

La responsabilità degli organi sociali tra tradizione e riforma del diritto della crisi d'impresa. Un'interpretazione aziendalistica

*Alessandro Danovi**, *Serena Maurutto***

Ricevuto 20/09/2021 – Accettato 08/11/2021

Sommario

La responsabilità degli organi di governance, nel contesto delle procedure concorsuali, ha visto nel tempo alterne interpretazioni. Il presente contributo propone una razionalizzazione in chiave aziendalistica per evitare il rischio di riconoscere una natura inopportuna oggettiva alla fattispecie.

Nesso di causalità e misurazione del danno vengono riletti con la lente delle teorie manageriali e della creazione di valore, in modo da ottenere una valutazione più oggettiva che funga da giusto equilibrio tra tendenze eccessivamente garantiste e approcci inopportuna deterministici. Il superamento di tale determinismo si perfeziona con la proposta di un metodo di stima del danno liquidabile, che si sostiene proprio sulla logica decrementale della misurazione del valore distrutto, in luogo di quella meramente contabile del profitto.

Nell'attuale contesto di riforma del diritto della crisi, soprattutto alla luce del dovere di agire in prevenzione come disposto dal novellato art. 2086 c.c., non si può prescindere da una valutazione di ciascun atto di gestione, nel contesto specifico dell'azienda in cui esso è compiuto superando approcci pericolosamente generalisti.

Parole chiave: procedure concorsuali, stima responsabilità amministratori, valutazione d'azienda, legge fallimentare, business judgement rule, early warning

* Università degli Studi di Bergamo, Dipartimento di Scienze Economiche.
alessandro.danovi@unibg.it

** Università degli Studi di Bergamo, Dipartimento di Scienze Economiche.
serena.maurutto@guest.unibg.it

Abstract

Directors' Liability and the Reform of the Italian Insolvency Law: A business approach

In insolvency proceedings the liability of the governance bodies, has often been victim of attempts that have tried to confine it within narrow boundaries of strict liability. The paper proposes a rationalization of the frequent and different reinterpretation (*vexata quaestio*) with the help of business sciences.

In this sense, causality and damage measurement are reread with the lens of managerial theories and mainly the creation of value theory. The goal is to achieve a more objective assessment as a balance between excessively guaranteeing trends and inappropriately deterministic approaches. The overcoming of this determinism is perfected with the proposal of a new method of estimating the damage, supported on the decremental logic of the measurement of destroyed value.

In the current context of reform of the law of the crisis, especially in light of the duty of early acting in accordance with the provisions of the new art. 2086 of the Italian Civil Code, a precise assessment of each management act cannot be ignored, in the specific context of the company in which it is carried out, thus overcoming an approach that would remain dangerously generalist.

Key words: insolvency proceedings, directors' liability valuation, corporate valuation, insolvency law, business judgement rule, early warning

1. Introduzione

Nel contesto concorsuale delle crisi aziendali la responsabilità degli organi di governo rappresenta una fattispecie spesso vittima di reinterpretazioni. Tanto il nesso di causalità tra la condotta degli amministratori e il danno, quanto la determinazione di quest'ultimo hanno subito nel tempo diversi interventi che, fatta eccezione per brevi periodi in cui la giurisprudenza ha cercato di razionalizzarne i profili, sembrano evocare una responsabilità di natura oggettiva.

Prima del nuovo Codice della Crisi d'Impresa (d.lgs. 14/2019), la pronuncia della cassazione n. 9100 del 6 maggio 2015¹ aveva fatto chiarezza sui criteri per determinare la misura del danno² nell'azione di responsabilità promossa dal curatore in applicazione dell'art. 146 l.f. Le Sezioni Unite avevano affermato che

¹ Si veda Bassi *et al.* (2015) con commenti di Bassi, Cabras, Cian, Fortunato, Galletti, Jorio, Montalenti, Racugno, Sacchi.

² Considerato l'approccio aziendalistico del presente contributo, si rinvia per i necessari approfondimenti giuridici alla copiosa letteratura. In particolare, cfr. Ambrosini, 2007, 293 ss.; Ambrosini, Aiello, 2010, 953 ss.; Bonelli, 1992, 187 ss.; Conforti, 2003, 161; Gaffuri, 1995, 1153; Guglielmucci, 1986, 1067; Jaeger, 1988, 548 ss.; Jorio, 1986, 18; Mambriani, 2012; Patti, 1996, 220; Panzani, 1989, 980; Penta, 2006, 670 ss.; Rordorf, 1993, 618; Salafia, 1187 ss.; Zamperetti, 2009, 569 ss.

pur gravi violazioni di obblighi specifici non avrebbero di per sé potuto costituire elemento sufficiente per determinare il danno risarcibile in termini di differenza tra passivo e attivo patrimoniale³, ma che tale parametro avrebbe potuto essere trattato unicamente quale criterio residuale da adoperarsi in sede di liquidazione equitativa, secondo quanto disposto dall'art. 1226 c.c.⁴.

Il principio della causalità concreta e il principio della rilevanza dell'inadempimento venivano quindi eletti a criteri necessari, richiedendo la dimostrazione del sinallagma tra inadempimento e danno per procedere al computo del quantum da risarcire. Si trattava di una manifesta presa d'atto dell'insufficienza del criterio del differenziale tra passivo e attivo che, pur presentando vantaggi di semplicità, non consentiva una ricostruzione corretta dell'eziologia di un evento che doveva concretamente (e non in via presuntiva) innestarsi sulla condotta illecita addebitata agli organi gestori.

Anche alla luce delle novità normative, la delicatezza della questione emerge dal rischio, da un lato, di una valutazione a posteriori degli organi giudiziali su aspetti gestionali che dovrebbero essere sindacati solo in presenza di illeciti e, dall'altro, di attribuire comunque una responsabilità oggettiva agli amministratori nelle situazioni di crisi, seguendo un orientamento presente anche nella dottrina aziendalistica fino agli anni '90 del secolo scorso⁵ e che pare trovare nuova

³ Questo criterio era stato oggetto di applicazione estensiva da parte della giurisprudenza tanto da far parlare di «*dead man walking*» con riferimento agli organi sociali, potenzialmente destinatari dell'azione. Così Santangelo, 2006, 9.

⁴ Nel caso deciso dalle Sezioni Unite, l'amministratore unico di una società fallita era stato chiamato in giudizio per aver distratto beni della società, omissis la tenuta dei libri sociali, per non avere predisposto i bilanci degli esercizi 1994 e 1995 né presentato le relative dichiarazioni fiscali. La sentenza di primo grado, confermata in appello, aveva condannato l'amministratore al risarcimento dei danni liquidati in base al differenziale tra attivo e passivo, sulla premessa dell'impossibilità di superare la «presunzione ex art. 2729 c.c. della sussistenza di nesso di causalità tra il disavanzo stesso e la violazione degli obblighi di tenuta delle scritture contabili che non consenta la ricostruzione dei fatti».

Le Sezioni Unite hanno affrontato i temi del nesso di causalità tra condotta illecita ed evento dannoso ed il criterio di liquidazione, assumendo che «l'inadempimento rilevante nell'ambito delle azioni di responsabilità da risarcimento del danno nelle obbligazioni cosiddette di comportamento non è qualunque inadempimento, ma solo quello che costituisca causa (o concausa) efficiente del danno» e, riprendendo una precedente pronuncia (Cass., Sez. Unite, n. 577 del 2008) hanno confermato che «l'allegazione del creditore non può attenersi ad un inadempimento, qualunque esso sia, ma ad un inadempimento per così dire qualificato, e cioè astrattamente efficiente alla produzione del danno».

⁵ L'approccio in questione ha rappresentato la prospettiva di interpretazione dominante nella letteratura aziendalistica fino all'inizio dell'ultima decade del secolo scorso. Si leggano, tra gli altri Coda, 1983. In tal senso anche Sciarelli, 1995, 16. Ancora più incisivo Viganò, 1978, 883. Nell'ambito dell'ampia letteratura che ha adottato questo approccio, si sono identificati anche diversi tipi di comportamenti specifici del management considerati cause generatrici della crisi, che sono sintetizzati in Migliori, 2013, 37. Sull'argomento si leggano anche Argenti, 1976; Bi-beault, 1999; Candelo, 2005; Guatri, 1985; Sharma-Kensen, 2000; Zito, 1999.

linfa nel Codice della Crisi. In questo senso la pronuncia del maggio 2015 segnava un significativo passo verso il ripristino del rispetto della *business judgement rule*⁶ riconosciuta sul piano internazionale.

Di converso l'estensore della riforma del diritto della crisi ha compiuto delle scelte che rappresentano un ritorno al passato e che paiono vanificare gli sforzi compiuti dalla giurisprudenza nel tracciare i confini di un'interpretazione della responsabilità astrattamente punitiva. Il Codice della Crisi, infatti, integra l'art. 2486 c.c. con una previsione della modalità di computo del danno su due livelli. Il primo introduce un principio di applicazione generale su base presuntiva, laddove non sia fornita prova di un diverso ammontare, con ricorso al metodo della liquidazione in termini di differenza tra i netti patrimoniali. Il secondo, di utilizzo residuale, prevede che in caso di mancanza, irregolarità delle scritture contabili o di sussistenza di altre cause che impediscano la ricostruzione dei netti patrimoniali, il danno debba essere liquidato quale differenza tra gli attivi e i passivi emersi nella procedura.

Se a ciò si aggiunge il riformato art. 2086 c.c., da cui si ricava la responsabilità della governance per la mancata introduzione di adeguati assetti di gestione contabili, organizzativi e amministrativi, e lo si colloca nell'ambito della disciplina dei sistemi di preallerta, c.d. *early warnings*, è inequivocabile l'estensione della responsabilità di gestione anche in fase preventiva⁷. La norma, infatti, viene espressamente richiamata sia all'art. 2380-*bis* c.c., con riferimento all'amministrazione delle società per azioni, sia all'art. 2475 c.c., relativo all'amministrazione delle società a responsabilità limitata. In tale contesto gli obblighi degli amministratori delle società di capitali si sono arricchiti di contenuti non facilmente circoscrivibili. Anche l'aggettivo "adeguato" appare complesso e rischia di rinviare ad un giudizio necessariamente *ex post*, quando la crisi è emersa e l'assetto adottato si è rivelato inadeguato alla tempestiva rilevazione e al suo superamento⁸.

⁶ Secondo la *business judgement rule*, creata in seno alla giurisprudenza statunitense, le attività degli organi di gestione non sono sottoponibili a critica fino a che non venga data prova del loro compimento in violazione della *duty of care*. Su di esse, di conseguenza, il tribunale è tenuto a svolgere un controllo procedurale al fine di accertare se l'operatività sia stata svolta nel rispetto della diligenza necessaria e sottesa all'incarico ricoperto. Cfr. anche Calderan, 2009, 1.

⁷ Merita menzione il recente orientamento della Cassazione (Cass. Civ. sent. 18/09/2020, n. 19556), così come i coevi interventi del Tribunale Roma (Sez. spec. in materia di imprese, Sent., 24/09/2020 e Tribunale di Roma, 8/04/2020). Pur se limitata alla responsabilità degli amministratori privi di deleghe, la pronuncia, nel solco di precedenti sentenze (Cass. 24851/2019) indica i doveri della governance, quali antecedenti causali delle responsabilità del dissesto, e ribadisce la necessità che la responsabilità sia riconducibile nell'alveo di un'interpretazione di idoneità concreta degli atti, commissivi od omissivi.

⁸ La funzionalità degli assetti adeguati alla tempestiva emersione dello stato di crisi, peraltro, trova conferma nel meccanismo delle misure premiali previste dall'art. 25 del Codice

Inoltre, considerato che in giurisprudenza e dottrina si è soliti distinguere tra obblighi degli amministratori aventi un contenuto specifico e precisamente determinato dalla legge o dall'atto costitutivo e obblighi generali di amministrare con diligenza e senza conflitti di interesse, la variabilità dei contenuti e dell'estensione che l'adeguatezza degli assetti gestionali può assumere, rende incerta e discussa la collocazione del dovere di istituire adeguati assetti tra i doveri generici ovvero tra quelli specifici⁹.

Nondimeno, con una recente pronuncia del maggio 2021, interviene sul tema la Suprema Corte¹⁰ nuovamente discostandosi dall'approccio normativo della riforma e sancendo l'insufficienza della mancata o irregolare tenuta delle scritture contabili a far scattare il metodo della differenza tra passivo e attivo patrimoniali per la determinazione del danno. Ciò, sottolineano i giudici di legittimità, nemmeno se la responsabilità della irregolarità è imputabile all'amministratore convenuto.

Allo scopo di fornire un contributo allo scioglimento dell'intricato groviglio di contenuti normativi e giurisprudenziali, di seguito si propone una rilettura del tema attraverso la lente delle scienze aziendalistiche, cui ineluttabilmente il tema della governance e del management d'impresa si devono riconnettere.

L'articolazione del lavoro è quindi la seguente.

Il paragrafo 2 propone un superamento dei criteri tradizionalmente usati per passare a una prospettiva di misurazione del valore. L'idea di fondo è che la misurazione del danno debba avvenire attraverso un percorso a stadi successivi, in cui la definizione del legame eziologico tra condotta degli amministratori e danno possono essere meglio identificati al netto dei fattori di disturbo e dalla multicausalità con il supporto dell'economia industriale e aziendale.

della crisi d'impresa e dell'insolvenza, in quanto il godimento di tali misure è subordinata alla iniziativa tempestiva dell'organo amministrativo (che a sua volta dipende – o dovrebbe – dall'effettiva idoneità degli assetti).

⁹ L'orientamento prevalente può far ritenere che il dovere di istituire adeguati assetti rientri tra quelli generici (ovvero, di dovere specifico a "contenuto aperto") con il forte il dubbio che il sindacato sull'agire degli amministratori si risolva in una sorta di automatismo tra verificarsi dell'insolvenza e inadeguatezza dell'assetto e, da questa, la conseguente responsabilità.

¹⁰ Si legga Cass. Civ. Ord. 17/05/202, n. 13220, in cui, con richiamo espresso della cassazione del 2015, il metodo della differenza del passivo e dell'attivo patrimoniali viene ricondotto entro i limiti dell'utilizzo in via residuale e soltanto laddove l'inadempimento dell'amministratore possa essere astrattamente riconosciuto quale astrattamente idoneo a cagionare il danno lamentato: «una correlazione tra le condotte dell'organo amministrativo e il pregiudizio patrimoniale dato dall'intero deficit della società fallita può prospettarsi soltanto per quelle violazioni del dovere di diligenza nella gestione dell'impresa così generalizzate da far pensare che proprio in ragione di esse l'intero patrimonio sia stato eroso [...] o comunque per quei comportamenti che possano configurarsi come la causa stessa del dissesto sfociato nell'insolvenza».

Il paragrafo 3 ripercorrendo le moderne teorie finanziarie mostra come la misurazione del danno può essere più obiettivamente espressa sostituendo al concetto di profitto quello, scientificamente più evoluto, di valore. Una simile prospettiva propone il superamento delle logiche di osservazione meramente contabili e l'approdo ad un sistema di valutazione ibrido, che pone nelle mani dell'interprete strumenti presi dalle teorie e dalle tecniche economiche e di valutazione d'azienda.

Il paragrafo 4 sintetizza le conclusioni indicando come una valutazione più coerente con l'ottica del valore e della variazione del capitale economico consente di tenere in considerazione gli eventi che rappresentano i singoli o concorrenti antecedenti causali al dissesto e consentono di misurare il danno prodotto dagli organi sociali con metodologie più obiettive.

2. Dalla prospettiva di liquidazione del danno alla misurazione del valore distrutto

Si è detto come le recenti pronunce delle Sezioni Unite e di alcuni tribunali abbiano cercato di comporre il disallineamento giurisprudenziale rispetto a condizioni e limiti dell'utilizzo del criterio del deficit fallimentare, in particolare, superando il problema dell'imputabilità oggettiva e introducendo i principi della causalità materiale e della rilevanza dell'inadempimento.

Essendo, tuttavia, ad oggi scarsi gli interventi dottrinali che si pongono come obiettivo la definizione degli aspetti tecnici del processo di liquidazione del danno risarcibile, si cercherà qui sinteticamente di ipotizzare un percorso razionale che, partendo dall'identificazione dell'effettivo nesso di causalità, consenta di giungere all'utilizzo di un metodo di valutazione del danno coerente con lo specifico contesto in cui si è determinato, tenuto conto dell'intervenuto fallimento¹¹.

Va comunque ricordata la necessità di non passare da un sistema che rischiava di attribuire agli amministratori responsabilità anche per perdite che

¹¹ Va anche considerato che le casistiche più frequenti in ambito di azione di responsabilità del curatore riguardano irregolarità delle scritture contabili e perdite del capitale sociale, cui non siano conseguiti gli opportuni provvedimenti. Relativamente a questi contesti la giurisprudenza è intervenuta più frequentemente, adottando criteri di determinazione di maggior rigore, culminati con i principi affermati nella già citata sentenza SS. UU. n. 9100 del 6 maggio 2015. Di fatto si è dato atto che lo sbilanciamento patrimoniale della società insolvente è spesso l'effetto di una molteplicità di cause che non possono essere attribuite aprioristicamente alla condotta degli amministratori. Perciò, essendo indispensabile individuare e quantificare il danno imputabile alle specifiche condotte illegittime, ricorrendo all'ausilio di consulenti tecnici, il principio fondamentale risulta quello di causalità, in base al quale gli amministratori sono chiamati a rispondere unicamente dei danni che siano conseguenza immediata e diretta dei loro comportamenti inadempienti.

non hanno contribuito a causare, ad un altro troppo garantista, con conseguenze di segno opposto e perciò ugualmente inique.

Considerata la complessità di un'efficace circoscrizione degli effetti dell'attività illecita, nell'ambito della gestione societaria, si ritiene che una equilibrata ricostruzione non possa che avvenire attraverso un percorso a stadi:

1. Premessa essenziale alla valutazione, è l'individuazione del periodo di imputazione temporale della responsabilità a partire dal momento determinante, anche per distinguere l'operato degli amministratori susseguiti nel tempo. Va rintracciato prima il momento in cui si è manifestata l'eventuale causa terza o primigenia, poi quello al quale si imputa la condotta illecita dei vertici aziendali e, infine, la data in cui è intervenuta la dichiarazione di fallimento;
2. Ciò posto, va esperito il tentativo di ricostruzione della situazione patrimoniale nel momento precedente la commissione dell'illecito, in modo da condurre un esame comparativo per rintracciare quali componenti abbiano subito realmente gli effetti negativi degli atti gestori;
3. Il passo successivo è l'analisi delle principali operazioni effettuate, in modo da conoscerne finalità ed effetti reali (diretti e indiretti), motivazioni e soggetti coinvolti dai risultati delle stesse;
4. L'ultimo passo è individuare ed applicare un metodo che, una volta assolto l'onere probatorio attraverso l'identificazione dei singoli atti fonte dell'evento dannoso¹², consenta di quantificare il danno determinatosi in modo da far conseguire un congruo risarcimento.

Sulla base di questo percorso logico è opportuno riprendere e rileggere, criticamente, le metodologie fino ad oggi utilizzate, ovvero il metodo della

¹² In tema di assolvimento dell'onere della prova, risulta ancora attuale l'orientamento manifestato dalla giurisprudenza di legittimità con sentenza n. 25977/2008, ove si è affermato che «l'azione di responsabilità (...) ha natura contrattuale (...); ne consegue che, mentre su chi la promuove grava esclusivamente l'onere di dimostrare la sussistenza delle violazioni ed il nesso di causalità tra queste ed il danno verificatosi, incombe, per converso, su amministratori e sindaci l'onere di dimostrare la non imputabilità a sé del fatto dannoso, fornendo la prova positiva, con riferimento agli addebiti contestati, dell'osservanza dei doveri e dell'adempimento degli obblighi loro imposti; pertanto, l'onere della prova della novità delle operazioni intraprese dall'amministratore successivamente al verificarsi dello scioglimento della società per perdita del capitale sociale, compete all'attore e non all'amministratore convenuto». Sulla stessa linea, si leggano anche Cass., n. 22911 del 2010; Cass. n. 3694/2007; Cass. n.1035/1995; sul nesso causale condotta-danno, Cass. n. 17033/2008. Sul tema, osserva correttamente Mambriani (2012, www.odcec.mi.it), che «il curatore fallimentare che intenda far valere una responsabilità per violazione degli obblighi citati deve provare, in applicazione dei comuni criteri validi in materia, che, dopo la perdita del capitale, sono state intraprese iniziative imprenditoriali connotate come tali dall'assunzione di nuovo rischio economico-commerciale e compiute al di fuori di una logica meramente conservativa».

differenza tra attivo e passivo patrimoniale, il metodo dei netti patrimoniali e il criterio della perdita incrementale.

Il primo di tali metodi, computando il danno in termini di differenza tra attivo e passivo del patrimonio fallimentare, si attua semplicemente sottraendo al passivo il valore dell'attivo e addebitando il risultato ottenuto a titolo di danno cagionato agli organi di amministrazione¹³, con i già citati limiti in merito alla sussistenza di un nesso causale tra condotta e danno¹⁴. Relativamente a questo aspetto si è già sufficientemente argomentato nei paragrafi precedenti.

È evidente come il metodo non si ponga minimamente il problema della possibile coesistenza di cause terze e tanto meno di valutare se le stesse siano intervenute stabilendo un nesso eziologico con il danno più tardi verificatosi in un periodo antecedente a quello cui si imputa l'avverarsi della condotta illecita da parte degli amministratori.

Il metodo dei netti patrimoniali, di elaborazione dottrinale, definito anche "Differenza dei netti patrimoniali", richiede l'identificazione di due distinti episodi temporali: quello in cui gli amministratori avrebbero dovuto rendersi conto della sussistenza della causa di scioglimento e quello in cui è stato dichiarato il fallimento della società. Conseguentemente, va calcolato il patrimonio netto per entrambi i momenti e si determina il danno in termini di differenza tra i suddetti netti.

Tale criterio sarebbe utilizzabile nel caso in cui la prosecuzione dell'attività d'impresa sia durata per un lasso temporale esteso, tanto da rendere difficoltoso individuare a posteriori le specifiche attività che manifestano una natura non conservativa alle quali far risalire il danno e risulterebbe, per alcuni criteri, anch'esso un metodo di cui avvalersi in misura prettamente residuale. A giudizio di altri, il metodo sarebbe di diretta applicazione per determinare l'entità del danno risarcibile in tutti i casi in cui si sia verificata la prosecuzione dell'attività nonostante la presenza di una causa di scioglimento della società¹⁵.

¹³ Come già ampiamente illustrato, si tratta di un parametro che, proprio perché non rispettoso del principio della causalità, gode di un'applicabilità residuale, e che si dimostra altresì «caratterizzato da un'elevata dose di approssimazione, sia perché non è certo che le passività coincidano con la somma delle domande di ammissione presentate dai creditori, sia perché l'attivo risente necessariamente della svalutazione di alcuni beni direttamente riconducibile alla dichiarazione di fallimento (si pensi a beni immateriali quali l'avviamento o a taluni marchi)». Così Vitiello, 2012, 2 (www.ilfallimentarista.it).

¹⁴ Fa correttamente notare Pompeo, 2014, in www.altalex.com, che spesso nelle passività sono ricomprese situazioni debitorie la cui imputabilità deve essere esclusa in quanto precedenti alla perdita patrimoniale e che, d'altra parte, le attività sono il risultato anche dell'azione della curatela, che potrebbe a volte essere poco tempestiva o non adeguata.

¹⁵ Un'opinione che si colloca su una posizione intermedia è quella di Vitiello, *Ibid.*, che ritiene il metodo della perdita incrementale utilizzabile «soprattutto nei casi in cui sia possibile

Anche a questa metodologia, pur riconoscendole il merito di determinare l'effettiva perdita imputabile alla ritardata liquidazione, si deve riconoscere il limite del ricorso all'utilizzo di una logica presuntiva¹⁶, che conduce all'identificazione tra prosecuzione non conservativa dell'attività e determinarsi del danno e, di conseguenza, a considerare un nesso di causalità astratto, senza operare la doverosa sussunzione¹⁷.

D'altra parte, rintracciare fatti singoli di gestione, quali antecedenti causali del danno, è attività complessa, e non sempre praticabile, sia sotto l'aspetto concreto sia sotto il profilo concettuale. Se sul piano pratico è innegabilmente difficoltoso isolare operazioni specifiche incoerenti rispetto al fine della conservazione dell'impresa, una simile frammentazione appare in contrasto anche con la logica sistematica della realtà d'impresa, quale istituto caratterizzato da un coordinamento continuo e inscindibile di operazioni gestorie¹⁸. Più agevole è invece fare riferimento alle operazioni straordinarie come si vedrà in seguito.

Alla pari del primo metodo, inoltre, anche questo omette di considerare i fattori di disturbo e, una volta accertato l'illecito da parte degli organi di gestione, la perdita subita dalla società è integralmente imputata ad essi.

Il criterio della perdita incrementale, infine, pare quello che potrebbe rappresentare una obiettiva base di partenza, previa opportuna configurazione atta a renderne maggiormente coerente ed attendibile l'impiego, in sede di

ricostruire la movimentazione degli affari dell'impresa e concludere che, nel caso in cui la gestione caratteristica non fosse proseguita sino al momento dell'apertura del concorso dei creditori, ma fosse cessata prima, la perdita di patrimonio sociale sarebbe stata inferiore».

¹⁶ Sottolinea Mambriani, *Ibid.*, 7, che «Si tratta di un criterio che consente di apprezzare in via sintetica ma plausibile l'effettiva diminuzione patrimoniale della società (dunque, appunto, il danno per la società e per i creditori), intervenuta a causa della ritardata liquidazione. Questo criterio però è presuntivo e deve essere applicato nel rispetto della logica e della ragionevolezza».

¹⁷ Va detto che simili dubbi sono stati sollevati anche in sede giurisprudenziale poiché «non tutta la perdita riscontrata dopo il verificarsi della causa di scioglimento può essere riferita alla prosecuzione dell'attività d'impresa, potendo essa in parte prodursi anche in pendenza di liquidazione o durante il fallimento in ragione del venir meno dell'efficienza produttiva e dell'operatività dell'impresa» (Cass. Sent n. 17033 del 23 giugno 2008). Deve quindi prestarsi attenzione poiché «il pregiudizio derivante da specifici atti illegittimi imputabili agli amministratori non deve essere confuso con il risultato negativo della gestione patrimoniale della società (...) lo sbilancio patrimoniale può avere cause molteplici non necessariamente tutte riconducibili a comportamento illegittimo dei gestori e dei controllori della società (...) la sua concreta misura dipende spesso non tanto dal compimento di uno o più atti illegittimi, quanto dalla gestione nel suo complesso e dalle scelte discrezionali in cui questa si traduce: ossia da attività sottratte per loro natura al vaglio di legittimità del giudice» (Cass. n. 3032/2005; Cass. n. 2538/2005).

¹⁸ Fa opportunamente notare Galletti (2010, 7, www.osservatorio-oci.org), che la sistematicità dell'attività di gestione emerge anche nelle situazioni di perdita.

determinazione del danno ai sensi dell'art. 146 l.f. Ciò è possibile attraverso una omogeneizzazione dei termini di paragone da condursi in fasi successive.

La premessa necessaria è che vada comunque precisato il momento temporale cui riferire la causa di negligenza (o meglio la censurabilità della medesima)¹⁹. Al di là della ripartizione della responsabilità tra i diversi soggetti, è essenziale l'individuazione del momento iniziale cui riferire la causa di responsabilità, di norma coincidente con la perdita del capitale (o con la sua conoscibilità) e con la mancata colpevole ricostituzione. Appare evidente che il momento di imputabilità agli amministratori dei relativi obblighi o divieti non può essere antecedente alla conoscibilità, rapportata al criterio di normale diligenza, dell'evento, fonte degli obblighi o divieti stessi²⁰.

Come accennato, ex art. 2484, n. 4, c.c., la diminuzione del capitale sociale al di sotto del limite legale costituisce causa di scioglimento delle società di capitali con la necessità di limitare (art. 2486 c.c.) i poteri degli amministratori ad una gestione conservativa dell'integrità e del valore del patrimonio sociale, a pena di responsabilità personale e solidale per i danni arrecati per atti o omissioni contrari a tale principio²¹.

¹⁹ Ne consegue che, laddove nella gestione sociale si fosse verificato un avvicendamento di amministratori, sarà indispensabile computare la perdita relativamente al periodo in cui ciascun amministratore è rimasto in carica, effettuando una corretta ripartizione *pro rata temporis* tra essi. E d'altronde, «poiché può ben darsi che la cessazione dalla carica sia avvenuta in corso di esercizio, per determinare l'incremento della perdita di periodo si potrà far ricorso a criteri di ragionevole approssimazione (es.: perdita incrementale di esercizio divisa per i 12 mesi dell'anno con moltiplicazione del risultato per i mesi in cui l'amministratore è stato in carica nell'esercizio, sul presupposto che la perdita si sia prodotta in modo omogeneo e salva prova contraria)» (Cfr. Mambriani, 2012, 9).

²⁰ L'individuazione di tale limite temporale non può essere lasciata alla mera discrezionalità delle parti responsabili: nel caso in cui si dovesse ritenere necessaria la formalizzazione della presa di conoscenza degli interessati (nella fattispecie ad esempio la verbalizzazione in sede di C.d.A. dell'avvenuta diminuzione del capitale sociale oltre il terzo) una eventuale inerzia del soggetto interessato in assenza di una situazione positivamente valutata, necessariamente comporterebbe il venir meno del profilo di responsabilità.

Né allo stesso modo si può ritenere che la tempestiva convocazione dell'assemblea disposta dall'art. 2447 c.c. possa interrompere, in vista della relativa delibera, gli effetti della causa di scioglimento (quale appunto la diminuzione del capitale sociale al di sotto del limite legale) ai fini degli altri comportamenti richiesti, quale, ad esempio, ai sensi dell'art. 2486 c.c., la limitazione del potere di gestire la società ai fini della conservazione dell'integrità e del patrimonio sociale (sostitutivo del precedente divieto di intraprendere nuove operazioni di cui al previgente art. 2449 c.c.).

²¹ Precedentemente alla Riforma del diritto societario del 2003 il divieto da parte degli amministratori di intraprendere nuove operazioni era esplicitamente previsto dall'art. 2449, co. 1, c.c. La nuova formulazione appare volta a rafforzare l'opinione, già prevalente, che il divieto di intraprendere nuove operazioni non dovesse esser letto in ottica strettamente economica, bensì attenesse ad una logica "di scopo", privilegiando il fine patrimoniale - liquidatorio a quello reddituale tipico della normale attività d'impresa.

Ne consegue che la diligenza degli amministratori dovrà essere valutata contemperando gli oneri ed i vantaggi derivanti dalle operazioni intraprese, ovvero dalla prosecuzione dell'attività con la limitazione agli scopi dettati dalla nuova disciplina, successivamente al verificarsi della causa di scioglimento. Di fatto, si tratta di avviare un processo di valutazione in cui le operazioni da compiere presuppongono una successione correlata e sequenziale.

È bene, innanzitutto, precisare che una volta individuato il momento cui riferire le cause di scioglimento, il termine di confronto è la data della dichiarazione di fallimento ma, a garanzia di coerenza nella comparazione, è necessaria l'uniformità dei termini ovvero dei criteri di redazione dei bilanci. Occorrerà perciò apportare specifiche rettifiche ai bilanci relativi poiché può essere fuorviante confrontare una situazione patrimoniale basata sul presupposto dell'*ongoing concern* con un'altra liquidatoria.

Per quanto riguarda il bilancio di fallimento (o redatto per l'istanza di concordato), saranno considerati rilevanti i valori inseriti, di cui tuttavia dovrà essere accertata la correttezza dal punto di vista contabile.

Oltre alle rettifiche di liquidazione, potrebbero esser necessarie rettifiche di funzionamento. Si tratta di una serie di interventi il cui scopo è fare emergere la perdita che fosse stata precedentemente occultata, come è per esempio il caso di omessa svalutazione di alcune poste dell'attivo (tipicamente crediti inesigibili) ovvero sopravvalutazione delle stesse (in primis il magazzino). Particolare attenzione va riservata alle poste straordinarie. Nel periodo di crisi, potrebbero essere state compiute anche attività finalizzate al recupero di liquidità i cui effetti si esauriscono nel breve termine, depotenziando di fatto la capacità reddituale dell'impresa²².

Per evitare ciò, risulta essenziale sottrarre sia l'entità determinatasi a bilancio sulla base dei ricavi straordinari, sia quella realizzata sul presupposto dell'aumento di capitale o del versamento a fondo perduto.

Dal bilancio di partenza, devono invece essere estromesse, o ridimensionate, le voci la cui presenza si giustifica in prospettiva di continuità, come è il caso del *goodwill* o degli *intangible assets*. La situazione patrimoniale iniziale dovrà essere rettificata adottando un presupposto di liquidazione.

L'ultimo correttivo può riguardare costi che la società avrebbe dovuto in ogni caso sostenere, per lo meno per il tempo necessario alla loro cessazione. Le situazioni patrimoniali dovranno cioè considerare le spese che non si sarebbero potute dismettere istantaneamente, quali per esempio, il costo dei

²² Per esempio, potrebbero essere state contabilizzate plusvalenze per ricavi straordinari conseguiti ad alienazione di *assets*, oppure si potrebbero essere verificate delle immissioni di *equity*. In entrambi i casi, si determinerebbe un innalzamento artificioso del patrimonio nel secondo momento temporale a confronto, che determinerebbe un contenimento del differenziale rispetto alla situazione patrimoniale iniziale.

dipendenti per il periodo di preavviso, i canoni di locazione di uno stabile commerciale per lo svolgimento delle attività, le spese per le prestazioni professionali necessarie anche in fase di procedura concorsuale, etc.

Una volta assolate le operazioni richieste da ciascuna delle fasi precedentemente illustrate calcolando la differenza tra i patrimoni netti così ottenuti, si potrà ricavare il depauperamento patrimoniale obiettivamente imputabile.

In alcuni casi, ove sia difficile valutare il danno prodotto dalla continuità gestionale riconducibile alle normali operazioni, può essere utile distinguere la gestione isolando le componenti straordinarie. Non è infrequente, infatti, che sui risultati pesino in maniera significativa gli esiti di operazioni straordinarie, rivelatesi dannose per la società. L'estrapolazione di dette operazioni può allora costituire una utile approssimazione dei risultati.

La dottrina aziendalistica, nell'affrontare il tema della metodologia da utilizzare in ambito di valutazione aziendale, suggerisce spesso di utilizzare più metodi, uno da applicarsi in via principale, e l'altro in via sussidiaria, quale cosiddetto metodo di controllo.

Recependo tali indicazioni anche nel caso che qui impegna, potrebbe rivelarsi d'ausilio per verificare l'attendibilità della valutazione del danno, eseguita secondo la tecnica dei netti patrimoniali. Si ritiene che un simile supporto possa essere offerto dal metodo dei costi fissi.

L'evoluzione dei costi fissi rappresenta un fenomeno la cui osservazione si dimostra utile per testare la coerenza dei risultati ottenuti con la metodica dei netti patrimoniali omogeneizzati e normalizzati. La determinazione del differenziale di alcuni di essi rispetto all'ultimo esercizio precedente a quello in cui la società è diventata insolvente, può rappresentare un criterio idoneo a consentire la misurazione del danno minimo provocato dalla continuazione dell'attività, fungendo così anche da parametro di controllo.

Tra i costi fissi utilizzati in seno a tale *proxy* vanno senz'altro inseriti sia i costi di gestione, sia gli oneri finanziari. Quanto ai primi va infatti detto che in condizioni di arresto dell'attività d'impresa, non graverebbero sul patrimonio sociale, mentre quanto ai secondi è evidente come il deterioramento della situazione economica e finanziaria dell'impresa conduca ad accedere a fonti finanziarie sempre più costose²³.

²³ In proposito Galletti (2010, 18), sottolinea che «il deterioramento della situazione economica e finanziaria dell'impresa in crisi, connessa all'esigenza di reperire fonti di finanziamento inevitabilmente più "costose", genera come si è visto sopra quasi sempre un aumento degli oneri finanziari nel tempo, che è direttamente provocato dalla prosecuzione dell'attività di impresa; tale differenziale non può non essere imputato agli amministratori. Spesso, tuttavia, il dato (evincibile in teoria dal conto economico del bilancio di esercizio) è inquinato dalle politiche di "rientro" delle banche, le quali conducono ad un apparente miglioramento del peso degli oneri finanziari, che tuttavia non è tale in concreto, perché queste "politiche" hanno

Un'altra riflessione merita il tema della valutazione giudiziale dell'operato degli amministratori.

Il giudice deve indagare sulle circostanze di fatto e sulla situazione concreta nella quale è maturata la decisione amministrativa o la valutazione estimativa e sulle ragioni contingenti che l'hanno suggerita. «Si tratta di un'indagine di fatto strumentale a un giudizio di legittimità; la valutazione della diligenza non può, infatti, essere effettuata in astratto, ma deve essere in certo senso storicizzata e misurata sulle circostanze che hanno accompagnato la scelta amministrativa, le informazioni e gli strumenti di valutazione disponibili da parte degli amministratori»²⁴.

Il limite oltre il quale il comportamento dell'amministratore è da qualificare come "non diligente" è individuato nella "ragionevolezza", per cui ai fini della responsabilità verranno ad avere rilievo, come privi di diligenza, i comportamenti assolutamente irragionevoli e, quindi, non giustificabili.

Il metro per giudicare se si eccede o no dai limiti del discrezionale è appunto quello del difetto di ragionevolezza della soluzione adottata. Dell'insindacabilità del merito degli atti compiuti dagli amministratori non deriva tuttavia l'irrelevanza dei loro errori di gestione. Il principio deve essere infatti inteso nel senso che l'errore di gestione è fonte di responsabilità dell'amministratore quando è stato cagionato da un inadempimento alle obbligazioni che gravano su di lui. Secondo questo orientamento, l'irragionevolezza o la palese erroneità della scelta gestionale vengono considerate dalla giurisprudenza come elementi presuntivi dell'inadempimento dell'amministratore.

L'ultima delle metodologie citate, se diversamente dalle precedenti, ha il merito di aver proposto una razionalizzazione delle stime di calcolo,

ormai distrutto ogni residuo potenziale economico e reddituale dell'impresa. Più semplice è talvolta la valutazione dei costi fissi legati alla gestione del personale, e quindi agli oneri retributivi e previdenziali, i quali in condizioni di arresto dell'attività imprenditoriale (se gli amministratori utilizzano i rimedi dati dagli ammortizzatori sociali e dalle procedure di licenziamento) non graverebbero sul patrimonio sociale, così come taluni oneri fiscali. E proprio la dimensione degli interessi, apprezzati nella loro interezza esercizio per esercizio, dopo che la società è divenuta insolvente, o comunque nel differenziale rispetto all'ultimo esercizio prima che il patrimonio netto sia divenuto negativo, insieme agli altri "costi fissi" (relativi al personale), può costituire una buona *proxy* per valutare l'esattezza del criterio, pur non potendosi ovviamente gli stessi sommare alla differenza fra i patrimoni netti nel periodo di riferimento (ossia fra t1 e t2): semmai tali costi consentono di misurare il danno "minimo" sicuramente provocato dalla protrazione dell'attività, così fornendo la prima cifra di una "forbice" che aumenta, piuttosto che ridurre, la attendibilità scientifica del criterio, rendendolo verificabile. I "costi fissi", unitamente alle eventuali somme certamente distratte, possono allora costituire per la Curatela un buon banco di prova, mediante i quali valutare la "tenuta" del risultato ricavato dalla metodica dei netti patrimoniali».

²⁴ Così Calandra-Bonaura, 2007, 46.

attraverso operazioni di omogeneizzazione e normalizzazione dei dati contabili, in modo da rendere effettivamente confrontabili i dati medesimi secondo una comune ottica – quella liquidatoria – e, inoltre, ha suggerito di tenere in considerazione alcune componenti o costi che potrebbero aver interferito nel determinare la concreta misura della perdita subita dalla società, tuttavia manca anch'essa della doverosa considerazione delle causalità terze, ovvero di quei fatti o avvenimenti che manifestatisi successivamente, contestualmente o addirittura antecedentemente rispetto agli atti illeciti degli amministratori, possono aver concorso a provocare il danno al patrimonio dell'impresa. Inoltre, non è nemmeno in grado di rettificare i dati di bilancio isolando quelle componenti che, inserite per ragioni di mera regolarità contabile, hanno poco o nulla a che fare con gli atti e le attività di gestione di cui dovrebbero costituire le risultanze.

5. La prospettiva del valore

Le metodologie di stima del danno liquidabile illustrate nel paragrafo precedente, oltre al limite di non considerare le cosiddette causalità terze, rimangono, pur con qualche tentativo di rettifica, avvinte ad una logica contabile. Assumere la prospettiva del valore nell'ambito dell'azione del curatore contro gli amministratori invece consentirebbe di superare le ambiguità dei risultati di bilancio giungendo alla definizione dei risultati effettivi dell'agire manageriale, evidenziandone i fattori latenti, sia positivi che negativi, escludendo le componenti estranee al fenomeno sottoposto ad indagine e misurando la variazione del capitale economico dell'impresa.

In questo, tra gli indicatori utilizzati per la misurazione del valore appare di utilità l'*Economic Value Added (EVA)*, ideato negli anni '90 dall'economista americano Bennet Stewart per valutare i risultati dell'operato manageriale e, più in generale, anche dell'azienda nel suo complesso. La formula dell'EVA, infatti, in un'ottica consuntiva o di controllo, si propone di misurare il valore incrementale o decrementale a intervalli di tempo determinati, quantificando gli effetti provocati dal sistema di decisioni d'impresa e valorizzando la diversa distribuzione temporale dei risultati²⁵.

²⁵ In tal senso Renoldi (1997, 37), che riconosce al metodo EVA il merito di aver recuperato il «principio di relatività delle misure» e di costituire «un'estensione, assai più raffinata e con uno spettro informativo più ampio e completo, della leva finanziaria, per il fatto che l'indagine sulla performance d'impresa – o la selezione dei progetti di investimento – non viene parametrata unicamente sul costo del debito (come avviene con il meccanismo della leva finanziaria), ma sul rendimento complessivo richiesto dal mercato sulle diverse forme di finanziamento, siano essi debiti o capitale di rischio. Inoltre, attraverso l'utilizzo del tasso di

Analiticamente l'*Economic Value Added* si ottiene attraverso l'applicazione della seguente espressione²⁶:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{I})$$

In estrema sintesi il valore creato (EVA) è pari alla differenza tra il reddito operativo (NOPAT) e il costo del capitale, misurabile moltiplicando il suo costo medio ponderato (WACC) per il capitale investito (I). Ne consegue che si crea valore se la differenza è positiva. Qualora, invece, come nel caso delle imprese in crisi, i flussi di EVA siano negativi, l'indicatore consente di misurare il valore bruciato dalle decisioni del sistema-impresa, e le variazioni nell'ambito di più periodi di misurazione offrono la stima dell'entità delle perdite incrementali.

Nella rilettura del danno prodotto dalle condotte illecite degli organi di gestione in termini di valore distrutto e di variazione di tale distruzione nel tempo, assumono un ruolo rilevante le rettifiche effettuate sia sotto il profilo economico-reddituale che sotto quello patrimoniale ai dati contabili di bilancio al fine di ottenere i componenti chiave della formula, ossia NOPAT e I. Il Reddito operativo normalizzato e rettificato²⁷ è infatti in grado di esprimere la performance effettiva, economica e caratteristica dell'impresa

attualizzazione, è in grado di omogeneizzare risultati che non soltanto hanno avuto una manifestazione temporalmente distinta, ma che vanno anche ricondotti a classi di rischio differenti. Nello specifico il ricorso a tal fine al Costo del capitale medio ponderato (WACC), consente di recepire proprio gli effetti indotti dal cosiddetto rischio di fallimento, che inducono delle variazioni tanto nel costo del capitale azionario (K_e), quanto nel costo del capitale di debito (K_d). I livelli assai elevati di indebitamento raggiunti dall'impresa in stato di dissesto, infatti, provocano un'accelerazione del tasso di crescita di entrambe le componenti. Sul tema valutativo nelle situazioni di crisi si vedano anche Danovi, 2000, 4; Danovi, 2003; Danovi, 2014.

²⁶ In cui: NOPAT è il risultato operativo normalizzato e rettificato, detratti gli oneri fiscali; WACC è il Costo del capitale medio ponderato del capitale, dato dalla formula $\text{WACC} = K_e * E/E+D + K_d * D/E+D * (1 - T)$; I è il costo del capitale investito rettificato, a sua volta somma delle componenti contabili date dal patrimonio netto (C), dal debito (D) e dagli equivalenti dell'Equity, ossia da quegli accantonamenti che possono essere assimilati alle risorse proprie (E_e).

²⁷ Stewart (1991, 112 ss) propone di determinare il NOPAT apportando una serie di interventi correttivi, partendo dal risultato operativo contabile al netto delle imposte, quali: aggiunta degli incrementi su base annua degli equivalenti di capitale; la somma degli accantonamenti per imposte differite, delle variazioni della riserva LiFo, dell'ammortamento del Goodwill e dei costi per lo sviluppo dei beni immateriali; la somma (o la sottrazione) degli oneri (o proventi) straordinari al netto delle imposte; la somma degli accantonamenti a fondo rischi generici e a riserve per spese future; la sottrazione del beneficio dato dallo scudo fiscale sugli interessi passivi.

nell'arco temporale rilevante e il Capitale investito rettificato²⁸ riesce, dal canto suo, ad aggregare alle risorse degli azionisti e dei fornitori di capitale di debito alcuni accantonamenti che altro non sono se non il riflesso sul patrimonio degli interventi a monte del calcolo del NOPAT.

Inoltre, il ricorso al tasso di attualizzazione del costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*) WACC consente di conferire rilevanza ai costi della raccolta fondi effettivamente sostenuti nel periodo di riferimento, superando il riferimento deformante alla storicità dei costi stessi²⁹.

²⁸ Le correzioni che devono intervenire sul capitale investito contabile, al fine del calcolo del capitale investito rettificato, riguardano le rettifiche date dall'aggiunta degli equivalenti di capitale quali grandezze stock, del fondo imposte differite, della riserva LiFo, degli ammortamenti cumulati di Goodwill non contabilizzati, dei beni immateriali capitalizzati (detratti i costi di manutenzione); la somma (o la sottrazione) degli oneri (o proventi) straordinari cumulati (detratte le imposte); la somma dei fondi per rischi generici e delle riserve per spese future; la somma (o la sottrazione) dei ratei (o dei risconti).

²⁹ Preme sottolineare che nel calcolo delle componenti necessarie alla successiva determinazione del Costo medio ponderato del capitale, non sempre è facile determinare il costo del capitale azionario (K_e). La metodologia più usata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio è quella nota come Capital Asset Pricing Model (CAPM) la cui formula è: $K_e = r_f + \beta [r_m - r_f]$, dove le componenti sono, rispettivamente, il tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio (r_f), il premio per il rischio specifico dell'impresa (β) e il rendimento medio espresso dal mercato (r_m).

Il coefficiente "Beta" è inteso come misura del rapporto tra il grado di variabilità del rendimento di un'azione rispetto alle variazioni del mercato azionario nel suo complesso. In formula: $\beta = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$, dove $Cov(r_i, r_m)$ esprime la covarianza esistente tra il rendimento espresso dal portafoglio di mercato (r_m) e quello del titolo i -esimo (r_i) e $Var(r_m)$ rappresenta la varianza espressa dai rendimenti del portafoglio di mercato. Si tratta, *in nuce*, del cosiddetto «rischio sistematico e quindi non diversificabile che l'investitore sopporta investendo in una determinata azienda anziché nel mercato azionario nel suo complesso» (S. Pozzoli, *Valutazione d'azienda. Tecniche operative e misurazione del valore*, Milano, 2021, 62). È evidente che le difficoltà di calcolo del coefficiente di rischio emergono in special modo nel caso in cui l'applicazione della metodologia del CAPM riguardi le aziende non quotate, per le quali non possa essere rintracciato un andamento storico dei prezzi necessario al fine dell'utilizzo della regressione statistica. In questi casi si cerca di superare i suddetti limiti applicativi ricorrendo a misure relative di rischio derivate da confronti di tipo *cross-sectional*, ossia ricorrendo all'utilizzo dei Beta di settore di appartenenza dell'azienda non quotata o di aziende ad essa comparabili. La procedura di comparazione prevede che in una prima fase si determini il Beta *unlevered* dell'impresa simile, depurato cioè dalla componente di rischio finanziario e significativo, evidentemente, del solo rischio operativo di *business*; successivamente, si giunge a determinare il beta *levered* dell'azienda oggetto di osservazione considerando, a ponderazione del beta *unlevered* della società comparabile, la specifica struttura finanziaria *target*, attuando la cosiddetta operazione di *relevering*. Tenendo conto, poi, che solo l'azienda simile quotata è assimilabile ad un'attività rischiosa ma liquida, parrebbe necessario correggere ulteriormente il coefficiente Beta *relevered* integrandolo con una componente che in modo specifico riesca a rappresentare la mancanza di liquidità dell'azienda non quotata da valutare.

La valenza pratico-operativa dell'indicatore, infine, è inerente alla natura delle circostanze di valutazione in cui può rivelarsi utile, che non sono soltanto quelle ordinarie, ma anche, nel caso che qui occupa, le situazioni straordinarie, legate a cambiamenti non prevedibili di variabili settoriali (e.g. il costo del capitale di debito) o connesse con situazioni di dissesto, culminate in procedura fallimentare. In tal caso la difficoltà crescente a rispettare le obbligazioni e la deriva verso uno stato di insolvenza non temporaneo determinano l'emersione di costi specifici³⁰ che si riflettono negativamente su

Nel calcolo del Costo del capitale formato dai mezzi propri è, infine, opportuno tenere in debita considerazione una serie di fattori, esterni e interni all'impresa, che possono influenzarlo in misura rilevante. Tra i primi sono da ricordare: la situazione generale dell'economia e del settore; la situazione concorrenziale del settore; i livelli di competizione; le prospettive di andamento del settore. I fattori interni possono essere identificati con: la tipologia e la dimensione dell'azienda; l'efficienza nella funzione di organizzazione della produzione, nella funzione di programmazione e ricerca e di organizzazione commerciale; la flessibilità aziendale; la possibilità di ampliamento delle attività; la qualità del management; il grado di indebitamento e di mobilità finanziaria; la consistenza del capitale fisso e circolante; la continuità degli utili nel tempo; la tipologia e qualità dei prodotti (e servizi); l'ampiezza della gamma dei prodotti; il grado di innovazione.

³⁰ Così come, dopo il superamento di un determinato livello di indebitamento, la probabilità di cadere in dissesto aumenta con grado esponenziale rispetto al rapporto tra debito e mezzi propri (D/E), allo stesso modo aumentano i costi connessi allo stato di dissesto-fallimento, ossia costi indotti «dal conflitto di interesse tra le differenti categorie di investitori (segnatamente azionisti e finanziatori a titolo di debito), conflitti che quasi sempre generano una vischiosità nell'assunzione delle decisioni (operative; d'investimento; di finanziamento). [...] in situazioni di criticità come quelle del dissesto, i conflitti d'interesse necessariamente si inaspriscono, così che può sembrare vantaggioso agli azionisti ricercare obiettivi egoistici, a danno cioè delle altre categorie di investitori, e tali da allontanarli dall'obiettivo fondamentale della massimizzazione del valore complessivo di mercato dell'impresa». Si tratta, solitamente, di obiettivi che comportano interventi di duplice natura: l'esecuzione di progetti di intervento ad alto tasso di rischio, anche con stima negativa del VAN, e la non disponibilità da parte degli azionisti a versare nuovo capitale di rischio. Inoltre, «nel momento in cui il mercato finanziario percepisce che, nel contesto di una impresa, si vanno producendo le condizioni che potrebbero favorire l'insorgere dei suddetti comportamenti (assunzione di un rapporto di indebitamento superiore al livello fisiologico; prime manifestazioni di tensione nella gestione finanziaria), esso procede ad un ridimensionamento del valore di mercato dell'impresa, il cui primo impatto ricade, sotto forma di distruzione di ricchezza, sugli azionisti. Al tempo stesso, peraltro, i prestatori di capitale dell'impresa, allo scopo di controbilanciare, almeno parzialmente, i negativi effetti distorsivi di cui potrebbero essere oggetto in futuro, sono indotti ad imporre condizioni assai più severe, sia in sede di apertura di nuove linee di credito che di rinnovo di quelle esistenti (aumento del tasso di interesse; richiesta di garanzie collaterali; al limite, condizionamenti alla libertà d'azione nella gestione). [...] Ancora, al fine di arginare gli effetti lesivi delle decisioni aziendali, «gli investitori di capitale di debito [ricorrono al] l'impiego di clausole particolari e vincolanti, integrative dei contratti di finanziamento», che, se da un lato pongono sotto controllo l'operato del management e comportano al partecipazione alla definizione delle decisioni strategiche, dall'altro producono oneri ulteriori, quali «i costi di controllo» che solitamente si traducono in tassi di interesse più

valore dell'impresa e costo del capitale, a causa della preponderanza del già menzionato "rischio di fallimento".

Di tali costi, che nel contesto applicativo della disciplina dettata dall'art. 146 l.f., potremmo ridefinire fattori di disturbo da dissesto, sulla stregua dell'identificazione di ulteriori elementi connessi al danno da un vincolo di causa-effetto, si dovrà tenere adeguatamente conto in fase di liquidazione del danno medesimo.

A questo punto, per comprendere l'opportunità e l'utilità logica, prima che empirica, di una metodologia di determinazione del danno ex art. 146 l.f. che consenta di superare i limiti dei criteri fino ad ora utilizzati e, nel contempo, di valorizzarne e sintetizzarne gli aspetti positivi, può essere utile ripercorrere le varie fasi che conducano all'utilizzo di un nuovo indicatore di stima.

Il primo passo è identificare il momento in cui la condotta illecita dell'amministratore si è manifestata, in modo da determinare il cosiddetto "tempo zero" che, a sua volta, rappresenta una cerniera tra due periodi temporali distinti. Il primo rappresenta l'arco del cosiddetto giuridicamente irrilevante; il secondo assume specifica rilevanza giuridica nel contesto della procedura fallimentare. Naturalmente, andrà verificata l'esistenza di un effettivo nesso causale tra le suddette condotte e il danno, pena l'inutilità della valutazione.

Lo step successivo comporta la ricerca dei fattori di disturbo che hanno contribuito a determinare la crisi che ha causato il fallimento, valutando il nesso logico con l'instaurarsi della crisi e del dissesto medesimi. In questo modo sarà possibile ipotizzare il momento in cui tali causalità terze hanno avuto manifestazione, stabilendo il secondo momento di rilevanza, in senso economico, della fase ex ante, ossia t_1 . A questo punto si potrà procedere

elevati, e le «inefficienze nel processo decisionale: quando le clausole in questione prevedono che le principali scelte operative, di investimento e di finanziamento debbano essere concordate con i prestatori di capitale, è evidente che tutto il processo decisionale risulti rallentato ed è spesso incapace di esprimere soluzioni ottimali». [...] «Ai costi di dissesto, peraltro, devono essere ricondotti che assumono un indubbio rilievo quando la condizione di crisi dell'impresa è nota all'esterno e, a maggior ragione, quando l'impresa è interessata da una procedura fallimentare». In questo caso, il riferimento è alle crescenti difficoltà ad assicurare un grado mediamente accettabile nel binomio prodotto-servizio (soprattutto nel contesto di imprese che producono beni di durevoli), poiché i potenziali clienti, temendo di non poter contare sull'adeguatezza del servizio post-vendita o di subire improvvisi e rilevanti cali di prezzo de bene acquistato, iniziano a rivolgersi ai concorrenti; agli impatti negativi sui volumi di vendita e sui prezzi a causa dell'impiego del management al monitoraggio dello stato di emergenza e delle tensioni finanziarie, con conseguente scarsa attenzione alle opportunità di sviluppo di nuovo valore per l'azienda; agli «oneri di natura legale-professionale, giudiziaria ed amministrativa che, eventualmente presenti, in varia misura, in situazioni di crisi aziendale (dissesto senza fallimento), emergono pienamente nel corso delle procedure concorsuali». *Ibidem*, 55.

determinando il livello di influenza dei fattori di disturbo sulla performance nel periodo che va da t_1 a t_0 , misurando cioè la distruzione di valore generata precedentemente alle condotte illecite degli amministratori e ricavandone l'influenza in termini percentuali.

Ancora, spostandosi nell'analisi del periodo successivo che va dal suddetto manifestarsi alla dichiarazione di fallimento, si procederà alla determinazione dell'ulteriore perdita subita dall'azienda, sempre in termini di valore distrutto. Attraverso l'applicazione dell'indicatore EVA, stimando la variazione incrementale del valore distrutto nel tempo zero e nel tempo 1, ponderando il risultato alla luce del ruolo svolto dai fattori intervenuti nella determinazione della crisi nel periodo precedente a t_0 e sottraendo i costi specifici del dissesto, si giungerà, *de residuo*, a determinare l'entità del danno liquidabile dagli amministratori.

In termini pratici si tratterà di applicare la seguente formula:

$$\text{LOSS}_{\text{pay-off}} = [(\text{EVAt}_1 - \text{EVAt}_0) - (\text{DVFDt}_1)] * (1 - \text{DVpDF})$$

Dove:

- $\text{LOSS}_{\text{pay-off}}$ è la misura del danno da liquidare;
- EVA è risultato dell'applicazione, rispettivamente in t_1 e in t_0 della già nota formula $\text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{D})$;
- DVFD (Discounted Value Failure Disease) sono i costi specifici del fallimento, attualizzati in t_1 , il cui computo si ottiene attraverso la seguente formula: $\frac{\text{FD}(I_1)}{(1 + K_d)^{t_1}}$ dove FD sono i costi del fallimento, K_d è il tasso di attualizzazione;
- DVpFD (Discounted Value Pre Failure Disease) è il coefficiente di ponderazione, determinato dal ruolo che i fattori di disturbo hanno svolto sul valore dell'azienda, espressi in termini percentuali tra t_1 e t_0 , la cui misura si ottiene attraverso la seguente espressione: $\frac{\text{pFD}(I_1 * P)}{(1 + K_d)^{t_0}}$ dove pFD sono i costi indotti dai fattori di disturbo precedenti al fallimento, P la probabilità di incorrere nella procedura concorsuale e K_d è il tasso di attualizzazione.

Al di là della formulazione analitica, anche per una più agevole comprensione del lettore, si può qui ricordare che i costi specifici del fallimento sono in dottrina divisi in diretti e indiretti. Tra i primi rientrano le spese di procedura (curatore, legali, periti etc.). I secondi conseguono alla riduzione di valore conseguenza dell'interruzione dell'attività³¹.

³¹ Per una più ampia trattazione e opportuni riferimenti bibliografici cfr., tra gli altri, i nostri Danovi A., 2003; Danovi, Quagli, 2015; Danovi 2014.

Il coefficiente di ponderazione invece porta ad una riduzione percentuale dell'importo del danno nel presupposto che esso sia in parte generato dalle condotte degli amministratori e in parte da eventi esogeni. Se si ipotizzasse, ad esempio che i fattori di disturbo hanno pesato per il 30%, agli amministratori potrà essere attribuita la responsabilità per il 70% del danno. È evidente che la stima sconta alcune discrezionalità nella determinazione, ma consente di adottare logiche anche prudenziali e far emergere determinazioni più realistiche di quelle basate sull'assunzione che la responsabilità sia integralmente ascrivibile agli organi sociali.

6. Conclusioni

Le riflessioni svolte nei precedenti paragrafi richiamano l'esigenza di tirare le fila sulla questione dei principi di fondo che devono fornire un supporto operativo al procedimento di determinazione della responsabilità dell'amministratore nell'azione esercitata dal curatore ex art. 375 CCII, in combinato disposto con la normativa codicistica novellata, ovvero gli artt. 2476 e 2086 c.c.

Tale necessità risulta ancor più incalzante se si riflette, assumendo una prospettiva comparata, sul ruolo della *business judgement rule* nell'ambito delle azioni instaurate per fatti ritenuti imputabili agli amministratori presso le corti statunitensi e, ancor più, sul tentativo ciclico della nostra giurisprudenza di effettuare un trapianto del suddetto criterio nel nostro ordinamento giuridico.

Dalle più volte citate sentenze di merito e di legittimità, a partire dalla pronuncia n. 9100 del 2015 delle Sezioni Unite, sono emersi aspetti comuni di estrema rilevanza: da un lato, l'affermazione che differenti condotte illecite determinano altrettanto differenti danni, sulla base del prodursi di nessi di causalità specifici e non generalizzabili, che a loro volta richiedono criteri di liquidazione precisi; dall'altro, e in ragione di questo primo assunto, è ribadita in modo chiaro l'inidoneità di criteri generali di determinazione del danno se non in casi particolari in cui sia del tutto evidente la mancanza di buona fede³².

³² Sul punto Galletti (2010, 7) osserva: «Le novità meritevoli di riflessione attengono a mio avviso a due profili: la prima si compendia nell'affermazione, assai risoluta, e difficilmente confutabile, per cui ad ogni condotta illecita, corrispondono potenzialmente danni potenzialmente differenti, caratterizzati da processi eziologici specifici, e da valutare alla luce di criteri liquidativi altrettanto potenzialmente specifici. Non può essere negato, del resto, che l'incentrarsi della prassi giudiziaria degli anni '70 e '80 sul criterio del c.d. deficit fallimentare (ossia la differenza tra l'attivo liquidato ed il passivo accertato in sede fallimentare), fosse

L'evidenza della posizione assunta dalla giurisprudenza, tuttavia, mal si concilia con i recenti interventi normativi che, riformando il diritto della crisi, da un lato hanno fatto propria la *ratio* di garanzia primaria di conservazione della continuità aziendale, dall'altro, proprio attraverso la declinazione di tale principio, hanno spostato il problema del rischio d'impresa sulle spalle degli amministratori. La conseguenza è, ineluttabilmente, una confusione e una sovrapposizione pericolosa di principi fondamentali del nostro ordinamento, quali la deriva – ancora una volta – verso criteri di responsabilità personale e illimitata a danno degli organi di gestione.

La soluzione a questa situazione di confusione che travalica tanto i confini di legittimità della riforma della crisi, quanto quelli degli interventi dalla stessa apportati al codice civile, richiede, innanzitutto, il superamento netto, definitivo ed espresso del criterio di imputazione meccanica di una responsabilità che ad oggi, pare determinabile aprioristicamente ma non conoscibile a priori.

Ergo, diviene fondamentale percorrere il binario dell'identificazione del nesso di causalità concreto, accertando che il danno sia obiettivamente la conseguenza dell'attività illecita dell'amministratore, senza che però tale condotta venga isolata e valutata prescindendo dalla logica sistemica che la connette all'istituto-impresa. Un approccio che sia pur minimamente garantista, richiede come corollario anche l'identificazione di un metodo di liquidazione del danno risarcibile che si dimostri in grado di scongiurare il rischio di comminare sanzioni che violano evidentemente il principio di proporzionalità.

Tale approdo pare raggiungibile unicamente ricorrendo alla teoria di creazione del valore che, normalizzando innanzitutto le poste contabili con l'obiettivo di espungere tutte le componenti che risultano estranee all'operatività

scarsamente idoneo a dare conto della varietà dei comportamenti illeciti che caratterizzano la fase antecedente l'ingresso in procedura, la c.d. *twilight zone*, così da recidere ogni possibile legame razionale tra condotta, nesso di causalità e danno. Al contrario, il comportamento specifico deve essere messo in correlazione con la sfera delle conseguenze "statisticamente prevedibili" che possono conseguire, e solo con queste: la condotta distruttiva o dissipativa cagiona tipicamente la diminuzione del patrimonio sociale, in misura proporzionale ai valori dell'attivo sottratti o dispersi; al limite la stessa condotta, se particolarmente connotata dal punto di vista qualitativo e quantitativo, può anche porsi alla base della causazione dell'insolvenza, laddove inneschi un processo deteriorativo che conduca, per effetto della prosecuzione dannosa dell'attività e dell'ulteriore distruzione di ricchezza, al dissesto, ma allora la condotta di cui si discute non costituisce più una mera sottrazione di attivo, bensì una fattispecie complessa che priva l'impresa delle sue stesse caratteristiche di efficienza e di economicità, e dunque sotto tale punto di vista va osservata, alla luce di massime si esperienza diverse, e di procedimenti causali differenti. D'altro canto non è affatto inconsueto che ad una medesima condotta possono ricollegarsi danni-evento differenti, oppure che dallo stesso danno-evento scaturiscano danni-conseguenze molteplici».

aziendale – e, con il medesimo proposito, facendo emergere componenti che le regole della contabilità manterrebbero latenti – riporta necessariamente in auge il nesso di causalità tra atti di gestione e performance. E, conseguentemente, richiama una misurazione della variazione del valore creato più obiettiva tanto in termini qualitativi quanto quantitativi.

D'altra parte, per evitare una deriva eccessivamente garantista che condurrebbe agli eccessi di una irragionevole deresponsabilizzazione degli organi di gestione, è indispensabile sia circoscrivere con precisione i limiti della pur necessaria applicazione della BJR, sia dettagliare maggiormente i contenuti di adeguatezza degli assetti ex art. 2086 c.c.

A tal fine, non si può prescindere da valutare quale sia l'effetto di ciascun atto di gestione, nel contesto specifico dell'azienda in cui esso è compiuto.

A parere di chi scrive, il metodo di computo del valore distrutto ponderato in n tempi, recuperando l'importanza del c.d. concorso causale (ovvero dell'incidenza dei fattori di disturbo quali antecedenti eziologici rispetto alla condotta illecita degli amministratori nella produzione del danno), consente una comparazione efficace della diversa manifestazione temporale dei risultati e le opportune e conseguenti ponderazioni. Inoltre, operando nella logica del valore e non solo in quella contabile, pare assicurabile un corretto bilanciamento tra la tutela degli interessi del management e quella delle ragioni dei creditori, garantendo l'equilibrio contro gli eccessi tanto di garantismo che di imputabilità presuntiva e, non di meno, offrendo alla governance uno strumento che è allo stesso tempo di gestione e controllo.

La proposta metodologica qui formulata sconta i limiti della relativa novità e dovrà ovviamente essere oggetto di numerose applicazioni per essere validata. Approfondimenti e verifiche empiriche potranno e dovranno essere oggetto di futuri lavori.

Riferimenti bibliografici

- Ambrosini S. (a cura di) (2007). *La responsabilità di amministratori, sindaci e revisori contabili*, Milano: Giuffrè Editore.
- Ambrosini S., Aiello M. (2010). Rassegna di giurisprudenza. Società per azioni. Responsabilità degli amministratori. *Giurisprudenza Commerciale*. II: 953 ss. ISSN: 0390-2269.
- Argenti J. (1976). *Corporate collapse: the Causes and symptoms*, New York: McGraw-Hill.
- Bassi A., Cabras G., Cian M., Fortunato S., Galletti D., Jorio A., Montaleni P., Raccugno G., Sacchi R. (2015). Differenza tra attivo e passivo e quantificazione del danno nelle azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori. *Giurisprudenza Commerciale*, II, 643 ss. ISSN: 0390-2269.

- Bibeault D.B. (1999). *Corporate Turnaround. How managers turn losers into winners!* Washington D.C.: Beard Books.
- Bonelli F. (1992). *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano: Giuffrè Editore.
- Candelo E. (2005). *Le strategie di turnaround*, Milano: Egea.
- Coda V. (1983). Crisi e risanamento aziendale. *Sviluppo e Organizzazione*, 75.
- Conforti C. (2003). *La responsabilità civile degli amministratori di società*, Milano: Giuffrè Editore.
- Danovi A. (2000). Fallimento, valutazione e affitto di azienda, *Rivista dei dottori commercialisti*, 4.
- Danovi A. (2003). *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Milano: Giuffrè editore.
- Danovi A., Quagli A. (a cura di) (2015). *Gestire la crisi d'Impresa*, Milano: Wolters Kluwer.
- Danovi A. (2014). *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Milano: Giuffrè editore.
- Gaffuri L. (1995). Responsabilità degli amministratori per il compimento di “nuove operazioni”. *Il Fallimentarista*, 1153.
- Guatri L. (1985). All'origine delle crisi aziendali: cause reali e cause apparenti. *Finanza, Marketing e Produzione*, 1.
- Guglielmucci L. (1986). Danno per responsabilità di amministratori e sindaci. *Il Fallimentarista*, 1067.
- Jaeger P.G. (1988). La responsabilità degli amministratori e dei sindaci nelle procedure concorsuali: una valutazione critica. *Giurisprudenza Commerciale*, 548 ss.
- Jorio A. (1986). Perdita del capitale sociale, responsabilità degli amministratori e “par condicio creditorum”. *Giurisprudenza Commerciale*, 18.
- Jorio A. (2011). La determinazione del danno risarcibile nelle azioni di responsabilità. *Giurisprudenza Commerciale*, I, 149 ss.
- Migliori S. (2013). *Crisi d'impresa e corporate governance*, Milano: Franco Angeli.
- Panzani L. (1989). Responsabilità degli amministratori: rapporto di causalità fra “mala gestio” e danno. Lo stato della giurisprudenza. *Il Fallimentarista*, 980.
- Patti A (1996). Quantificazione del danno nell'azione contro gli amministratori. *Il Fallimentarista*, 220.
- Penta A. (2006). La quantificazione del danno nelle azioni di responsabilità: le operazioni compiute dopo il verificarsi di una causa di scioglimento. *Diritto fallimentare e delle società commerciali*, I, 670 ss.
- Pozzoli S., a cura di (2021). *Valutazione d'azienda. Tecniche operative e misurazione del valore*, Milano: IPSOA.
- Renoldi A. (1997). *Valore dell'impresa, creazione di valore e struttura del capitale*, Milano: EGEA.
- Rordorf R. (1993). Il risarcimento del danno nell'azione di responsabilità contro gli amministratori. *Le Società*, 618.
- Salafia V. (2001). L'esercizio dell'azione di responsabilità sociale contro gli amministratori. *Le Società*, 1187 ss.

- Sciarelli S. (1995). *La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Padova: CEDAM.
- Sharma A., Kesner I.F., Coleman K., Greyser S.A., Burlingame H., Galford R., Rubin G.S. (2000). When an Executive defects. *Harvard Business Review*, 75(1): 18-21.
- Stewart G.B. (1991). *The quest for value: The EVA management guide*, New York: Harper Business.
- Viganò A. (1978). Crisi d'impresa e Amministrazione controllata: alcune riflessioni sul fondamento dei risultati emergenti da un'indagine empirica. In: Aa.Vv., *Saggi di Economia Aziendale per Lino Azzini*, Milano: Giuffrè Editore.
- Zamperetti G.M. (2009). La prova del danno da gestione non conservativa nella società disciolta per perdita di capitale. *Il Fallimentarista*, 569 ss.
- Zito M. (1999). *Fisiologia e patologia delle crisi di impresa*, Milano: Giuffrè Editore.

Publicazioni da Internet

- Calandra Buonauro (2007) *Istruzioni per i curatori da parte del tribunale di Milano*, ODCEC Milano, testo disponibile al sito <http://fallimento.it/Altro/Istruzioni%20per%20il%20curatore%20da%20parte%20el%20Tribunale%20di%20Milano.pdf>.
- De Nicola A. (2020) *Responsabilità degli amministratori in Italia e Business judgment rule e*, testo disponibile al sito <http://www.legaltweet.it/2020/10/29/responsabilita-degli-amministratori-e-business-judgment-rule-cass-civ-sez-i-22-ottobre-2020-n-23171/>.
- Galletti D. (2010). *Brevi note sull'uso del criterio dei "netti patrimoniali di periodo" nelle azioni di responsabilità sociali*, https://www.osservatorio-oci.org/index.php?option=com_k2&view=item&id=30:brevi-note-sulluso-del-criterio-dei-netti-patrimoniali-di-periodo-nelle-azioni-di-responsabilita-sociali&Itemid=796.
- Mambriani A. (2012) https://www.academia.edu/6297274/1_Mambriani_La_prova_del_danno_nellazione_responsabilit%C3%A0_ex_art_146
- Pompeo E. (2014). <https://www.altalex.com/documents/news/2015/01/09/azione-di-responsabilita-contro-amministratori-di-una-societa-fallita-casi-frequenti>
- Santangelo M. (2006). Il Curatore e l'azione di responsabilità nei confronti dei componenti degli organi sociali, dei direttori e dei soci, in https://www.tribunale.va-rese.it/files/File/documenti/Il_Curatore_e_azione_di_responsabilita_nei_confronti_dei_componenti_degli_organ_i_sociali_dei_direttori_e_dei_soci.pdf
- Vitiello M. (2012) <https://ilfallimentarista.it/articoli/focus/appunti-tema-di-quantificazione-del-danno-nelle-azioni-di-responsabilit-della>

Sentenze di Tribunale e Cassazione

- Cass. Civ., Sez. I, 19 settembre 1995, n. 9887.
- Cass. Civ., Sez. I, 08 febbraio 2005, n. 2538.
- Cass. Civ., Sez. I, 15 febbraio 2005, n. 3032.

Cass. Civ., Sez. I, 16 febbraio 2007, n. 3694.
Cass., Sez. Unite, 11 gennaio 2008, n. 577.
Cass. Civ., Sez. I, 23 maggio 2008, n. 17033.
Cass. Civ., Sez. I, 29 ottobre 2008, n. 25977.
Cass. Civ., Sez. I, 11 novembre 2010, n. 22911.
Cass. Civ., Sez. Unite., 6 maggio 2015, n. 9100.
Cass. Civ, sez. II, 4 ottobre 2019, n. 24851.
Cass. Civ. Ord, 17 maggio 2020, n. 13220.
Cass. Civ., 18 settembre 2020, n. 19556.
Sez. spec. in materia di imprese, Sent., 8 aprile 2020 Tribunale Roma.
Sez. spec. in materia di imprese, Sent., 24 settembre 2020 Tribunale Roma.