* merger leveraged buy-out*: l'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Milano, 2007

CACCHI PESSANI S., *Art. 2503*, in *Trasformazione. Fusione. Scissione*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, p. 719

CACCHI PESSANI S., *La scissione come negozio produttivo di effetti traslativi e la fattispecie del trasferimento di azienda: appunti in margine a recenti interventi della giurisprudenza e della dottrina*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 1413

CACCHI PESSANI S., *Scissione di società e trasferimento d'azienda*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 1189

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

CALANDRA BUONAURA V., *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *P. Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, III, Torino, 2014, p. 2593

CALANDRA BUONAURA V., *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in Aa. Vv., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, p. 257

CALANDRA BUONAURA V., *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in Aa. Vv., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, p. 101

CALANDRA BUONAURA V., *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985

CAMPANA G., *La responsabilità civile degli amministratori delle società di capitali*, in *NGCC*, 2000, p. 215

CAMPOBASSO M., *La postergazione dei finanziamenti dei soci*, in *S.r.l, Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale*, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, p. 238

CAMPOBASSO M., *Finanziamento del socio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, p. 441

CAMPOBASSO M., *I finanziamenti dei soci*, Torino, 2004

CANDIAN C., *L'azione civile di responsabilità contro gli amministratori di società anonime*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 1933, I, p. 141

CAPOLINO O., *Art. 2411*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, II, Roma, 2011, p. 457

CARIELLO V., *Azioni a voto potenziato, «voti plurimi senza azioni» e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 164

CARNELUTTI F., *Sulla distinzione tra colpa contrattuale e colpa extracontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1912, II, p. 743

CARATOZZOLO M., *Commento agli artt. 2423, 2423-bis c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, II, Padova, 2011

CARATOZZOLO M., *I bilanci straordinari*, Milano, 2009

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

CARATOZZOLO M., *Il bilancio di esercizio*, Milano, 2006

CARRIÉRE P., *Il* leveraged financing *e il* project financing *alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 995

CARTER J., *The Rights of Other Corporate Constituencies*, in 22 *Mem. St. U. L. Rev.*, 1992, p. 491

CASSOTTANA M., *La responsabilità degli amministratori e dei sindaci nel fallimento della società*, in *Il fallimento*. *Trattato,* diretto da G. Ragusa Maggiore e C. Costa, Torino, 1997, p. 793

CASTIGLIONI M., *Brevi note in materia di insindacabilità degli amministratori e di onere della prova nell'azione sociale di responsabilità*, in *Resp. civ. prev*., 2012, p. 1206

CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 1997

CASTRONOVO C., *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contatto e torto*, in *Le ragioni del diritto: scritti in onore di L. Mengoni*, Milano, 1995, I, p. 148

CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione*, in *Enc. giur*., XXI, Roma, 1990, p. 1

CASTRONOVO C., *Le frontiere nobili della responsabilità civile*, in *Riv. crit. dir. priv*., 1989, p. 539

CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *Jus*, 1976, p. 123

CAVALIERE T., *Le cause di scioglimento*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, v. II, Padova, 2011, p. 1

CAVANNA M., *Artt. 2445-2447*, in *Il nuovo diritto societario*. *Commentario*, diretto da G. Cottino, e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, p. 1587

CENTONZE F., *La Suprema Corte di cassazione e la responsabilità omissiva degli amministratori non esecutivi dopo la riforma del diritto societario*, in *Cass. pen*., 2008, p. 109

CERRATO S. A., *Le operazioni di* leveraged buy-out, in *Le operazioni societarie straordinarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2011, p. 527

CETRA A., *L'impresa collettiva non societaria*, Torino, 2003

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

CHEFFINS B. R., *Company Law: Theory, Structure and Operation,* Oxford, 1997

CHIRONI G. P., *La colpa nel diritto civile odierno. Colpa extracontrattuale*, I, Torino, p. 1903

CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di* voice, Milano, 2004

CIERVO G., *Perdita del capitale sociale, responsabilità degli amministratori e quantificazione del danno risarcibile*, in *NDS*, 2011, p. 12

CINCOTTI C., Merger leveraged buy-out*, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento,* in *Riv. soc.,* 2011, p. 634

CINCOTTI C., NIEDDU ARRICA F., *La gestione del risanamento nelle procedure di concordato preventivo*, in *Giur. comm*., 2013, I, p. 1238

CIVERRA E., *Il finanziamento delle società di capitali*, Milano, 2013

COASE R.H., *The Nature of the Firm*, in 4 *Econ.*, 1937, p. 386

COLOMBO G. E., *I principi in tema di redazione del bilancio*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, III, 2007, p. 154

COLOMBO G. E., *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in *Banca borsa tit. cred*., 2004, p. 30

CONFORTI C., *La responsabilità civile degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2012

CORAPI D., *Gli statuti delle società per azioni*, Milano, 1971

CORDOPATRI M., *La* business judgment rule *in Italia e il privilegio amministrativo; recenti correttivi negli USA e in Europa*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 129

CORSI F., *Le nuove società di capitali*, Milano, 2003

CORSI F., *Il concetto di amministrazione nel diritto privato*, Milano, 1974

COSSU M., *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006

COSTI R., *Responsabilità sociale dell'impresa e diritto azionario italiano*, in *La responsabilità dell'impresa. Convegno per i trent'anni di Giurisprudenza commerciale*, Bologna, 8-9 ottobre 2004, Milano, 2006, p. 83

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

COSTI R., *Il fallimento del socio nella letteratura giuridica recente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1976, p. 708

COTTINO G., *Società per azioni*, in *Noviss. Dig. It.*, XVII, Torino, 1971, p. 570

COTTINO G., *Le società. Diritto commerciale*, v.1, t. 2, Padova, 1999

COTTINO G., *Diritto societario*, Padova, 2011

COURIR E., *Limiti alla responsabilità imprenditoriale e rischi di terzi,* Milano, 1997

CRESPI G. S., *Rethinking Corporate Fiduciary Duties: The Inefficiency of the Shareholder Primacy Norm*, in 55 *SMU L. Rev.*, 2002, p. 141

CUOMO P., *Controllo societario da credito e diritto della crisi. Il problema del* Sanierunsprivileg, in *Dir. banca mer. fin.*, 2014, p. 425

CUOMO P., *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013

DACCÒ A., *Il sindacato del giudice nei confronti degli atti gestori degli amministratori*, in *AGE*, 2003, p. 184

D'ALESSANDRO F., *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur. comm.*, 2001, p. 411

D'ALESSANDRO F., *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, p. 577

D'ALESSANDRO F., *La scissione delle società*, in *Riv. not.*, 1990, II, p. 880

D'ATTORRE G., *Le azioni di responsabilità nel concordato preventivo*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 15

D'ATTORRE G., *Il principio di uguaglianza tra i soci nelle società per azioni*, Milano, 2007

DALLOCCHIO M., *Finanza d'azienda. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Milano, 1995, rist. 2000

DALLOCCHIO M., SALVI A., *Finanza d'azienda*, Milano, 2011

DANIELS R., TRIANTIS G., *The role of Debt in Interactive Corporate Governance*, in *California Law Rev.*, 83, 1995, p. 1073.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

DAVIES P., *Director's Creditor-Regarding Duties in Respect of Trading Decisions Taken in the Vicinity of Insolvency*, in 7 *EBOR*, 2006, p. 301

DAVIES P., WORTHINGTON S., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2016

DAWSON F., *Acting in the Best Interests of the Company — For Whom are Directors "Trustees"?,* in 11 *N. Z. U. L. Rev.,* 1984, p. 68

DE CRESCIENZO U., *Art. 2394*, in *Codice commentato della s.p.a.,* diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, II, *, Torino, 2007, 813

DE FERRA G., *La postergazione del credito del socio finanziatore*, in *Giur. comm*., 2010, I, p. 187

DE GIOIA, *Inadempimento contrattuale e responsabilità risarcitoria degli amministratori*, in *Soc*., 2010, 1, p. 70

DE GREGORIO A., *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Codice di commercio commentato*, a cura di Bolaffio, Rocco e Vivante, Torino, 1938

DE GREGORIO A., *Corso di diritto commerciale: imprenditori-società*, Roma, 1954,

DE MARTINI A., *Azione di responsabilità contro amministratori di società durante e dopo il fallimento*, in *Giur. compl. Cass. civ*., 1947, III, p. 1164

DE NICOLA A., *Art.* 2392, in *Amministratori*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005

DE NICOLA A., *Art. 2394*, in *Amministratori*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005

DELLACASA M., *Dalla diligenza alla perizia come parametri per sindacare l'attività di gestione degli amministratori*, in *Contr. impr*., 1999, p. 209

DENOZZA F., *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un'analisi funzionale*, in *Riv. crit. dir. priv*., 2011, p. 379

DENOZZA F., *L'interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders. *In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Atti del convegno Milano, 9 ottobre 2009, Milano, 2010, p. 9

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

DENOZZA F., *Responsabilità dell'impresa e «contratto sociale». Una critica,* in AA. VV., *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi,* Omaggio a Piergaetano Marchetti, a cura di L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2010, p. 269

DENOZZA F., *Aggregazioni arbitrarie v. «tipi» protetti: la nozione di benessere del consumatore decostruita*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 1057

DENOZZA F., *Il capitale sociale tra efficienza economica ed equità distributiva,* in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive,* a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 563

DENOZZA F., *Different Policies for Corporate Creditor Protection*, in 7 *EBOR*, 2006, p. 409

DENOZZA F., *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società di capitali*, Milano, 1973

DI AMATO S., *L'azione di responsabilità ex art. 146 legge fallimentare alle soglie della riforma del diritto societario*, in *Dir. fall.*, 2003, I, p. 20

DI AMATO S., *Art. 2476,* in *Società a responsabilità limitata,* in *La riforma del diritto societario,* a cura di Lo Cascio, VIII, Milano, 2003, p. 197

DI AMATO S., *Le azioni di responsabilità nella nuova disciplina della società a responsabilità limitata,* in *Giur. comm.,* 2003, I, p. 286

DI CATALDO V., *Problemi nuovi in tema di responsabilità di amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione della minoranza*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 644

DI SABATO F., *Sui patrimoni dedicati nella riforma societaria*, in *Soc*., 2002, p. 665

DI SABATO F., *Le società*, Torino, 1999

DODD E. M., *For Whom are Corporate Managers Trustees?*, in 45 *Harv. L. Rev*., 1932, p. 1145

DWORKIN R., *I diritti presi sul serio*, Bologna, 1982

DWORKIN R., *Taking Rights Seriously*, Cambridge, 1978

EASTERBROOK F., FISCHEL D., *Limited Liability and the Corporation,* in 52 *U. Chi. L. Rev.,* 1985, p. 89

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

EASTERBROOK F., FISCHEL D., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London, 1991

EASTERBROOK F., FISCHEL D., *L'economia delle società per azioni,* (traduzione di M. Scalia, presentazione di R. Weigmann), Milano, 1996

EISENBERG M. A., *The Conception That the Corporation Is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm*, in 24 *J. Corp. L.*, 1999, p. 819

EISENBERG M. A., *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 617

EISENBERG M.A., *The Duty of Care of Corporate Directors and Officers*, in *U. Pitt. L. Rev.*, 1990, 51, p. 945.

ENRIQUES L., MACEY J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 78

ENRIQUES L., MACEY J., *Creditor Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell L. Rev.*, 2001, p. 1165

ESPOSITO C., *Poteri, obblighi e responsabilità degli amministratori, in Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, a cura di F. Fimmanò, Milano, 2011, p. 127

FABIANI M., *L'azione di responsabilità dei creditori sociali e le altre azioni sostitutive*, Milano, 2015

FABIANI M., *Le azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori di società in concordato preventivo*, in *Soc*. 2015, p. 612

FABIANI M., *Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 272

FALZEA A., *Brevi note sui caratteri differenziali fra società e associazione*, in *Giur. compl. Cass. civ.*, 1947, III, p. 987

FAMA F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in 88 J. *Pol. Econ.*, 1980, p. 288

FAUCEGLIA G., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Fall.*, 2003, p. 809

FENGHI F., *La riduzione del capitale*, Milano, 1974

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

FERRAN E., *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999

FERRARA F. JR, CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2001

FERRARINI G., *Controlli interni e strutture di governo societario*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, III, Torino, 2007, p. 5

FERRARINI G., *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 462 ss.

FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1996

FERRI G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da F. Vassalli, Torino,1987

FERRI G., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966

FERRI JR. G., *Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014

FERRI JR. G., *Garanzia patrimoniale e disciplina dell'impresa in crisi*, in Aa. Vv., *Diritto fallimentare. Manuale breve*, Milano, 2013, p. 29

FERRI JR. G., *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *RDS*, 2010, p. 26

FERRI JR. G., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not*., 2008, p. 741

FERRI JR G., *In tema di postergazione legale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 969

FERRI JR G., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv dir. comm*., 2003, I, p. 805

FERRI JR G., *L'amministrazione delegata nella riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 625

FERRI JR G., *La gestione della società in liquidazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 421

FERRO LUZZI P., *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori: profili di sistema,* in *Riv. dir. comm.,* 2006, I, p. 661

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

FERRO LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 673

FERRO LUZZI P., *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 121

FERRO LUZZI P., *I patrimoni «destinati» e i «gruppi» nella riforma societaria*, in *Riv. not.*, 2002, p. 273

FERRO LUZZI P., *I contratti associativi*, Milano, 1976

FIGÀ TALAMANCA G., NOVELLO R., *I finanziamenti dei soci nelle s.r.l.: «eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto» e «situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento»*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *P. Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, II, Milano, 2014, p. 1749

FIMMANÒ F., *Patrimoni destinati e tutela dei creditori nella società per azioni*, Milano, 2009

FIMMANÒ F., *Funzioni, forma ed effetti dell'opposizione alla fusione*, in *Soc*., 1998, p. 433

FIORENTINO A., *Gli organi della società di capitali*, Napoli, 1950

FISCHEL D. R., *The Economics of Lender Liability*, in 99 *Yale L. Rev*., 1989, p. 131

FISCON R., *Sull'esperibilità dell'azione di responsabilità di creditori contro gli amministratori nel concordato preventivo della società*, in *Giur. comm.*, 1989, II, p. 839

FORBES K. F., *Limited Liability and the Development of Business Corporation,* in 2 *J. Law Econ. & Org.,* 1986, p. 163

FORTUNATO S., *Nota introduttiva*, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 13-14 giugno 2014, Milano,2015, p. 249

FORTUNATO S., *Il controllo dei rischi: informativa di mercato e revisione contabile*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 1095

FRANZONI M., *L'illecito*, in *Trattato della responsabilità civile*, diretto da M. Franzoni, Milano, 2010

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

FRANZONI M., *Gli amministratori e i sindaci*, in *Le società. Trattato*, diretto da F. Galgano, Torino, 2002

FRANZONI M., *Le responsabilità civile degli amministratori delle società di capitali*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, XIX, Padova, 1994

FRANZONI M., *Gli amministratori e i sindaci*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da F. Galgano, Padova, 1984

FRÈ G., *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, V, Bologna-Roma, 1982

FRÉ G., *L'organo amministrativo nelle società anonime*, Roma, 1938

FREEDMAN J., *Limited Liability: Large Company Theory and Small Firms,* in 63 *Mod. L. Rev.,* 2000, p. 317

FREEMAN R. E., HARRISON J. S., WICKS A. C., PARMAR B. L., DE COLLE S., *Stakeholder Theory. The State of the Art,* Cambridge-New York, 2010

GABRIELLI E., *La quantificazione del danno nell'azioni di responsabilità verso amministratori e sindaci della società fallita*, in *Riv. dir. priv*., 2004, p. 6

GAGLIANO A., *Gli amministratori delle società anonime nel diritto e nella giurisprudenza*, Palermo, 1904

GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, vol. XXIX, Padova, 2003

GALGANO F., *Diritto commerciale. L'imprenditore,* Bologna, 1991

GALGANO F., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano, Padova, VII, 1984

GALGANO F., *L'imprenditore*, Bologna, 1970

GALGANO F., *Delle associazioni non riconosciute e dei comitati*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna, 1967

GALLETTI D., *L'insorgere della crisi e il dovere essere nel diritto societario. Obblighi di comportamento degli organi sociali in caso di insolvenza*, in www.ilfallimentarista.it, 27 settembre 2012

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

GALLETTI D., Leveraged buy out e*d interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, in *Giur. comm*., 2008, I, p. 433

GALLETTI D., *La ripartizione del rischio di insolvenza. Il diritto fallimentare tra diritto ed economia*, Bologna, 2006

GALGANO F., *Degli amministratori di società personali*, Padova, 1963

GAMBINO A., *Il principio di correttezza nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1987

GHEZZI F., *I «doveri fiduciari» degli amministratori nei* «Principles of Corporate Givernance», in *Riv. soc.*, 1996, p. 465

GIANNELLI A., *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013

GIANNELLI A., *Art. 2412*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, p. 85

GIANNELLI G., *Disciplina del capitale, organizzazione del patrimonio, finanziamento della società e tutela dei creditori*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *P. Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, I, Torino, 2014, p. 479

GIANNELLI G., *Art. 2447-bis ss*., in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 1210

GIANNELLI G., Covenants *finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 609

GIANNELLI G., *Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 163

GILSON S. C., VETSUYPENS M. R., *Creditor Control in Financially Distressed Firms: Empirical Evidence*, in 72 *Wash. U. L. Rev.*, 1994, p. 1005

GIORDANO A., *Impresa sociale e scopo di lucro*, in *Studi in onore di Betti*, Milano, 1962, V, p. 175

GLIOZZI E., *Gli atti estranei all'oggetto sociale nelle società per azioni*, Milano, 1970

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

GREENWOOD D.J.H., *Fictional Shareholders: For Whom Are Corporate Managers Trustees, Revisited*, in 69 *S. Cal. L. Rev*., 1996, p. 1021

GUACCERO A., *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli Usa*, Milano, 2007

GUERRERA F., *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi, in Principio capitalistico.* Quo vadis?, a cura di F. Briolini, Torino, 2016, p. 195

GUERRERA F., *Azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto: profili di invalidità delle delibere per conflitto d'interessi e abuso di maggioranza*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, p. 43

GUERRERA F., *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004

GUERRERA F., *Art. 2445*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, p. 1194

GUERRERA F., *Insolvenza della società e responsabilità gestoria*, in *Dir. fall*., 1997, p. 1140

GUERRERA F., *Illecito e responsabilità nelle organizzazioni collettive*, Milano, 1991

GUERRIERI G., *La responsabilità dell'amministratore nell'impresa in crisi*, in *NLCC*, 2016, p. 572.

GUIZZI G., *Responsabilità degli amministratori e insolvenza: spunti per una comparazione tra esperienza giuridica italiana e spagnola*, in *Riv. dir. impr.*, 2010, p. 227

GUIZZI G., *Patrimoni separati e gruppi di società (articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto)*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 639

GUIZZI G., *L'art. 146 l. fall. nel sistema delle azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori delle società. Un falso problema?*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, p. 937

HALE K., *Corporate Law and Stakeholders: Moving Beyond Stakeholder Statutes*, in 45 *Ariz. L. Rew*., 2003, p. 823

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

HALPERN P., TREBILCOCK M., TURNBULL S., *An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law,* in 30 *U. Tor. L. J.,*1980, p. 117

HANDSCHIN L., *Corporate Risks, Risk Bearing Ability and Equity*, in 22 *EBLR*, 2011, p. 189

HANKS JR. J., *Playing with Fire: Nonshareholder Costituency Statutes in the 1990s*, in 21 *Stetson L. Rew*.,1991, p. 97

HERTIG G., KANDA H., *Creditor Protection,* in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach,* Oxfrod, 2009, p. 71

HICKS A., *Directors' Liabilities for Management Errors*, in 110 *Law Q. Rev*., 1994, p. 390

HINSEY J., *Business Judgment and the American Law Institute's Corporate Governance Project: the Rule, the Doctrine, and the Reality,* in 52 *Georg. Wash. L. Rew.*, 1983-1984, p. 609

HIRT H. C., *The Wrongful Trading Remedy in UK Law: Classification, Application and Practical Significance*, in 1 *ECFR*, 2004, p. 71

INZITARI B., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Soc*., 2003, p. 296

IOZZO F., *Sulla decorrenza del termine di prescrizione dell'azione ex art. 2394 c.c.-146 l. fall.*, in *Giur. comm.*, 2004, II, p. 53

IRELAND P., *Limited Liability, Shareholder Rights and the Problem of Corporate Irresponsibility*, in 34 *Camb. J. Econ*., 2010, p. 837

IRELAND P., *Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth*, in 68 Mod. L. Rev., 2005, p. 49

IRELAND P., *Property and Contract in Contemporary Corporate Theory* , in 23 *Oxford J. Leg. Stud*., 2003, p. 453

IRRERA M., *L'obbligo di corretta amministrazione e gli assetti adeguati*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2009, p. 549

IRRERA M., *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

IRTI N., *Rilevanza giuridica,* in *Nov.mo Dig. It.,* XV, Torino, 1976

IUDICA G., *Sulla responsabilità di amministratori di s.p.a. per transazioni concluse con debitori sociali*, in *Giur. comm.*, 1983, I, p. 606

JAEGER P. G., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm*., 2000, I, p. 795

JAEGER P. G., *La responsabilità degli amministratori e dei sindaci nelle procedure concorsuali: una valutazione critica*, in *Giur. comm*., 1988, I, p. 548.

JAEGER P. G., *L'interesse sociale*, Milano, 1963.

JENSEN M.C., MECKLING W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in 3 *J. Fin. Econ*., 1976, p. 305

JOHNSON L. P. Q., *The Unnecessary Business Judgment Rule,* 2013, in http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/07/10/the-unnecessary-business-judgment-rule/

JOHNSON L. P. Q., *Corporate Officers and the Business Judgment Rule,* in 60 *Bus. Law*., 2005, p. 439

JOHNSON L. P. Q., *The Modest Business Judgment Rule,*in 55 *Bus. Law*., 1999-2000, p. 625

KAHNEMAN D., SLOVIC P., FISCHHOFF A., *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases,* New York, 1982

KANDA H., *Debtholders and Equityholders,* in 21 *J. Leg. Stud.,* 1992, p. 431

KEAY A., *Directors' Duties*, Bristol, 2014

KEAY A., *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, Oxon-New York, 2013

KEAY A., *Company Directors' Responsibilities to Creditors*, Londond, New York, 2007

KEAY A., *Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach,* in 29 *Sid. L. Rev.,* 2007, p. 577

KEAY A., *Wrongful trading and the liability of company directors: a theoretical*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

perspective, in 25 *Leg. Stud.*, 2005, p. 431

KEAY A., *Formulating a Framework for Directors' Duties to Ceditors: an Entity Maximisation Approach*, in 64 *Cambr. Law J.*, 2005, p. 614

KEAY A., *A Theoretical Analysis of the Directors' Duty to Consider Creditor Interests: The Progressive School's Approach*, in 4 *JCLS*, 2004, p. 307

KEAY A., *Directors' Duties to Creditors: Contractarian Concerns Relating to Efficiency and Over-Protection of Creditors*, in 66 *Mod. L. Rev.*, 2003, p. 665

KEAY A., *Directors Taking into Account Creditors' Interests*, in *Co. Law.*, 2003, p. 300

KEAY A., *The Duty of Directors to take Account of Creditors' Interests: Has it Any Role to Play,* in *J.B.L.*, 2002, p. 379

KEAY A., *The Directors' Duty to Take into Account the Interests of Company Creditors: When Is It Triggered?,* in 25 *Melb. U. L. Rev.*, 2001, p. 315

KERSHAW D., *Company Law in Context Text and Materials*, Oxford, 2012

KUHNER C., *The Future of Creditor Protection through Capital Maintenance Rules in European Company Law,* in 1 *ECFR*, 2006, p. 341

KUTUFÀ I., *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum *A. Piras*, Torino, 2010, p. 710

LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 491

LAMANDINI M., *I patrimoni «destinati» nell'esperienza societaria. Prime note sul d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 490

LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, p. 519

LAMANDINI M., *Il «controllo». Nozioni e tipo nella legislazione economica*, Milano, 1995

LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

LANDERS J. M., *A Unified Approach to Parent, Subsidiary, and Affiliate Questions in Bankruptcy,* in 42 *U. Chi. L. Rev.,* 1975, p. 589

LEE I. B., *Efficiency and Ethics in the Debate About Shareholder Primacy,* in 31 *Del. J. Corp. L.,* 2006, p. 533

LENZI R., *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in *Riv. not*., 2003, I, p. 543

LIBERTINI M., ANGELICI C., *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, p. 1

LIBERTINI M., *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *ODC*, 2013, p. 1

LIBERTINI M., *Clausole generali, norme di principio, norme a contenuto indeterminato. Una proposta di distinzione*, in *Riv. crit. dir. priv*., 2011, p. 345

LIBONATI B., *Creditori sociali e responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum *G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, III, Torino, 2006, 621

LIBONATI B., *I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, p. 1

LIN L., *Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, in 46 *Vand. L. Rev*., 1993, p. 1485 ss.

LOCORATOLO S., *Postergazione dei crediti e fallimento*, Milano, 2010

LOFFREDO E., *Economicità e impresa,* Torino, 1999

LOLLI A., *Situazione finanziaria e responsabilità nella governance di s.p.a.*, Milano, 2009

LONGHINI P., *I regimi di responsabilità nei sistemi di corporate governance in Italia e USA*, Milano, 2012

LORDI L., *L'azione di responsabilità contro amministratori di società anonima*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, I, p. 422

LUCIANO A., *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

LUONI S., *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitale*, Bologna-Roma, 2010

MACEY J. R., *Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Non-shareholder Constituencies From a Theory of the Firm Perspective*, in 84 *Corn. L. Rev*., 1999, p. 1266

MACEY J. R., *An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties,* in *21 Stetson L. Rev.,* 1991, p. 23

MACKENZIE A.L., *A Company Director's Obligations of Care and Skill*, in *J. Bus. L.,* 1982, p. 461

MAFFEI ALBERTI A., *Art. 2447-bis-Art. 2447-decies c.c*., in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, II, p. 1676

MALGUZZI A., *La disciplina del* leveraged buy-out *dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dott. comm*., 2005, p. 1035

MANASCO DIONNE A., *Living in the Edge: Fiduciary Duties, Business Judgment and Expensive Uncertainty in the Zone of Insolvency*, in 13 *Stan. J. L. Bus. & Fin*., 2007, p. 188

MANES P., *Sui patrimoni destinati ad uno specifico affare nella riforma del diritto societario*, in *Contr. impr*., 2003, p. 181

MANGANO R., *La responsabilità degli amministratori di s.r.l. – Dalla diligenza del mandatario alla ragionevolezza delle scelte gestionali*, Milano, 2011

MANNING B., HANKS JR. J.J., *Legal Capital,* 1990

MARASÀ G., *Le «società» senza scopo di lucro*, Milano, 1984

MARCHETTI C., *La* Nexus of Contracts Theory. *Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000

MARCHETTI P., *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a*., in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario,* Atti del Convegno di studi (Padova-Abano Terme, 5-7 giugno 2003), a cura di G. Cian, Padova, 2004, p. 469

MARCORA G., *L'azione civile di responsabilità contro gli amministratori di società anonime*, Milano, 1931

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

MARIANI F., *Questioni in tema di concordato preventivo*, in *Giur. It.*, 1970, I, p. 288

MAROCCHI M., *Sull'attualità della correlazione potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. impr.*, 2014, p. 221

MAUGERI M., *Sottocapitalizzazione della s.r.l. e "ragionevolezza" del finanziamento soci*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, p. 169

MAUGERI M., *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, p. 1

MAUGERI M., *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *ODC*, 2014

MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010, p.1

MAUGERI M., *Sul regime concorsuale dei finanziamenti soci*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 805

MAUGERI M., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 133

MAUGERI M., *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005

MAZZINI F., *Rischio d'impresa, diligenza e responsabilità degli amministratori di banca*, Milano, 1996.

MAZZONI A., *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in Aa. Vv., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, in Liber amicorum *A. Piras*, Torino, 2010, p. 813 ss.

MAZZONI A., *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *Le società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 511

MELI V., *La responsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Torino, 2007, p. 665

MELONCELLI F., *Azione di responsabilità spettante dai creditori sociali e prescrizione*, in *Giur. comm.*, 2006, 5, p. 691

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

MENGONI L., *Responsabilità contrattuale* (diritto vigente), in *Enc. dir*., XXXIX, Milano, 1988, p. 1072

MENGONI L., *Obbligazioni «di risultato» e obbligazioni «di mezzi» (studio critico)*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, I, p. 185, 280, 305,366, 383

MEZZANOTTE E., *Graduazione del rischio d'impresa e finanziamenti concessi a società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm*., 2011, I, p. 60

MIGLIACCIO G., *Squilibri e crisi nelle determinazioni quantitative d'azienda. Il contributo della dottrina italiana*, Milano, 2012

MIGNOLI e NOBILI, *Amministratori (di società),* in *Enc. dir.,* II, Milano, 1958

MILLER M. H., *The Modigliani – Miller proposition after thirty years*, in 2 *J. Econ. Perspectives*, 1988, p. 99

MILLER M. H., Debt and taxes, in 32 J. Fin., 1976, p. 261

MIOLA M., *Riduzione e perdita del capitale di società in crisi: l'art. 182 sexies l. fall. – Parte pirma: La sospensione delle regole sulla riduzione del capitale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, p. 171

MIOLA M., *Riduzione e perdita del capitale di società in crisi: l'art. 182 sexies l. fall. – Parte seconda: Profili applicativi e sistematici*, in *Riv. dir. civ*., 2014, p. 409

MIOLA M., *Profili del finanziamento dell'impresa in crisi tra finalità di risanamento e doveri gestori*, in *Riv. dir. civ*., 2014, p. 1079

MIOLA M., *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 237

MIOLA M., *I doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Vicende dell'impresa e tutela dei lavoratori nella crisi dell'Alitalia*, a cura di Santoni, Napoli, 2011, p. 125

MIOLA M., *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011

MIOLA M., *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, 2007, p. 363

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

MIOLA M., *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle societa di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1199

MIOLA M., *I conferimenti in natura, in Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 1***, Torino, 2004,

MINERVINI G., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956

MITCHELL L., A *Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes*, in 70 *Tex. L. Rev*., 1992, p. 579

MODIGLIANI F., MILLER M. H., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, in *A. Econ. Rev*., 1963, p. 433

MODIGLIANI F., MILLER M. H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *A. Econ. Rev*., 1958, p. 261

MOKAL R., *An Agency Cost Analysis of the Wrongful Trading Provisions: Redistribution, Perverse Incentives, and the Creditors' Bargain'*, in 59 *Cam. L. J*., 2000, p. 335

MONTAGNANI C., *Profili attuali della riduzione del capitale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1993, II, p. 1

MONTAGNANI C., *Note in tema di riduzione del capitale*, in *Riv. not*., 1991, II, p. 770

MONTALENTI P., *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017

MONTALENTI P., *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo: prime considerazioni*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, p. 30

MONTALENTI P., *Nuove clausole generali nel diritto commerciale tra* civil law *e* common law, in *ODCC*, 2015, p. 133

MONTALENTI P., *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 U. Tombari, Torino, 2014, p. 35

MONTALENTI P., *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc*., 2011, IV, p. 820

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

MONTALENTI P., *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Torino, 2006, p. 835

MONTALENTI P., *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. IV, t. II, Padova, 2004

MONTALENTI P., *Art. 2381 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, I, Bologna, 2004, p. 678

MONTALENTI P., *Art. 2501-bis*, in *Il nuovo diritto societario*. *Commentario* diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, p. 2314

MONTALENTI P., Il leveraged buyout *nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm*., 2004, I, p. 791

MONTALENTI P., *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm*., 2003, I, p. 422.

MONTALENTI P., Leveraged buy out*: una sentenza chiarificatrice*, in *Giur. it*., 1999, p. 2106

MONTALENTI P., *Il* leveraged buyout, Milano, 1991

MONTEVERDE A., *Le decisioni gestorie dei soci nelle società lucrative,* Milano, 2013

MORI V., *Società anonima. Amministrazione*, I, Torino, 1987

MOSSA L., *Trattato del nuovo diritto commerciale*, IV, *Società per azioni*, Padova, 1957

MOZZARELLI M., Business Covenants *e governo della società finanziata*, Milano, 2013

MOZZARELLI M., *Responsabilità degli amministratori e tutela dei creditori nella S.r.l.*, Torino, 2007

MUCCIARONE G., *L'opposizione alla fusione, Interesse sociale, ragioni dei creditori, sana e prudente gestione della banca*, Milano, 2014.

MÜLBERT P. O., BIRKE M., *Legal Capital – Is There a Case against the European Legal Capital Rules?,* in 3 *EBOR,* 2002, p. 695

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

MÜLBERT P. O., *A Synthetic View of Different Concepts of Creditor Protection, or: A High-Level Framework for Corporate Creditor Protection*, in 7 *EBOR*, 2006, p. 357

MUNARI A., *Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione*, Milano, 2012

NAPOLEONI V., *Responsabilità degli amministratori verso i creditori sociali*, in *Soc*., 1993, 793

NAPOLEONI V., *Azione ex art. 2394 c.c. contro gli amministratori nel concordato preventivo*, in *Fall*., 1992, 1146

NAVARRINI U., *Delle società e delle associazioni commerciali*, in *Commentario al Codice di commercio*, Milano, 1924

NAVARRINI U., *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, IV, Milano, 1920

NICCOLINI G., Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 7***, Torino, 1997, p. 247 ss.

NICCOLINI G., *Note minime in tema di giudice territorialmente competente a pronunciarsi sulla opposizione dei creditori alla delibera di fusione*, in *Foro it*., 1991, I, c. 1800

NICOLÒ R., *Artt. 2900-2969*, in *Commentario al codice civile*, a cura di A. Scialoja, G. Branca, Bologna-Roma, 1953

NIEDDU ARRICA F., *I principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale nella prospettiva della tutela dei creditori*, Torino, 2017

NIEDDU ARRICA F., *Finanziamento e sostenibilità dell'indebitamento dell'impresa in crisi*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 808

NIGRO A., *"Principio" di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a*., in *Giur. comm*., 2013, I, p. 457

NIGRO A., *La responsabilità degi amminsitratori nel fallimento delle società,* in RDS, 2008, p. 758

NIGRO A., *Le società per azioni nelle procedure concorsuali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 9, **, Torino, 1993, p. 209

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

NOBILI R., *Problemi in tema di riduzione del capitale*, in Aa Vv., *Aumenti e riduzioni di capitale*, Milano, 1984, p. 103

NOBILI R., SPOLIDORO M. S., *La riduzione di capitale*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale , 6*, Torino, 1993, p. 197

NOTARI M., GIANNELLI A., *Art. 2346, comma 6*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, p. 52

NOTARI M., *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un «canone fondamentalissimo» o una regola suppletiva?*, in *ODCC*, 2016, p. 379

NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa tit. cred*., 2003, I, p. 542

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipati*vi, in Aa. Vv., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Milano, 2003, p. 46

OPPO G., *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004

OPPO G., *Realtà giuridica globale dell'impresa nell'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. civ.,* 1976, I, p. 595

OPPO G., *Note preliminari sulla commercialità dell'impresa*, in *Riv. dir. civ.,* 1967, I, p. 561

OPPO G., *L'essenza della società cooperativa*, in *Riv. dir. civ*., 1959, I, p. 385

ORIANI R., *L'opposizione dei creditori della società alla fusione nel quadro dei mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale*, Milano, 2011

ORTS E., *Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes*, in 61 *Georg. Wash. L. Rev*., 1993, p. 14

OSTI G., *Sull'azione dei creditori e dei terzi contro gli amministratori di società per azioni*, in *Riv. trim. dir. proc. civ*., 1955, p. 802

PACIELLO A., *La funzione normativa del capitale sociale*, in *RDS*, 2010, p. 2

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

PACIELLO A., *Art. 2486*, in *La riforma delle società: commentario del d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, v. III, Torino, 2003, p. 246

PACILEO F., *Continuità e solvenza nella crisi di impresa*, Milano, 2017

PACILEO F., *Doveri informativi e libertà di impresa nella gestione di una s.p.a. in "fase crepuscolare"*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, p. 69

PAGNI I., *Crisi societarie ed intervento del giudice tra revoca dell'amministratore, azioni di responsabilità e forme di tutela dei creditori*, in *Scritti in onore di C. Punzi*, II, Torino, 2008, p. 207

PALMIERI M., *I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 293

PALMIERI M., *I* bond covenants, in *BIS*, 2006, p. 247

PANZANI L., *L'azione di responsabilità ed il coinvolgimento del gruppo di imprese dopo la riforma*, in *Soc*., 2002, p. 1477

PASQUARIELLO C., *Gestione e riorganizzazione dell'impresa nel fallimento*, Milano, 2010

PASQUARIELLO F., *Le azioni risarcitorie per lesione aquiliana del credito contro l'amministratore di società fallita: una nuova lettura, anche nella prospettiva dell'imminente riforma del diritto (societario) della crisi d'impresa*, in *Banca borsa tit. cred*., 2016, II, p. 345

PASQUARIELLO F., *Art. 2476,* in *Il nuovo diritto delle società,* a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, p. 1972

PATRIARCA S., *Art. 2410 c.c.,* in *Le società per azioni. Commentario*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, a cura di M. Capobasso, V. Cariello, U. Tombari, I, Milano, 2016, p. 2045.

PATRONI GRIFFI U., *I* covenants *finanziari*. *Note introduttive*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p. 601

PATTI S., *L'interpretazione delle clausole generali*, in *Riv. dir. civ*., 2013, p. 263

PENNISI R., *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di* covenants *finanziari*, in *Riv. dir. soc*., 2009, III, p. 627

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

PERUZZO G. G., Business judgment rule *e responsbilità degli amministratori di s.p.a.*, Roma, 2016

PESCATORE G., *La funzione di garanzia dei patrimoni destinati*, Milano, 2008

PESCE A., *Amministrazione e delega di potere amministrativo nella società per azioni*, Milano, 1969

PICARDI L., *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013

PICCIAU A., *Il divieto di nuove operazioni nella fase di liquidazione della società*, in *Studi in onore di G. Cottino*, v. I., Padova, 1997, p. 863

PICONE G., Il leveraged buy out *nella riforma del diritto societario*, in *Contr. impr., 2003*, p. 1391

PIEPOLI G., *Profili civilistici dei* covenants, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, p. 498

PINARDI M., *Le opposizioni dei creditori nel nuovo diritto societario*, Milano, 2006

PINTO V, *La tutela risarcitoria dell'azionista fra «danno diretto» e «danno riflesso»,* Pisa, 2012

PINTO V., *Art. 2476, Gli atti di disposizione dell'azione di responsabilità,* in *S.r.l. Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale,* a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, p. 686

PINTO V., *Illecito del terzo, danno riflesso e legittimazione dell'azionista,* in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, p. 138

PINTO V., *La responsabilità degli amministratori per « danno diretto » agli azionisti,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *G. F. Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 2, Torino, 2006, p. 893

PISANI L., *Il controllo dei creditori*, in *Principio capitalistico*. Quo vadis?, a cura di F. Briolini, Torino, 2016, p. 275

PISANI L., *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, I, Torino, 2006, p. 785

PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1273

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

PISCITELLO P., *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e* business judgment rule, in *Riv. soc.*, 2012, p. 1167

POLI S., *Il pegno di azioni*, Milano, 2000

POMELLI A., *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 525

PORTALE G. B., *Lezioni pisane di diritto commerciale*, a cura di F. Barachini, Pisa, 2014

PORTALE G. B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, vol. 1**, Torino, 2004, p. 1

PORTALE G. B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 3

PORTALE G. B., *Tra sottocapitalizzazione «nominale» e sottocapitalizzazione «materiale» nelle società di capitali,* in *Banca borsa tit. cred.*, 1986, p. 201

PORTALE G. B., *I conferimenti in natura nelle società per azioni*, Milano, 1970

PORTALE G. E., *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, p. 33

PORTALE G. B., *I «beni» iscrivibili nel bilancio di esercizio e la tutela dei creditori nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1969, p. 242

PORZIO M., *"... allo scopo di dividerne gli utili",* in *Giur. comm.,* 2014, p. 661

PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 1993, 3**, p. 3

PREITE D., *L'"abuso" della regola della maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni,* Milano, 1992

PREITE D., *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988

PRENTICE D. D., *Creditors' Interests and Director's Duties,* in 10 *Ox. J. L. Stud.,* 1990, p. 265

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

PRESTIPINO M., *Diritto al rimborso e postergazione nella disciplina dei finanziamenti dei soci*, Milano, 2015

PRESTIPINO M., *Finanziamenti dei soci nella s.r.l.: i presupposti di applicazione dell'art. 2467 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2012, II, p. 126

QUATRARO B., PICONE L., *La responsabilità di amministratori, sindaci, direttori generali e liquidatori di società*, Milano, 1998, 721.

RACUGNO G., *Il rendiconto finanziario secondo secondo le nuove norme sul bilancio d'esercizio, con una postilla sui flussi finanziari dei derivati*, in *Giur. comm*., 2016, I, p. 270

RACUGNO G., *La tutela dei creditori nella s.r.l*., in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano 13-14 giugno 2014, Milano, 2015, p. 277

RACUGNO G., *Politiche di bilancio, criteri di ragionevolezza e doveri di trasparenza*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 732

RACUGNO G., *Venir meno della continuità aziendale e adempimenti pubblicitari*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, I, Bari, 2011, p. 153

RACUGNO G., *In tema di rendiconto finanziario*, in *Giur. comm*., 2006, I, p. 730

RAGUSA MAGGIORE G., *La responsabilità individuale degli amministratori*, Milano, 1969

RAGUSA MAGGIORE G., *Concordato preventivo e responsabilità degli amministratori ex art. 2394 c.c.*, in *Dir. fall*., 1990, II, 1169

RAGUSA MAGGIORE G., *La causa del contratto di società. La causa del contratto in generale*, in *Dir. fall*., 1959, I, p. 13

RATHENAU W., *La realtà delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 918

RATHENAU W., *L'economia nuova*, Bari, 1922

RATHENAU W., *In Days to Come,* London, 1921, (trad. ing. di ID. *Von Kommenden Dingen*, S. Fischer, Verlag, Berlin, 1918)

REBOA M., *Le operazioni di* leveraged buy out *e l'art. 2501 bis c.c.: prime considerazoni*, in *Riv. dott. comm*., 2003, p. 1203

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

RENZI A., VAGNANI G., *Fabbisogno finanziario, equilibrio e redditività*, Milano, 2016

RESCIGNO M., *Il probelma dell'azione dei creditori,* in *S.r.l. Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale,* a cura di A. A. Dolmetta, G. Presti, Milano, 2011, p. 707

RESCIGNO M., *Rapporti e interferenze far riforma societaria e fallimentare,* in *Il nuovo diritto fallimentare,* Commentario diretto da A. Jorio, II, 2007, Bologna, p. 2120

RESCIGNO M., *Eterogestione e responsabilità nella riforma societaria fra aperture ed incertezze: una prima riflessione,* in *Soc.,* 2003, p. 331

RESCIGNO M., *Soci e responsabilità nella nuova s.r.l.,* in *AGE,* 2003, p. 297

RESCIGNO P., *Obblighi negoziali al di là del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, II, p. 73

RIBSTEIN L. E., ALCES K. A., *Directors' Duties in Failing Firms*, in 1 *J. Bus. & Tech. L.*, 2007, p. 529

RIMINI E., *Quorum assembleari e voto multiplo in assemblea*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, p. 84

RIMINI E., *La responsabilità nei confronti dei soci e dei terz direttamente danneggiati,* in *S.r.l. Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale,*Milano, 2011, p. 699

RIMINI E., *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione,* equity kickers *e* restrictive covenants, in *Giur. comm*., 2008, I, p. 1065

RIVOLTA G. C. M., *La società per azioni e l'esercizio di piccole e medie imprese*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 629

RIVOLTA G. C. M., *I regimi di amministrazione nella società a responsabilità limitata*, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, II, Torino, 2007, p. 517

RIVOLTA G. C. M., *La teoria giuridica dell'impresa e gli studi di Giorgio Oppo*, in *Riv. dir. civ.,* 1987, I, p. 210

ROCCO A., *Studi della teoria generale del fallimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1910, I, p. 669 ss.

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

ROE M., *The Shareholder Wealth maximisation Norm and Industrial Organisation*, in 149 *U.P.A. L. Rev.,* 2001, p. 2063

RORDORF R., *Azione di responsabilità, concordato preventivo e amministrazione controllata*, in *Soc*., 1995, 748

ROSSI A., *La gestione dell'impresa nella crisi "atipica"*, in *ilcaso.it*, 14 ottobre 2015

ROSSI A., *Il valore dell'organizzazione nell'esercizio provvisorio dell'impresa*, Milano, 2013

ROSSI A., *Gli interessi nel comitato dei creditori*, in *Fall*., 2010, p. 1121

ROSSI A., *Responsabilità degli amministratori verso la società per azioni*, in *La responsabilità di amministratori, sindaci e revisori contabili*, a cura di S. Ambrosini, Milano, 2007, p. 1.

ROSSI A., *Art. 2486*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, v. III, p. 2181

ROSSI A., *Art. 2491*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, vol. III, p. 2260

ROSSI S., *Deformalizzazione delle funzioni gestorie e perimetro della responsabilità da gestione nella s.r.l.,* in *Giur. comm.,* 2004, I, p. 1060

RUSSO R., *Concorso dell'azione aquiliana con la contrattuale nel contratto di trasporto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ*., 1950, p. 962

SACCHI R., *Tutela dei creditori nella s.p.a.: l'alternativa fra la conservazione di una rule che non è più tale e l'introduzione di uno standard che esiste già*, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di giurisprudenza commerciale*, Atti del Convegno Milano, 13-14 giugno 2014, Milano, 2015, p. 255

SACCHI R., *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014, p. 107

SACCHI R., *Interesse Sociale nelle operazioni straordinarie*, in Aa. Vv., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano*, 2010, p. 135

SACCHI R., *Capitale sociale e tutela dei fornitori di* equity *e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi*

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

contabili internazionali, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità, prospettive*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, 2007, 2, p. 1125

SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not*., 2014, p. 921

SALAFIA V., *La riforma del diritto societario dalla bozza Mirone alla legge delega*, in *Soc*., 2001, p. 1293

SALAFIA V., *L'esercizio dell'azione di responsabilità sociale contro gli amministratori*, in *Soc*., 2001, 1191

SALAFIA V., *Considerazioni in tema di responsabilità degli amministratori verso le società e verso i creditori sociali*, in *Giust. civ*., 1999, I, p. 82

SALAFIA V., *La fusione delle società commerciali. Introduzione*, in *Soc*., 1986, p.

SALAMONE L., *Funzione del captale e funzionamento del netto nella società a responsabilità limitata, oggi*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, p. 14

SALANITRO N., *Responsabilità degli amministratori durante il fallimento della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1962, p. 767

SALVATO L., *Profili della disciplina della responsabilità degli amministratori della s.r.l.,* in *Soc.,* 2009, p. 705

SALVATO L., *Responsabilità civile degli amministratori per violazione del dovere di diligenza*, in *Soc*., 2001, p. 14

SALVATO L., *Discrezionalità degli amministratori e controllo giudiziario*, in *Soc*., 1997, p. 1415

SAMBUCCI L., *Art. 2394*, in *Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, 2004, Napoli, II, p. 698.

SAMENGO A., *Sulla responsabilità degli amministratori verso i creditori*, in *Giur. mer.*, 1990, I, p. 1032

SANDULLI M., *Azione di responsabilità e di revoca verso gli amministratori di s.r.l.,* in *Soc.,* 2005, p. 482

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

SANDULLI M., *Commento all'art. 2392*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, t. 1, Torino, 2003, p. 470

SANGIOVANNI V., *Indebitamento, acquisizione e fusione: il* merger leveraged buy out, in *Soc*., 2010, p. 959

SANTAGATA R., *Patrimoni destinati e azioni revocatorie (tra diritto attuale e prospettive di riforma)*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, p. 295

SANTAGATA R., *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, 7**, diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 2004

SANTOSUOSSO D. U., Covenants *finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, in *RDS*, 2009, p. 639

SARALE M., Art. 2412-2413, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 2, p. 1261

SCANO A., Debt covenants *e governo delle società per azioni solventi: il problema della* lender governance, in *NDS*, 2011, p. 14

SCANO A., *I finanziamenti dei soci nella s.r.l. e l'art. 2467 c.c.*; in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 879

SCARPA D., *Dinamicità e congruità del patrimonio destinato ad uno specifico affare*, in *Soc*., 2010, p. 39

SCHUMPETER J. A., *Teoria dello sviluppo economico,* Firenze, 1977

SCHWARCZ S., *Rethinking a Corporations' Obligation to Creditors*, in 17 *Cardozo L. Rew.*, 1996, p. 647

SCIMEMI E., *La vendita del voto. Nelle società per azioni*, Milano, 2003

SCIUTO M., SPADA P., *Il tipo delle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 1*, Torino, 1994, p. 3

SCOGNAMILGIO G., *Fusione e scissione di società: lo schema di legge di attuazione delle direttive Cee*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, p. 112

SCOTTI CAMUZZI S., *Note sull'importazione nel diritto italiano, dal diritto statunitense, della* «business judgment rule», in *Foro pad*., 2015, I, p. 467

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

SEMEGHINI D., *Il dibattito statunitense sulla* "business judgment rule": *spunti per una rivisitazione del tema*, in *Riv. dir. soc*., 2013, p. 206

SEMINARA L., *Il patrimonio nella società per azioni tra funzioni e responsabilità*, Tesi di dottorato in Diritto dell'impresa, ciclo XXVI, Università Commerciale L. Bocconi, Milano, 15 gennaio 2015, reperibile su www.dpsd.unimi.it

SERAFINI S., *Responsabilità degli amministratori e interessi protetti*, Milano, 2013

SERAFINI S., *L'azione sociale di responsabilità e la responsabilità verso i creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 4, p. 849

SERAFINI S., *I doveri degli amministratori di società di capitali in presenza di una crisi economica*, in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, a cura di A. Sarcina, J. A. García Cruces, Bari, 2010, p. 313

SHARFMAN B. S., TOLL S. J., *A Team Production Approach to Corporate Law and Board Composition,* in 103 *Nw. U. L. Rev. Colloquy,* 2009, p. 380

SHERWIN E., *Creditors' Rights Against Participants in a Leverage Buyout*, in 72 *Minn. L. Rev*., 1988, p. 449

SICLARI D., *Le società* benefit *nell'ordinamento italiano*, in *Riv. trim. dir. econ*., 2016, I, p. 38

SILVESTRINI A., *Responsabilità degli amministratori nella s.p.a. e nella s.r.l. dopo la riforma societaria*, in *Soc*., 2004, p. 681

SIMONETTO E., *La riduzione del capitale esuberante*, in *Riv. soc.*, 1966, p. 428

SMITH T. A., *The Efficient Norm for Corporate Law: a Neotraditional Interpretation of Fiduciary Duty*, in 98 *Mich. L. Rev.*,1999-2000, p. 214

SOPRANO E., *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, II, Torino, 1934

SOPRANO E., *Della responsabilità civile e penale degli amministratori di società per azioni*, Torino, 1910

SOTTORIVA C., *La redazione del bilancio di esercizio secondo il D. Lgs. 139/2015 e secondo i principi contabili nazionali*, Milano, 2015

SPADA P., *Un numero che detta regole*, in *Riv. not*., 2014, p. 437

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

SPADA P., *Diritto commerciale, I, Parte generale. Storia, Lessico e Istituti*, Padova, 2009

SPADA P., *Azioni e Strumenti finanziari*, in *Studi e Materiali del Consiglio Nazionale del Notariato*, 2004, suppl. n. 2, p. 22

SPADA P., *L'impresa*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.,* IV, Torino, 1990

SPIOTTA M., *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, Milano, 2017

SPIOTTA M., *Amministratori*, in *Assemblea e amministratori*, a cura di G. Cavalli, A. Bertolotti, M. Spiotta, Torino, 2013, p. 411

SPIOTTA M., *Commento all'art. 2392*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, I, Bologna, 2004, p. 762

SPOLIDORO M. S., *Bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS e capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 1139

SPOLIDORO M. S., *Interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*. *In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, p. 179

SPOLIDORO M. S., *Legalismo e tutela dei diritti:* Leveraged buy out *e* Leveraged cash out *nel nuovo diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 1035

SPOLIDORO M. S., *Fusioni pericolose* (merger leveraged buy out), in *Riv. soc.*, 2004, p. 256.

SPOLIDORO M. S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Dir. banca merc. fin*., 2003, p. 205

SPOLIDORO M. S., *Incorporazione della controllante nella controllata e* «leveraged buy out», in *Soc*., 2000, p. 81

SPRINGER J. D., *Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears*, in *Ann. Surv. Am. L.*, 1999, p. 85

SRAFFA A., *Compromessi e società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1912, 371

SRAFFA A., *Il fallimento delle società commerciali*, Firenze, 1897

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

STAGNO D'ALCONTRES A., *Art. 2346*, in *Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, 2004, Napoli, I, p. 251

STANGHELLINI L., *Directors' Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A reassessment of the "Recapitalize or Liquidate Rule",* in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, a cura di P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino, 2011, p. 733

STANGHELLINI L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Bologna, 2007

STANGHELLINI L., *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi,* in *Riv. soc.,* 2004, p. 1041

STANGHELLINI L., *Società a responsabilità limitata e procedure concorsuali,* in *AGE,* 2003, p. 421

STELLA RICHTER JR M., "*Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci*, Milano, 1996

STOUT L. A., *Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford*, in 3 *Vir. L. & Bus. Rev.*, 2008, p. 164

STOUT L. A., *The Mythical Benefits of Shareholder Control*, in 93 *Vir. L. Rev.*, 2007, p. 789

STRAMPELLI G., *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 605

STRAMPELLI G., *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, 2009

STRAMPELLI G., *Le riserve da* fair value*: profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e la natura del patrimonio netto*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 234

STRINE L. E., *Towards a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Lucien's Solution for Improving Corporate America*, in 119 *Harv. L. Rev.*, 2006, p. 1759

SUCCI G., Dies a quo *per la prescrizione dell'azione di responsabilità spettante ai creditori sociali*, in *Soc.*, 2004, 2, p. 221

TALLIA F., *Il dovere di diligenza e la* Business Judgment Rule, in *NDS*, 2013, p. 15

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

TAMBURINI M., *Art. 2501-bis*, in *Il nuovo diritto delle società: commento sistematico al D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, v. IV, p. 2519

TANTINI G., *Il capitale è esuberante ... perché è esuberane*, in *Giur. comm.*, 1978, II, p. 731

TANTINI G., *Riflessioni in tema di riduzione del capitale per esuberanza (e di oggetto sociale),* in *Giur. comm.*, 1977, II, p. 72

TANTINI G., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, Padova, 1973

TAURINI S., *Responsabilità degli amministratori verso i creditori sociali*, in *Soc.*, 1993, 788

TERRUSI F., *I patrimoni delle società per azioni destinati ad uno specifico affare: analisi della disciplina e verifica degli effetti*, in *Giust. civ.*, 2005, II, p. 105

TETI R., *La responsabilità degli amministratori di s.r.l.,* in *Il nuovo diritto delle società di capitali.* Liber amicorum *G. F. Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, III, Torino, 2006, p. 633

TINA A., *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008

TOMBARI U., *Le azioni a voto plurimo*, in *Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, a cura di U. Tombari, Torino, 2016, p. 27

TOMBARI U., *Principi e problemi di diritto societario della crisi*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 1138

TOMBARI U., *La responsabilità dei soci,* in *S.r.l. Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale,* a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, p. 717

TOMBARI U., "*Apporti spontanei" e "prestiti" dei soci nelle società di capitali,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, I, Torino, 2006, p. 553

TOMBARI U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 143

TREBILCOCK M. J., *The Liability of Company Directors for Negligence*, 32 *Mod. L. Rev.*, 1969, p. 510

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

TRONCI L., *Distribuzioni di utili e riserve. Profili patrimoniali e finanziari,* Milano, 2017

TRONCI L., *Perdita della continuità aziendale e strategie di risanamento*, in *Giur. comm*., 2013, I, p. 1269

TUNG F., *Gap Filling in the Zone of Insolvency*, in 1 *J. Bus. & Tech. L*., 2007, p. 607

TUNG F., *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance,* in 57 *UCLA L. Rev.,* 2009, p. 115

UNGARI P., *I precedenti storici del vigente diritto delle società per azioni*, in *Ricerca sulle società commerciali, Linee evolutive della legislazione italiana e ordinamenti stranieri*, a cura del Segretariato Generale della Camera dei Deputati, Roma, 1968

VALSAN R. D., YAHYA M. A., *Shareholders, Creditors and Directors' Fiduciary duties: a Law and Finance Approach*, in 2 *Vir. L. & Bus. Rev*., 2007, p. 1

VALZER A., *La gestione interinale dell'impresa nelle società per azioni (art. 2386, 5° co., c.c.)*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *P. Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, II, Torino, 2014, p. 1149

VALZER A., *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012

VASSALLI F., *La prevenzione delle crisi di impresa: bilancio attuale nella legislazione italiana, proposta de* iure condendo. *Primi appunti*, in *Giur. comm.*, 2011, II, 283

VASSALLI F., *Commento all'art. 2394*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da d'Alessandro, Padova, 2011, p. 141

VASSALLI F., *Commento all'art. 2392*, in *Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, vol. II, Napoli, 2004, p. 676

VASSALLI F., *Sottocapitalizzazione della società e finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. impr*., 2004, p. 265

VASSALLI F., *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, p. 23

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

VASSALLI F., *Responsabilità d'impresa e potere di amministrazione nelle società personali*, Milano, 1973

VATTERMOLI D., *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, 2012

VERRUCOLI P., *La società cooperativa*, Milano, 1958

VIDIRI G., *Sul termine prescrizionale dell'azione ex art. 2394 c.c. e sulla responsabilità degli amministratori (e dei sindaci) per danni all'integrità del patrimonio sociale*, in *Giust. civ*., 1998, p. 3119

VISENTINI G., *La diligenza come criterio di responsabilità dell'amministratore*, in *Principi civilistici nella riforma del diritto societario,* Atti del Convegno Imperia 26-27 settembre 2003, a cura di V. Afferni e G. Visintini, Milano, 2005, p. 99

VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1928

WALLMAN S., *The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties'*, in 21 *Stet. L. Rev*., 1991, p. 163

WALTERS A., *Directors' Duties: the Impact of the Company Directors Disqualification Act 1986*, in 21 *Co. Law*., 2000, 21, p. 110.

WALTERS A., *Directors' Duties of Care, Skill and Diligence – Case Comment*, in *Co. Law*., 1999, p. 142.

WEIGMANN R., *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974

WEINER J. L., *The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of Corporation*, in 64 *Colum. L. Rev.*, 1964, p. 1458

WISHART D., *Models and Theories of Directors' Duties to Creditors',* in 14 *New Zel. U. L. Rev.,* 1991, p. 323

WORTHINGTON S., *Directors' Duties, Creditors' Rights and Shareholder Intervention,* in 18 *Mel. U. L. Rev.,* 1991, p. 121

YORK R. J., *Visages of Janus: the Heavy Burden of Other Constituency Anti-takeover Statutes on Shareholders and the Efficient Market for Corporate Control*, in 38 *Willamette L. Rev.,* 2002, p. 187

ZAMPERETTI G. M., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.

ZANARDO A., *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nelle società per azioni*, Padova, 2010

ZANARDO A., *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per* mala gestio *ai soci cogestori: luci e ombre della disposizione dell'art. 2476, comma 7, cod. civ.,* in *Riv. soc.,* 2009, p. 498

ZANARONE G., *Della società a responsabilità limitata*, in *Codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger e diretto da F. D. Busnelli, Milano, 2010

ZANARONE G., *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *G. F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, I, Torino, 2006, p. 55

ZANARONE G., *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 58

ZOPPINI A., *Emersione 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, p. 49

Tesi di dottorato "La conservazione del patrimonio sociale nella gestione della S.p.a."
di MUSARDO MARIA GIULIA
discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2018
La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore(Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).
Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.