

RIVISTA DI DIRITTO DELL'IMPRESA
1/2025



Edizioni Scientifiche Italiane

Rivista di Diritto dell'Impresa

Fondata da: Franco Di Sabato

Direttore responsabile: Astolfo Di Amato

Direzione: Niccolò Abriani, Carlo Amatucci, Antonio Blandini, Astolfo Di Amato, Daniela Di Sabato, Aurelio Gentili, Vincenzo Meli, Aurelio Mirone, Giuseppe Niccolini, Andrea Paciello, Fabio Padovini, Gianmaria Palmieri, Vincenzo Ricciuto, Renato Santagata, Giuliana Scognamiglio.

Comitato di direzione: Niccolò Abriani, Antonio Blandini, Daniela Di Sabato, Vincenzo Ricciuto, Giuliana Scognamiglio.

Comitato scientifico: Maurizio Ammendola, Amedeo Bassi, Ettore Battelli, Mario Campobasso, Donato Carusi, Andrea Castaldo, Paolefisio Corrias, Oreste De Cicco, Alessio Di Amato, Giustino Di Cecco, Raffaele Di Raimo, Giuseppe Fauceglia, Carlo Ibba, Fabiana Massa, Marco Maugeri, Nicola Mazzacuva, Giovanni Perlingieri, Pietro Perlingieri, Nicola Rocco di Torrepadula, Marcella Sarale, Chiara Tenella Sillani, Francesco Tesaro.

Comitato scientifico internazionale: Josefina Boquera Materradona, Andrey Bushev, Jesús Estruch Estruch, Stefan Grundmann, François Xavier Lucas, Jonathan R. Macey, Andrés Recalde Castells, Michel Verpeaux, Nathalie Voser.

Responsabili della valutazione: Daniela Di Sabato, Renato Santagata.

Comitato di redazione: Giovanni Agrusti, Gianfranco Alfano, Carlo Bavetta, Clelia Buccico, Ciro Caccavale, Valerio Cintio, Errico Conti, Camilla Crea, Gabriele Dell'Atti, Annamaria Dentamaro, Gennaro Di Martino, Vincenzo Farina, Cristiana Fiengo, Enzo Maria Incutti, Enrico Lo Cascio Aliberti, Sergio Locorotolo, Francesco Longobucco, Marco Lupi, Margherita Magaldi, Francesco Saverio Porcelli, Melania Ranieli, Gabriele Salvi, Carla Solinas, Daniele Stanzione.

Osservatorio delle Corti e sulle Autorità indipendenti: Adelaide Amendola, Anna Argentati, Stanislao De Matteis, Giuseppe Dongiacomo, Fabio Miccio, Loredana Nazzicone.

La *Rivista di diritto dell'impresa* subordina la pubblicazione di ogni scritto a una procedura di referaggio che garantisce l'anonimato dell'Autore e dei singoli revisori (c.d. *double blind peer-review*), nonché l'obiettività e la ponderatezza del giudizio. A tal fine la Direzione potrà avvalersi di uno o più Responsabili della valutazione, i quali disgiuntamente sottopongono il contributo ad almeno due *referee* esterni scelti tra i Professori ordinari di prima fascia, italiani e stranieri, in ragione della loro autorevolezza, della competenza specifica richiesta e dell'eventuale natura interdisciplinare del contributo. I *referee* ricevono l'elaborato da valutare senza l'indicazione dell'Autore; all'Autore non viene comunicata l'identità dei *referee*. Il giudizio motivato potrà essere positivo (pubblicabilità); positivo con riserva, ossia con l'indicazione della necessità di apportare modifiche o aggiunte (pubblicabilità condizionata); negativo (non pubblicabilità). Esso sarà trasmesso alla Direzione che, direttamente o tramite un Responsabile della valutazione, provvederà a comunicarlo all'Autore, sempre garantendo l'anonimato dei *referee*. I contributi giudicati meritevoli possono essere oggetto di pubblicazione nella Rivista in base all'insindacabile valutazione della Direzione. Qualora i *referee* esprimano un giudizio positivo con riserva, la Direzione, con la supervisione dei Responsabili della valutazione, autorizza la pubblicazione soltanto a seguito dell'adeguamento del contributo, assumendosi la responsabilità della verifica. Nell'ipotesi di valutazioni contrastanti dei *referee* sarà la Direzione a decidere circa la pubblicazione del contributo, anche affidando l'ulteriore valutazione a terzi. La Direzione può assumere la responsabilità delle pubblicazioni di studi provenienti da autori, stranieri o italiani, di consolidata esperienza e prestigio tali che la presenza del loro contributo si possa reputare di per sé ragione di lustro per la Rivista.

L'accettazione di un lavoro ai fini della pubblicazione implica il vincolo per l'Autore a non pubblicarlo altrove o a non pubblicare parti di esso in altra rivista senza il consenso scritto dell'Editore secondo le modalità concordate con l'Editore stesso.

Tutti i contributi sono pubblicati nel fascicolo secondo i criteri ANVUR.

Le medesime regole valgono anche per i *Quaderni della Rivista di diritto dell'impresa*.

Registrato presso il Tribunale di Napoli al n. 4000 del 6 marzo 1990. Responsabile: Astolfo Di Amato. Copyright by Edizioni Scientifiche Italiane - Napoli.

Periodico esonerato da B.A.M. art. 4, 1° comma. n. 6, d.P.R. 627 del 6 ottobre 1978.

Sommario

SAGGI

- 1 N. ABRIANI, *Un nuovo protagonista del diritto della crisi: il Board Observer tra corporate governance e ristrutturazioni aziendali*
- 41 A. CILENTO, *Attività d'impresa e poteri pubblici speciali*
- 65 A. NERVI, *L'ammortamento alla francese*
- 89 G.A.M. TRIMARCHI, *Contributo all'analisi dell'assoggettabilità della scissione, anzi delle scissioni, ad azione revocatoria (anzi ad azioni revocatorie)*
- 137 V. SABATO AMBROSIO, *Le clausole di gradimento nei trasferimenti mortis causa e nei trasferimenti coattivi*

CASI E PARERI

- 171 Cass. civ., Sez. I, 29 gennaio 2024, n. 2629 - Pres. M. Di Marzio - Rel. L. Nazzicone, F.A. – ricorrente – c. S. s.p.a. – controricorrente, con commento di P. BUTTURINI, *L'ammissibilità della previsione statutaria del diritto di recesso ad nutum da s.p.a. a tempo determinato*
- 197 Corte Cost., 25 luglio 2024, n. 148; Pres. A. Barbera; Rel. G. Amoruso, con commento di G. CASIMO, *Impresa familiare e convivenza di fatto: l'illegittimità costituzionale dell'art. 230 bis c.c. nella recente pronunzia della corte costituzionale*

OSSERVATORIO

- 231 M. CICORIA, *Riflessioni sparse sul potere nomofilattico, sul limite di finanziabilità e sulla (in)certezza del diritto*

Un nuovo protagonista del diritto della crisi: il *Board Observer* tra *corporate governance* e ristrutturazioni aziendali

di NICCOLÒ ABRIANI

SOMMARIO: 1. Premessa. La nuova figura del *board observer* tra previsioni parasociali e prime emersioni statutarie. – 2. *Board observer* e ristrutturazioni aziendali. – 3. *Board observer*, *Chief Restructuring Officer*, *Business Monitoring Agent*. – 4. Ruolo e funzione del *board observer* nelle operazioni di *turnaround*. – 5. *Board observer* e tutela dei creditori nella gestione della società in crisi. – 6. Il ruolo del *board observer* alla luce del Codice della crisi e dell'insolvenza. – 7. *Board observer* ed esperto nella composizione negoziata della crisi – 8. Sopravvivenza e coesistenza di diversi *board observer* nel percorso di ristrutturazione: tra continuità e sostenibilità. – 9. Profili di responsabilità del *board observer* nelle operazioni di *turnaround*. – 10. *Board observer* e intelligenza artificiale.

1. Nata negli Stati Uniti alla fine del secolo scorso, la prassi di nominare un osservatore con diritto di assistere alle riunioni dell'organo amministrativo si è progressivamente affermata anche al di qua dell'Atlantico¹.

Alla figura del *board observer* si è fatto ricorso innanzi tutto nelle operazioni di *venture capital*, in particolare nell'ambito delle *start-up* per accompagnarne la crescita e in sede di quotazione, garantendo, rispettivamente, ad investitori qualificati e al principale sottoscrittore dell'IPO un più immediato riscontro sull'evoluzione del *business plan* posto alla base del progetto e dell'offerta di sottoscrizione².

¹ Per una panoramica, N. GESLEVICH PACKIN, A. ALON-BECK, *Board Observers*, in corso di pubblicazione in *Illinois Law Review*, disponibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4745278.

² T. LETTICH, *Board Observer Rights: What Are They and Why Are They Important to Investors?* 2016, reperibile su <http://fundingsage.com/what-are-board-observer-rights-and-why-are-they-important-to-investors/>; D.E. WOLFF, *Rights and Obligations of Board Observers*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 29 Agosto 2019, disponibile all'indirizzo <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/08/29/rights-and-obligations-of-board-observers/>; C. HWANG, Y. NILL, J. MCCLANE, *The Lost*

Non meno interessante è il ricorso alla nomina dell'osservatore nell'ambito di operazioni di ristrutturazione aziendale che richiedono impegni finanziari che giustificano un più immediato flusso informativo in ordine alle decisioni dell'organo amministrativo, oltre ai vantaggi connessi alla presenza di un professionista di riconosciuta esperienza, il cui affiancamento – sia pure *a latere* – del *board* è suscettibile di apprezzamento anche da parte degli altri creditori e degli ulteriori soggetti coinvolti nel percorso di *turnaround*.

Alla luce di tale duttilità funzionale, ben si comprende l'eterogeneità della tipologia di investitori o finanziatori ai quali viene accordato il diritto di designare l'osservatore quale figura di garanzia degli impegni assunti all'atto dell'investimento o del finanziamento. Si tratta normalmente di investitori istituzionali o altri operatori che abbiano effettuato significativi apporti in *equity* (sia esso capitale o capitale mezzanino derivante dalla sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi diversi dalle azioni) o cospicui finanziamenti, tali da trascolorare talora nella categoria del *controlling creditor*, segnatamente in situazioni di crisi³.

Con riguardo alla fonte dei poteri attribuiti al *board observer*, la figura origina – e rimane tuttora prevalentemente collocata – in una dimensione di carattere negoziale (tipicamente, parasociale)⁴. Va tuttavia segnalato come la sua più recente evoluzione registri primi momenti di emersione a livello statutario; paradigmatica è la clausola introdotta nello statuto di Atlantia, due anni or sono, in occasione del *delisting* della società⁵.

Promise of Private Ordering, in *Cornell Law Review*, 2023, reperibile su: <https://www.cornelllawreview.org/wp-content/uploads/2024/01/Hwang-et-al.-final.pdf>.

³ In argomento v. ora L. CALVOSA, *Board observer e diritto societario*, in corso di pubblicazione in *Riv. società*, consultato per la cortesia dell'Autrice; per alcuni spunti v. anche I. POLLASTRO, *La figura dell'osservatore nel consiglio di amministrazione: qualche prima considerazione*, in *Dirittobancario.it*.

⁴ Per un esempio di regolazione contrattuale dell'istituto v. il modello di accordo di investimento raccomandato dalla statunitense *National Venture Capital Association*, disponibile al seguente indirizzo: <https://nvca.org/document/investors-rights-agreement-updated-october-2024>. Ulteriori modelli di *Board Observer Agreement* sono rinvenibili sul sito della Securities and Exchange Commission: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/918541/000119312521089609/d162543dex102.htm>. Queste indicazioni confermano che, sin dalla sua genesi oltreoceano, il *board observer* rimane una figura prevalentemente extrastatutaria (e v. N. GESLEVICH PACKIN, A. ALON-BECK, *op. cit.*, 24).

⁵ Il riferimento è all'art. 15, intitolato "Osservatori", del seguente tenore: "15.1. L'Assemblea degli Azionisti avrà il diritto di nominare (i) fino a 4 (quattro) osservatori che partecipino alle riunioni del Consiglio di Amministrazione (e di qualsiasi suo comitato) – nei limiti di quanto consentito dalla Legge applicabile (incluse le norme in materia di *Market Abuse*) – e (ii) fino a 2 (due) osservatori supplenti, il quale avrà la facoltà di sostituire uno qualsiasi degli osservatori in caso di necessità, fermo restando che:

(a) ciascun osservatore e/o osservatore supplente (a) non sarà conteggiato ai fini

Quanto alla diffusione dell'istituto, in questi ultimi anni si è constatato un aumento anche della presenza di osservatori nei consigli di amministrazione delle società europee, in Italia⁶ come in Olanda⁷, mentre alcuni studi segnalano una sua prima diffusione anche in Asia⁸. L'esperienza più ampia e consolidata continua comunque a registrarsi negli Stati Uniti, dove il *board observer* costituisce sovente il tassello di una più ampia regolamentazione parasociale⁹ o di specifici accordi tra la società e investitori qualificati e, talora, partner strategici¹⁰.

del *quorum*, delle riunioni del Consiglio di Amministrazione e non avrà diritto di voto nell'ambito di tali riunioni e prenderà parte alla discussione quando invitato dal Presidente; (b) dovrà essere un dipendente, amministratore, funzionario, membro o *partner* di qualsiasi degli Azionisti di Schema quarantadue (e/o delle loro Affiliate e/o del General Partner degli Azionisti Originari B di Schema quarantadue e/o dei suoi Affiliati), (c) non potrà essere un soggetto che esercita la professione di avvocato o di consulente legale esterno, e (d) sarà nominato per un periodo di durata pari al mandato del Consiglio di Amministrazione, fermo restando che gli Azionisti (considerati tutti nel loro complesso) avranno, in qualsiasi momento, il diritto di rimuovere e/o sostituire l'Osservatore;

(b) la nomina di un osservatore o di un osservatore supplente e l'eventuale rimozione o sostituzione dello stesso dovranno essere (a) tempestivamente comunicate al Presidente del Consiglio di Amministrazione (mediante comunicazione scritta o nell'ambito delle riunioni del Consiglio di Amministrazione), e (b) riportate nel relativo verbale della riunione del Consiglio di Amministrazione;

(c) a seguito della nomina, nei limiti di quanto consentito dalla Legge applicabile (incluse le notizie in materia di Market Abuse) ciascun osservatore e ciascun osservatore supplente avrà il diritto di ricevere l'avviso di convocazione e ogni altra informazione o documentazione (ivi incluso il *board pack* e tutti i relativi materiali ad esso correlati anche tramite un accesso dedicato a qualsiasi *virtual data room* o qualsiasi altro canale, piattaforma o strumento analogo) fornita agli Amministratori o che gli Amministratori hanno il potere di richiedere con riferimento alle relative riunioni del Consiglio di Amministrazione (e di qualsiasi comitato interno allo stesso); e

(d) con riferimento a ciascun osservatore nominato, si applicheranno le disposizioni di cui all'Articolo 22.2 (*mutatis mutandis* e per quanto applicabili). Gli osservatori saranno vincolati da adeguati obblighi di riservatezza.

15.2. L'osservatore od osservatore supplente non riceverà alcun compenso".

⁶ In Italia, la richiesta di nominare un *board observer* proviene da operatori di *venture capital* qualora si affianchino ad un fondo di maggiori dimensioni, che svolge il ruolo di *lead* (ed esprime in quanto tale un amministratore), oppure effettuino investimenti ancora contenuti nella fase iniziale. Per un esempio di previsione statutaria, oltre al già richiamato statuto di Atlantia, si v. anche l'art. 28 dello Statuto di MUNDYS s.p.a., reperibile all'indirizzo https://www.mundys.com/sites/default/files/documents/Statuto%20Allegato%20_%20Verbale%20Assemblea%20Straordinaria%202011%20maggio%202023.pdf. Al di là delle previsioni statutarie, il ricorso al *board observer* si è rilevato in occasione di IPO, segnatamente all'EGM (ex AIM): e v. ad es. il caso di SEIF s.p.a.

⁷ LOYENS-LOEFF, *Trend Report. Board Observers in Dutch Companies*, June 2021, reperibile su <https://www.loyensloeff.com/nl/en/news/articles/trend-report-board-observers-in-dutch-companies-n22779/>.

⁸ In particolare, la figura si starebbe diffondendo nell'ambito delle società indiane, quotate e non, caratterizzate da assetti proprietari concentrati: v. P. GARG, V. HABLANI, *The Legislative Vacuum on the Honorary Position of a Chairman Emeritus: assessing the need to introduce statutory regulations*, in *NUJS Law Review*, 2018, 682 ss.

⁹ Nella prassi contrattuale il diritto di nominare un *board observer* viene normal-

L'origine della figura dell'*observer* si ricollega agli investimenti operati nell'ambito dei progetti di espansione di *start-up*, come esito della dialettica tra le richieste degli investitori – specie professionali¹¹ – di una rappresentanza nel *board* per controllare dall'interno l'andamento aziendale, in funzione del diretto monitoraggio dell'investimento effettuato¹², e la ritrosia delle società finanziate a cedere agli investitori spazi di potere decisionale¹³, anche al fine di arginare il ricorrente fenomeno della transizione del controllo dai soci fondatori ai soci finanziatori¹⁴. La nomina di uno o più osservatori nei rispettivi organi d'amministrazione ha rappresentato il punto di equilibrio tra le due posizioni, consentendo agli investitori un accesso immediato alle informazioni condivise all'interno del *board*, senza poterne, almeno formalmente, influenzare le decisioni e prevenendo dunque le irradiazioni dei doveri fiduciari, e relative responsabilità, riferibili ai soli consiglieri di amministrazione¹⁵.

mente riconosciuto ai soci che detengono partecipazioni qualificate (non inferiori al dieci per cento) del capitale sociale: J.M. GORDON, *Advisory Board (Observer Directors). What is an Advisory Board*, reperibile su https://thebusinessprofessor.com/en_US/business-governance/advisory-board-observer-directors-definition.

¹⁰ NYBACLC, *The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions*, in *The Business Lawyer*, 2010, 1165; J.M. ZEBERKIEWICZ, *Considerations in Drafting Board Observer Arrangements*, in *Business Law Today*, 2014, 1 ss.; E.L. KANTZ, *Considerations in Drafting Board Advisor Arrangements*, in *Business Law Today*, 2014, 2 ss. E v. già alcuni spunti in A. GUACCERO, *Patti parasociali e regole statutarie: una prospettiva comparata*, in *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*, a cura di G. Carcano, M.C. Mosca e M. Ventoruzzo, Milano, 2016, 292. Nella prassi contrattuale il diritto di nominare un *board observer* viene normalmente riconosciuto ai soci che detengono almeno il 10% del capitale sociale: J.M. GORDON, *Advisory Board (Observer Directors). What is an Advisory Board*, reperibile su https://thebusinessprofessor.com/en_US/business-governance/advisory-board-observer-directors-definition. Sulle ragioni che spingono gli investitori a preferire l'istituzione di un *observer* rispetto alla nomina di un amministratore "affiliato": KTI, *Practical Guide, The Role of Directors & Observer*, reperibile su <https://www.knowledgetransferireland.com/Model-Agreements/Practical-Guides/KTI-Practical-Guide-to-the-role-of-Directors-Observers-.pdf>.

¹¹ L.A. BEBCHUK, A. COHEN e S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 *J. Econ. Persp.* 2017; M. GORANOVA, L. VERSTEGEN RYAN, *Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review*, 40 *J. MGMT* 1231, 1231 (2014).

¹² R.P. BARTLETT, E. TALLEY, *Law and Corporate Governance*, in *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, I, North Holland, 2017, 180.

¹³ Y. ARAN, E. POLLMAN, *Ousted*, in *Theoretical Inquiries in Law*, Vol. 25, 2024, 231 ss., disponibile all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4625990.

¹⁴ E. POLLMAN, *Startup Governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 168, 2019, 181.

¹⁵ D.E. WOLFF, *Rights and Obligations of Board Observers*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 29 Agosto 2019, disponibile all'indirizzo <https://corp-gov.law.harvard.edu/2019/08/29/rights-and-obligations-of-board-observers/>.

L'opzione per la designazione di un *board observer*, rispetto ad un consigliere di amministrazione, è risultata particolarmente apprezzata dalle grandi *tech-firm*, che intendono monitorare l'evoluzione del mercato delle *big-tech start-up*, senza però incidere direttamente sulla loro governance, anche per evitare i collari che potrebbero derivarne sotto il profilo della normativa antitrust¹⁶.

A quest'ultimo riguardo, particolarmente interessante, anche per la sua risonanza mediatica, è il caso di OpenAI. Come noto, lo scontro al vertice della società produttrice di ChatGPT si è consumato nel breve arco di due settimane, tra fine novembre e inizio dicembre, con tre protagonisti: da un lato la categoria gli investitori esterni, in particolare Microsoft; dall'altro lato il *board*, costitutivamente disinteressato alla redditività di OpenAI e rappresentante degli *stakeholder* in senso amplissimo, cioè dell'umanità tutta potenzialmente minacciata da sviluppi estremi dell'IA («The Company exists to advance OpenAI, Inc.'s mission of ensuring that safe artificial general intelligence is developed and benefits all of humanity»). Fra questi due estremi i lavoratori-investitori, a causa di una particolare affinità nei confronti del CEO Altman (e forse anche delle politiche retributive di OpenAI), si sono trovati molto più vicini alla prima categoria che non alla seconda, facendo pendere la bilancia in tale direzione. Tale squilibrio si è dimostrato decisivo in un settore in cui il principale *asset* strategico è dato dal *know-how* tecnologico: è stato infatti il minacciato trasferimento di massa da OpenAI a Microsoft, che avrebbe sostanzialmente

¹⁶ N. PATEL, *It's Time To Break Up Facebook*, disponibile all'indirizzo: <https://www.nytimes.com/2019/05/09/opinion/sunday/chris-hughes-facebook-zuckerberg.html>. Sulle ragioni che hanno condotto alla diffusione dell'istituto nell'ambito delle *start-up*, v. anche M., *Why You Should Avoid Adding 'Board Observers' to Your Startup's Board*, in *INC.*, 25 Febbraio 2019, disponibile all'indirizzo <https://www.inc.com/mark-suster/startup-board-observer-member-silent.html>; J.S. FAN, *Catching Disruption: Regulating Corporate Venture Capital*, in *Columbia Business Law Review*, Vol. 341, 2018, 414 ss.; G. WEISS, *A Theory of Seed Financing*, in *University Illinois Law Review* (forthcoming), disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=4668015>, il quale rileva che gli investitori non sono generalmente interessati ad assicurarsi l'esercizio dei diritti propri d'un amministratore nella fase d'avvio d'una *start-up* caratterizzata, come noto, da una prevalente attenzione ai temi della ricerca e dello sviluppo. E v. anche I.A. STREBULAEV, A.Y. WANG, *Organizational Structure and Decision-Making in Corporate Venture Capital*, in *Stanford Business School Working Paper* n. 4008, 2021, disponibile all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3963514, i quali ricollegano tale scelta alla scarsa tendenza mostrata dai fondi di *Corporate Venture Capital* a guidare in prima persona le trattative in vista dell'investimento da effettuare, da cui deriva, quale effetto naturale, un minore potere di negoziare per sé la designazione d'uno o più amministratori, bilanciato, di contro, da un'adeguata capacità di contribuire alla nomina d'uno o più *board observers*.

decretato la morte della prima, a costringere il *board* a rimeditare le proprie scelte, facendo prevalere le istanze pragmatiche della “sostenibilità economica” dell’impresa sulla originaria missione ideale scolpita nello statuto¹⁷. Uno dei corollari di tale eclatante vicenda è stato, oltre al reinsediamento del CEO e alla sostituzione di alcuni consiglieri, l’iniziale riconoscimento a Microsoft di un posto di *observer* nel *board* di OpenAI¹⁸.

Con riguardo ai poteri attribuiti al *board observer*, essi sono declinabili – nelle espressioni utilizzate dagli operatori – dal mero “attend” al proattivo “take part”, sino al più pregnante “contribute”. Lungo questa linea evolutiva, la più frequente figura del *silent observer*, quale mero spettatore chiamato a un pur rilevante ruolo di informazione preventiva, e per così dire “riflessiva”, lascia il campo a fattispecie, talora di fonte statutaria, che consentono una vera e propria partecipazione “attiva” al dibattito consiliare, su invito discrezionale del presidente del *board* e per diretta previsione negoziale (talvolta statutaria) in relazione alle materie all’ordine del giorno¹⁹.

L’emersione di questa figura non ha mancato di sollevare profili critici collegati alle peculiarità del ruolo assunto dall’*observer*, un soggetto investito del compito di assistere – e talora, più propriamente, partecipare – alle riunioni del *board*, pur senza rivestire la carica di *director*, con le relative prerogative e responsabilità. In particolare, l’attenzione si è appuntata sul grado di applicabilità di regole che vedono come fattispecie di riferimento quella del *director*. Così, se, da un lato, la giurisprudenza statunitense tende ad escludere che un *board observer* possa essere ritenuto responsabi-

¹⁷ In argomento v. F. FIDANZA, *OpenAI e Altman, Danone e Faber: due recenti vicende di corporate social responsibility e corporate governance, tra modelli innovativi e questioni tradizionali*, in questa Rivista, 2024, 113 ss.

¹⁸ R. METZ, *OpenAI Will Add Microsoft as Board Observer, Plans Governance Changes*, in *Time* del 30 novembre 2023, <https://time.com/6341039/openai-microsoft-board-observer-governance-changes>. La scelta come *non-voting observer on OpenAI’s board* era caduta su Dee Templeton, una veterana tra i dirigenti Microsoft, storica *Head of Technology and Research Partnerships and Operations* del colosso di Redmond: A. JACKSON, *Microsoft Executive Dee Templeton Joins OpenAI Board*, *AI Magazine* (Jan. 8, 2024), <https://aimagazine.com/ai-strategy/microsoft-executive-dee-templeton-joins-openai-board>.

¹⁹ Nella prassi non sarebbero rari i casi nei quali è il *board* della società a richiedere una partecipazione attiva al dibattito consiliare da parte dell’osservatore al dibattito collegiale. Per spiegare questa funzione di *board mentoring* si è posto in rilievo che sovente i *board observer* vengono prescelti in considerazione di specifiche competenze nel settore in cui opera l’impresa e, come tali, vengono richiesti di fornire una *expert opinion* sulle materie all’ordine del giorno: N. AMORNSIRIPANITCH, P.A. GOMPERS e Y. XUAN, *More than Money: Venture Capitalists on Boards*, in *Journal of Law, Economics and Organization*, 2019, 527.

le in qualità di *director*²⁰, dall'altro, nel settore dell'antitrust, le autorità di vigilanza hanno in più casi avviato procedimenti per indagare gli eventuali impatti anticoncorrenziali del *board observer*, a partire dai possibili riflessi in tema di *interlocking directorate*²¹.

Un ulteriore elemento di attenzione è legato al protocollo istruttorio che la legge impone per le deliberazioni consiliari e ai relativi flussi informativi tra consiglieri delegati e amministratori non esecutivi, che nel nostro ordinamento l'art. 2381 c.c. disciplina in termini rigorosi e tendenzialmente inderogabili²². Tema, quest'ultimo, reso ancora più critico, nelle società quotate, dalle regole in tema di *market abuse*, che precludono al *board obser-*

²⁰ *Obasi Investment Ltd. v. Tibet Pharmaceuticals, Inc.*, No. 18-1849 (3d Cir. 2019), disponibile al seguente indirizzo: <https://cases.justia.com/federal/appellate-courts/ca3/18-1849/18-1849-2019-07-23.pdf?ts=1563901205>. Per una breve descrizione del caso e della *ratio decidendi*, v. N. GESLEVICH PACKIN, A. ALON-BECK, *op. cit.*, 26 ss. Sul punto v. *infra*, al par. 8.

²¹ Un indice dell'influenza che la partecipazione del *board observer* alle sedute dell'organo d'amministrazione potrebbe avere sulle conseguenti deliberazioni, può rinvenirsi nelle *New Guidelines for Pre-Merger Acquisitions* pubblicate ad Agosto 2023 dalla *Federal Trade Commission*, reperibili all'indirizzo <https://www.federalregister.gov/documents/2023/06/29/2023-13511/premerger-notification-reporting-and-waiting-period-requirements>. Quest'ultime impongono alle imprese che intendono procedere ad operazioni di acquisizione di fornire ogni informazione circa l'effettiva struttura organizzativa dell'entità coinvolte nel processo di fusione, includendo espressamente tra le notizie da rendere anche quelle riguardanti la nomina, nei due anni precedenti, di *board observer* negli organi d'amministrazione delle società coinvolte. L'obiettivo di tale prescrizione è quello di mitigare i potenziali effetti competitivi che potrebbero prodursi nel corso della procedura d'acquisizione, a motivo della riconosciuta capacità del *board observer* di avere influenza sulle decisioni aziendali, in forza dell'accesso ad informazioni aziendali riservate, che potrebbero rivelarsi utili non solo al gruppo d'investitori che l'abbiano nominato, ma anche ai concorrenti sul mercato, soprattutto quando colui che ricopre il ruolo di *observer* possieda anche la veste d'amministratore, ovvero di dirigente apicale in un'impresa concorrente: D.C. KULLY, B.E. VESSEL, J.R. DIERKING e B. KATZ, *Killing Deals Softly: FTC Proposes 107-Hour Increase in Hart-Scott-Rodino Burden*, in *Holland & Knight Alert*, 28 Giugno 2023, disponibile all'indirizzo <https://www.hklaw.com/en/insights/publications/2023/06/killing-deals-softly-ftc-proposes-107-hour-increase>. Sul punto v. ancora la vicenda OpenAI, nella quale parrebbe essere intervenuta una interlocuzione con le autorità di vigilanza – il Dipartimento di Giustizia e la *Federal Trade Commission* – che, all'esito di un esame dei potenziali corollari antitrust connessi all'evoluzione del rapporto tra le due società, avrebbe indotto Microsoft a rinunciare al proprio *board observer* e Apple a ritirare la propria iniziativa per ottenere una figura analoga. A seguito di tali sviluppi il consiglio di amministrazione di OpenAI ha annunciato che il suo “nuovo approccio nei confronti di Microsoft e Apple” comporterà l'organizzazione di “incontri regolari con le parti interessate per condividere i progressi della nostra missione e garantire una collaborazione più forte in materia di sicurezza” (N. GESLEVICH PACKIN, A. ALON-BECK, *op. cit.*, 4 ss.).

²² Il tema risulta particolarmente delicato quando la figura dell'*observer* è prevista in forza di accordi parasociali (mentre risulta di più agevole soluzione in presenza di una “tipizzazione” statutaria dell'istituto e delle relative prerogative) e al di fuori dei contesti di ristrutturazione aziendale (dove la soluzione si ricollega allo *shift* dei *fiduciary duties* nella risoluzione della crisi d'impresa, su cui ampiamente *infra*, nei paragrafi seguenti).

ver di utilizzare le informazioni privilegiate acquisite nello svolgimento del proprio incarico ai fini di eventuali negoziazioni, essendo soggetto al divieto di *insider trading* (art. 8 MAR) e di trasmissione a terzi delle informazioni (art. 10 MAR)²³.

I rischi ora richiamati sono legati alla polivalenza funzionale dell'istituto che, per alcuni versi, lo avvicina all'amministratore indipendente nominato dai titolari di strumenti finanziari partecipativi, e, per altri, al rappresentante comune degli obbligazionisti. Come quest'ultimo, il *board observer* è un soggetto estraneo all'organo amministrativo che agisce nell'interesse di una categoria di *stakeholder*²⁴: al di là della particolarità che tale "categoria" può coincidere con un singolo investitore – indipendentemente dalla circostanza che questi abbia effettuato un finanziamento o un apporto di *equity* (azionista di minoranza o strumentista finanziario) – resta fermo che il compito precipuo dell'*observer* è avere una immediata visione dei procedimenti decisionali del *board* e della loro coerenza con gli impegni assunti dalla società nei confronti – e, più in generale, con gli interessi – di chi lo ha nominato²⁵.

Il punto più delicato, come si dirà anche per i suoi corollari in punto di responsabilità e di diritto antitrust, attiene alla concreta dinamica dei rapporti tra consiglieri e *observer*, che potrebbe nella realtà dei fatti trascendere i confini assegnati contrattualmente all'istituto e condurre a una effettiva incidenza dell'osservatore nel processo decisionale dell'organo amministrativo, tanto più

²³ Si veda ancora il richiamo alla disciplina del *market abuse*, come limite al ruolo del *board observer*, operato nella ricordata clausola statutaria di Atlantia, peraltro introdotta in occasione del *delisting* della società.

²⁴ Si veda E.L. KANTZ, *Consideration in Drafting Board Advisor Arrangements*, cit., 2 ss. Al riguardo si è proposto di escludere il *board observer* dalle riunioni dell'organo d'amministrazione, o di suoi comitati interni, aventi ad oggetto la negoziazione con gli investitori che l'abbiano nominato o transazioni che potrebbero comunque incidere sui diritti spettanti al medesimo investitore: J.M. ZEBERKIEWICZ, *Considerations in Drafting Board Observer Arrangements*, in *Business Law Today*, April 2014, reperibile all'indirizzo https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-law-today/2014-april/considerations-in-drafting-board-observer-arrangements/.

²⁵ Come già rilevato da A. REID, D. ROBERTS, *Employees In All But Name: Where's The Privilege?*, in *LAW360* (11 luglio 2017), alcuni investitori di Venture Capital "appoint a 'board observer' to sit in on board meetings and obtain information regarding corporate decision-making. In return, the board observer agrees via contract to not attempt to exert influence or control over the corporation. Such an observer is not a fiduciary of the company and has no voting rights". E v. anche S.A. WAXMAN, J.L. GOLDMAN, *Why Venture Debt Is An Attractive Tool For Startups*, *LAW360* (9 febbraio 2017), <https://www.law360.com/articles/888900/why-venture-debt-is-an-attractive-tool-for-startups?copied=1>, ove si segnala che i finanziatori "tend to resist the inclusion of board observer rights because they do not want monitoring or interference but they are common nonetheless. According to one attorney, certain lenders in this space insist on board observer rights in all of their deals as a condition of extending the loan".

marcata quanto maggiore è il *soft power* derivante dall'autorevolezza e dall'esperienza professionale del soggetto in questione²⁶. Per altro verso, se da tempo si segnala come attraverso il *board observer*, la società finanziata possa accedere a un rapporto privilegiato con investitori e potenziali *partner* strategici per lo sviluppo del settore di attività in cui opera²⁷, si è più di recente prospettata una valorizzazione dell'istituto al fine di agevolare quella interlocuzione con gli *stakeholder* di riferimento, che costituisce la premessa per un efficace svolgimento del compito compositorio degli interessi degli azionisti e degli altri soggetti potenzialmente esposti agli impatti dell'esercizio dell'attività²⁸.

2. Gli sviluppi dell'istituto da ultimo prefigurati sollecitano l'interprete a considerare la compatibilità di tale figura con i principi del diritto societario, vagliando l'ampiezza degli spazi di libertà riconosciuti all'autonomia statutaria nella conformazione degli assetti organizzativi. In questa sede si intende appuntare l'attenzione su uno dei principali campi di applicazione della nuova figura, che, come si è accennato, è rappresentato dalle operazioni di *turnaround*.

In questo settore la nomina del *board observer* è venuta diffondendosi anche in alcuni Paesi europei al punto da assurgere a previsione normativa in uno degli ordinamenti più avanzati sul piano del diritto commerciale: il riferimento è alle novità introdotte in Olanda nel *Wet homologatie onderhands akkoord* (WHOA), entrato in vigore dal 1° gennaio 2021.

Secondo il *Dutch Scheme* il WHOA si configura come un *private restructuring's plan* o, per usare la terminologia della direttiva *insolvency* 2019/1023, un *preventive restructuring framework*. Ispirato al modello dello *scheme of arrangements* britannico e adattato in coerenza agli obiettivi della normativa concorsuale eurounitaria, questo strumento ha la funzione di consentire alla

²⁶ A. GARG, *Board Observers*, cit., ove si segnala il *soft power* che un *observer* di grande esperienza e reputazione professionale può esercitare sui componenti del *board*, amplificato dai successi conseguiti nella propria carriera lavorativa.

²⁷ J.A. SONNENFELD, *What Makes Great Boards Great*, in *Harvard Business Law Review*, Vol. 80, 2002, 106 ss., disponibile all'indirizzo <https://hbr.org/2002/09/what-makes-great-boards-great>; N. GESLEVICH PACKIN, A. ALON BECK, *Board Observers*, cit., 22 ss.

²⁸ Per questa prospettiva v. L. CALVOSA, *Board observer e diritto societario*, cit.; e già EAD., *Corporate Governance, sostenibilità e dialogo con gli azionisti*, intervento al Convegno organizzato da ASSONIME, CONSOB e Comitato *Corporate Governance* su «*Corporate governance, sostenibilità e dialogo con gli azionisti*», Roma 27 Aprile 2023, disponibile all'indirizzo https://www.consob.it/documents/1912911/2058255/20230428_Calvosa.pdf/91c1e0e6-1bee-d01a-cdf5-ac1e8b56b4a5?t=1685369446834.

società *financially distressed* di intraprendere sulla base di un piedistallo al contempo solido e duttile il procedimento di ristrutturazione, così da prevenire tempestivamente il rischio dell'insolvenza e del conseguente avvio di una procedura meramente liquidatoria degli *asset* aziendali²⁹. In tale scenario viene introdotta l'innovativa figura dell'*observer*, in relazione al quale sono dettate una serie di previsioni che rivestono particolare interesse al fine di approfondire il ruolo e le responsabilità del *board observer* nei processi di ristrutturazione aziendale.

Per mettere meglio a fuoco tali profili è opportuno richiamare le principali caratteristiche del nuovo strumento di ristrutturazione introdotto nel diritto olandese. In particolare, va sottolineato che il *Wet homologatie onderhands akkoord*, in quanto strumento "private", presuppone la *debtor-in-possession* e si articola lungo un percorso che rimane fondamentalmente *out of court*, non dando luogo all'avvio di una formale procedura di insolvenza e prevedendo un coinvolgimento ridotto ai minimi termini dei tribunali. Ed è proprio alla luce della circostanza che, nelle more della preparazione del piano di ristrutturazione, il debitore mantiene intatti i propri poteri di gestire il patrimonio e disporre degli *assets* che lo compongono, che può sorgere l'esigenza per i creditori di monitorare tale fase interinale mediante la nomina di un loro designato, che le legge individua appunto nell'*observer*.

A questo riguardo, l'art. 380.1 del *WHOA* statuisce che «*[t]he observer's task is to supervise the realisation of the restructuring plan, with due regard for the interests of the collective creditors*». Ed è in ragione della funzione che è chiamato ad assolvere che, pur in assenza di espresse previsioni in ordine ai suoi requisiti, si ritiene che occorra una preparazione specifica in materia finanziaria e in materia concorsuale attestata dall'esperienza maturata nella *corporate debt restructuring*.

²⁹ Al riguardo, per un quadro d'insieme, v. *The Dutch Scheme (WHOA) in practice: First two large restructuring plans confirmed by the Dutch courts*, 2022, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.allenoverly.com/en-gb/global/news-and-insights/publications/whoa--the-new-dutch-scheme>. Sulla figura del *board observer* si veda in particolare B. WESSELS, *Observing the board observer*, su *bonwessels.nl*, 2023; H. VOLBERDA, *Crises, Creditors and Cramdowns: An evaluation of the protection of minority creditors under the WHOA in light of Directive (EU) 2019/1023*, in *Utrecht Law Review*, 2021, 65 ss.; M.R. VAN DER ZEE, B. GIDEONSE, *Het belang van de klassenindeling onder de WHOA*, in *Onderneming en Financiering*, 2021, 34 ss.; J. VROOM, J.D. JACOBS, *Has Gategroup raised the gate for the WHOA?*, in *15 Insolvency and Restructuring International*, 2021, 44 ss. In generale, sulla figura del *board observer* nel diritto societario olandese, v. W. PETERS, *De board observer in de Nederlandse vennootschap*, in *MvO*, 2022, 259 ss., e il report di sintesi di Loyens & Loeff, *op. cit.*

La peculiarità più evidente rispetto alla prassi dell'istituto, a partire dalla sua genesi nell'ordinamento statunitense, attiene alla nomina dell'*observer*: non solo perché spetta all'autorità giudiziaria, ma perché ha luogo su richiesta dello stesso debitore (ai sensi dell'art. 379 *WHOA*) nella fase di predisposizione del piano di ristrutturazione oppure d'ufficio, su iniziativa che la corte può – o, in alcuni casi, deve – assumere a salvaguardia dell'interesse dei creditori³⁰. In altri termini, se la funzione dell'*observer* è comunque quella di presidiare il ceto creditorio, la sua nomina viene a configurarsi nel contesto dell'ordinamento concorsuale olandese come uno strumento di eterotutela; in ciò differenziandosi rispetto all'esperienza del *board observer* maturata negli ordinamenti di *common law*, dove rappresenta una misura di autotutela dei creditori e da questi ultimi imposta all'impresa finanziata in forza della loro posizione di preminenza sul piano contrattuale.

Al di fuori delle ipotesi di nomina d'ufficio, la distinzione è peraltro più formale che sostanziale, posto che l'iniziativa della società debitrice può essere evidentemente il corollario delle sollecitazioni dei creditori, normalmente a fronte dello *stand still* e dell'erogazione di nuova finanza; anche in quest'ultima ipotesi, va comunque sottolineato che la scelta del *restructuring expert* chiamato a svolgere la funzione di *observer* ha luogo da parte del tribunale e non sulla base di una sostanziale designazione (o, quanto meno, di un gradimento) dei creditori principali.

Nel diritto olandese l'*observer* riveste un ruolo fondamentale durante il processo di preparazione del piano di ristrutturazione da parte del debitore, dovendo rappresentare la prospettiva dei creditori in questa fase prodromica, e notoriamente molto delicata, dell'implementazione del *Dutch scheme*. Al riguardo la disciplina si esprime nel senso che l'*observer* è chiamato a «monitoring and reviewing the composition from that perspective and informing the court accordingly», in particolare presidiando l'integrità patrimoniale del debitore e prevenendo atti potenzialmente distrattivi o comunque pregiudizievoli. L'*observer* ha anche il dovere di informare la corte su previsioni contenute nel piano che possano incidere negativamente sulla posizione dei creditori o precludere le effettive prospettive di successo del tentativo di ristrutturazio-

³⁰ A questo proposito l'*Explanatory Memorandum* di accompagnamento alla novella legislativa precisa che la nomina dell'*observer* deve aver luogo durante l'eventuale periodo di *cooling-off* oppure nelle ipotesi in cui la corte sia tenuta a decidere in ordine al «*cross-class cram-down*» del piano di ristrutturazione rigettato da alcune delle classi nelle quali è suddiviso il ceto creditorio.

ne. Di fronte alla valutazione negativa in ordine alla “fattibilità economica” (potremmo dire, utilizzando un lessico familiare) del risanamento, la corte dovrà prendere atto dell'impossibilità di un esito positivo del tentativo di soluzione negoziale della crisi, imponendo l'immediata conclusione del *WHOA*.

Va infine sottolineato che, al fine di garantire un effettivo ed efficace esercizio delle prerogative dell'*observer*, si prevede l'instaurazione di una collaborazione con l'organo amministrativo e il *management* della società che ha avviato il piano di ristrutturazione, permettendo al primo di accedere a tutte le informazioni necessarie al fine di operare le valutazioni sul percorso di risanamento e a monitorarne l'evoluzione; e, in tale ambito, può aver luogo la partecipazione alle riunioni del *board* aventi ad oggetto il piano di ristrutturazione.

3. La peculiare disciplina olandese, ora sinteticamente richiamata, è di indubbio rilievo, anche sistematico, risultando quanto mai significativo che la figura abbia trovato quella che – a quanto consta – è in assoluto la sua prima emersione normativa proprio nell'ambito dei tentativi di ristrutturazione aziendale; al contempo si distacca dalla prassi sinora invalsa negli altri ordinamenti, nei quali il *board observer* ha fonte negoziale, al pari di altre figure contigue, quali i più noti istituti del *Business Monitoring Agent* (BMA) e del ben più diffuso Chief Restructuring Officer (CRO)³¹.

Al pari di questi ultimi strumenti, anche la figura in esame può essere annoverata fra le c.d. garanzie gestionali³² accordate dall'impresa in crisi e oggetto di patti parasociali o *covenant* di contenuto positivo (obblighi di *facere*), che costituiscono normalmente parte integrante dei piani di risanamento o di accordi di ristrutturazione³³.

³¹ Sull'origine e la diffusione di quest'ultima figura v. già The Economist, *The evolving role of the CRO*, report from the Economist Intelligence Unit, 2005, disponibile al seguente indirizzo: <https://web.actuaries.ie/press/erm-resource-database/evolving-role-cro>.

³² In argomento, v., tra gli altri, P. SCHLESINGER, *Convenzioni bancarie di salvataggio*, in *Fallimento*, 1997, 893 ss.; R. VIVALDI, *Soluzione negoziale dell'insolvenza: responsabilità civile delle banche nella crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 1998, 557 ss.; V. ROPPO, *Profili strutturali e funzionali dei contratti di «salvataggio» (o di ristrutturazione dei debiti d'impresa)*, in *Dir. fall.*, 2008, I, 364 ss.; V. DE SENSI, *Convenzioni stragiudiziali per il salvataggio delle imprese e patti parasociali*, in *Dir. fall.*, 2005, I, 57 ss.; E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1065 ss.; G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *RDS*, 2009, 609 ss.; D.U. SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, in *RDS*, 2010, 639 ss.

³³ Per un'ampia panoramica, anche di diritto comparato, e un tentativo di ricostru-

Al riguardo va segnalato un duplice denominatore che accomuna il *board observer* al CRO e al *Business Monitoring Agent* sul piano funzionale e strutturale.

Sotto il primo versante, si tratta di strumenti attivati su richiesta dei principali creditori dell'impresa in crisi o di nuovi investitori a fronte del sostegno fornito all'impresa finanziata al fine di garantire la conservazione dei valori inerenti alla preservazione (o al recupero) della continuità aziendale.

Sotto il secondo, la determinazione delle prerogative del soggetto incaricato di ricoprire i rispettivi ruoli sono tendenzialmente (e salvo il richiamato modello olandese) di natura negoziale, essendo contemplate all'interno di un *agreement* fra la società finanziata da ristrutturare e i propri creditori; conseguentemente esse possono essere individuate con un notevole margine di flessibilità e proporzionalità alla gravità della crisi e, più in generale, alle plurime circostanze che possono renderne opportuna la nomina.

Questa variabilità, come noto connota il CRO, chiamato a rivestire un ruolo che, a seconda del grado delle criticità esistenti nel caso concreto, va da quello di *watchdog*, a quello di osservatore indipendente, a quello di membro del *board* addirittura con ruoli esecutivi³⁴. Nelle loro diverse declinazioni, CRO, BMA e *board observer* si iscrivono all'interno di un *climax* ascendente, al cui polo inferiore si colloca la ricorrente ipotesi della nomina di un *advisor* scelto con il gradimento del ceto creditorio investito del ruolo di interlocutore tra ceto creditorio ed amministratori e consulenti della società in crisi; mentre, al suo vertice, spicca la designazione di componenti esecutivi dell'organo gestorio con deleghe generali o comunque estese al compimento delle operazioni più rilevanti nell'ambito del tentativo di *turnaround* dell'impresa. Tra questi due estremi si può constatare una realtà quanto mai articolata che, in un progressivo *décalage* dal vertice da ultimo richiamato, registra la nomina di consiglieri indipendenti e di componenti dell'organo di controllo, talora a seguito della conversione di debito in strumenti finanziari partecipativi e in forza di specifica previsione statutaria attributiva del relativo diritto ai

zione sistematica v. P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, 6 ss.; L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013, 139 ss.; L. MIOTTO, *Il controllo creditorio difensivo*, Torino, 2026, 20 ss. V. inoltre gli spunti offerti da L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 della banca e le soluzioni negoziali della crisi di impresa*, in RDS, 2010, 414 ss. e Id., *Le anomalie nel rapporto*, cit., 494 ss.

³⁴ Per un quadro di sintesi v. lo studio empirico disponibile al seguente indirizzo: <https://dukekay.com/en/restructuring-turnaround/>.

rispettivi titolari (art. 2351, ultimo comma, c.c.), la nomina del *Chief Restructuring Officer* e, infine, a un livello ulteriormente attenuato quanto a grado di ingerenza nella gestione della ristrutturazione, la designazione del *Business Monitoring Agent*.

Sebbene la diffusione di quest'ultima figura sia più recente rispetto a quella, ben più consolidata, del *Chief Restructuring Officer*, pare opportuno muovere da un'analisi della stessa per la sua collocazione più prossima al *board observer*. Indipendentemente dall'effettiva investitura del ruolo di osservatore all'interno dell'organo gestorio, il *Business Monitoring Agent* condivide con il *board observer* il carattere di intervento puntuale, ma meno invasivo e immanente sull'amministrazione dell'impresa finanziata.

Al *Business Monitoring Agent* vengono attribuite funzioni di controllo e monitoraggio sull'attuazione ed esecuzione delle operazioni contemplate dal piano di risanamento. Si tratta talora di piani posti alla base di accordi di ristrutturazione soggetti ad omologazione, di cui agli artt. 57 e ss. del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (c.c.i.), ma più sovente di piani di risanamento attestati nel contesto stragiudiziale di cui all'art. 56 c.c.i. Nelle realtà di gruppo il monitoraggio viene esteso alle operazioni realizzate dalle principali controllate, dai cui piani industriali e finanziari dipende la fattibilità dell'impresa della controllante, anche quando non assurgano a tasselli di un vero e proprio piano di gruppo.

A presidio dell'efficacia del sistema di controllo su tali operazioni, si prevede che i responsabili delle funzioni della società o delle società del gruppo sulle quali si irradia il monitoraggio riportino direttamente al *Business Monitoring Agent* in termini sia di pianificazione degli obiettivi, sia di valutazione delle *performance*³⁵. A queste funzioni di base si affianca normalmente il monitoraggio delle operazioni di finanza straordinaria approvate dalla società e la supervisione del processo di valorizzazione e dismissione degli *asset* in esecuzione di quanto previsto nel piano e negli accordi conclusi con i creditori e finalizzati alla generazione

³⁵ In particolare, il BMA è chiamato a una verifica periodica (normalmente trimestrale) dell'operatività del dipartimento amministrativo con particolare riguardo ai settori più direttamente funzionali all'accertamento del rispetto delle previsioni di piano: da quelli, per così dire prodromici, del monitoraggio sul sistema di pianificazione e controllo di gestione, sulla corretta e tempestiva alimentazione della contabilità, sulla redazione del bilancio d'esercizio (ed eventualmente del bilancio consolidato) e sulla gestione della fiscalità ordinaria, a quello cruciale della gestione della tesoreria e dei rapporti con i finanziatori, con particolare riguardo alla redazione e aggiornamento del *budget* di tesoreria, alla gestione dei flussi di cassa e all'analisi degli scostamenti rispetto ai *budget*, della politica dei costi di struttura e funzionamento (segnatamente in punto di *cost controlling* in conformità a quanto previsto dal piano di risanamento).

dei flussi finanziari previsti dal piano, in conformità al quale tali flussi devono essere destinati.

In tale prospettiva, e venendo al nostro tema, non è sempre espressamente contemplata la partecipazione come osservatore alle riunioni del consiglio di amministrazione, appuntandosi l'attenzione piuttosto a livello operativo, creando una diretta interlocuzione con il *management* della società: si prevede normalmente una partecipazione a incontri periodici finalizzati a monitorare l'adozione da parte delle migliori strategie, secondo le *best practices*, per la valorizzazione degli attivi e l'individuazione di eventuali investitori interessati all'acquisizione di asset non strategici e, più in generale, il rispetto degli impegni finanziari assunti con i creditori al momento della sottoscrizione dell'accordo di risanamento.

È peraltro evidente che la presenza alle sedute del consiglio di amministrazione potrebbe agevolare lo svolgimento delle funzioni sia di monitoraggio interno alla società, sia di informazione esterna verso i creditori nel preminente interesse dei quali il *Business Monitoring Agent* viene nominato: quest'ultimo è infatti quasi sempre tenuto a promuovere flussi informativi verso i creditori mediante incontri richiesti di volta in volta dagli stessi (tutti coloro che hanno sottoscritto l'accordo o quelli più selettivamente indicati o ancora un loro rappresentante) e con relazioni di aggiornamento periodico normalmente semestrali (documenti o relazioni di monitoraggio).

La nomina di un *Business Monitoring Agent* mira ad arginare la richiesta del ceto creditorio di inserire nell'organigramma della società soggetti di loro designazione investiti di deleghe operative nella gestione dell'impresa ristrutturanda, quali non solo consiglieri esecutivi, ma anche la figura del *Chief Restructuring Officer*.

Quest'ultimo è infatti normalmente dotato di poteri di ingerenza nella gestione della società in fase di ristrutturazione ben più pregnanti di quelli assegnati al *Business Monitoring Agent* e al *board observer*, tali da consentire una diretta incidenza sulle operazioni gestorie, segnatamente su quelle *finance-related*. Tali poteri includono di regola i) il diritto di approvare i pagamenti eccedenti determinati importi; ii) il diritto di negoziare con gli *stakeholder* con i quali la società intrattiene rapporti; iii) il diritto di fornire le informazioni ai creditori che lo hanno designato in merito alla società sottoposta al suo controllo; iv) il diritto di negoziare la ristrutturazione dell'esposizione debitoria della società o il suo rifinanziamento; v) il diritto di individuare i potenziali acquirenti degli *asset* della *troubled company*, di cui si contempli la dismissione nel piano di risanamento.

Al fine di rendere effettive queste prerogative è sovente intro-

dotta una clausola che subordina al *placet* preventivo del CRO il compimento da parte della società finanziata delle operazioni individuate nel (peraltro lato) spettro operativo ricollegabile alle funzioni sopra indicate³⁶; e, sempre in tale prospettiva, viene talora previsto il potere ad esercizio doveroso di prendere diretto contatto con la dirigenza della società, da un lato, e, dall'altro, di partecipare alle riunioni del consiglio di amministrazione che abbiano ad oggetto dette operazioni, con speculare dovere di invio al CRO dell'avviso di convocazione e relativo ordine del giorno.

4. È dunque all'interno di questa proteiforme fattualità forgiata dalla fervida fantasia giuridica degli operatori delle ristrutturazioni aziendali che viene ad emergere in questi ultimi anni la posizione del *board observer*: una figura che presenta, come si è visto, profili di contiguità, intersezioni radiali e potenziali sovrapposizioni con altri istituti, rispetto ai quali sino ad oggi stenta ad assumere un suo autonomo profilo nel settore in esame.

Come si è accennato, l'istituto è tuttora inesplorato nell'ambito del nostro ordinamento, ma ha ormai cinque lustri di esperienza applicativa, a partire dall'ordinamento statunitense nel quale si registra la più ampia casistica di ricorso alla nomina di *board observer* in funzione di supporto alla predisposizione e al monitoraggio dei piani di risanamento aziendale³⁷. Da queste esperienze si ricavano le coordinate essenziali dell'istituto: il *board observer* trae i propri poteri non già da norme di diritto societario ma da apposite pattuizioni contrattuali; e, pur con le peculiarità imposte dal contesto del *turnaround*, assolve una funzione di protezione,

³⁶ L. SMITH, *Control Through Observer Rights and a CRO*, in *The Journal of Private Equity*, 2015, 56 ss.

³⁷ K.W. RICHARDSON, S. HORN e F. PORTOLANO, *Board Observers Beware: A Discussion of Liabilities and Risks Facing Board Observers from a United States, Canadian, and Italian Law Perspective*, reperibile su <https://silo.tips/download/introduction-us-perspectives-kandace-w-richardson>; J. LEVY, *Why Board Observer Seats are better than actual Board Seats?*, 25 aprile 2016, disponibile al seguente indirizzo: <https://medium.com/@zelkovav/why-board-observer-seats-are-better-than-actual-board-seats-28ca0bf360d3>; M. SUSTER, *Why you should avoid adding 'Board Observers' to your Startup's Board*, 25 febbraio 2019, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.inc.com/james-ledbetter/mentor-program-invitation-founders-project.html>; A. GARG, *Board Observers: What to do and What not to do*, 23 maggio 2017, disponibile al seguente indirizzo: <https://medium.com/@amitgarg/board-observers-what-to-do-and-what-not-to-do-c3f49ce91914>. Per un primo sguardo comparatistico v. E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, cit., 1085, ove già si segnalava l'emergere in ordinamenti stranieri di un crescente interesse dei finanziatori a riservarsi la prerogativa di nominare un *board observer* titolato ad assistere alle riunioni degli organi senza esserne formalmente membro e dunque – almeno tendenzialmente (salve le ipotesi di amministrazione di fatto o di controllo contrattuale) – senza dividerne la responsabilità.

rispetto alle scelte gestorie della società, degli interessi dei soggetti (investitori o creditori) che lo hanno designato, nell'esercizio di una *observational or advisory capacity*: sempre senza il diritto di voto nel consiglio di amministrazione e senza quindi poter incidere direttamente sulle determinazioni dello stesso³⁸.

Il dato casistico segnala altresì che la figura del *board observer* registra una maggiore diffusione nelle *start-up, small and/or new companies*³⁹: realtà imprenditoriali che, in quanto aventi del tutto fisiologicamente un indebitamento consistente e/o limitate opzioni di finanziamento, versano sovente in una posizione di debolezza contrattuale nei confronti dei potenziali finanziatori e, pertanto, si vedono richiesta la nomina del *board observer* da parte non già dei soci, bensì dei creditori dal cui sostegno dipenda l'avvio e lo sviluppo dell'attività dell'impresa, specialmente quando si tratta di fronteggiare situazioni suscettibili di comprometterne la continuità aziendale⁴⁰.

Le caratteristiche che connotano sin dalla sua origine l'istituto nell'esperienza statunitense si riscontrano anche al di qua dell'Atlantico, dove la figura del *board observer* ha sinora fatto le sue prime, e ancora embrionali, apparizioni nella definizione dei rapporti fra creditori e società finanziata, con le già segnalate difficoltà di distinguerla dalle altre fattispecie attigue riconducibili al più ampio fenomeno della *lender governance/liability* e del *controlling creditor*. Anche nelle esperienze europee è dato constatare una realtà operativa multiforme, nella quale la linea di confine tra "partecipazione" (*take part*), qualificata dal diritto di intervento e conseguente potenziale orientamento delle decisioni consiliari, e mera "assistenza" (*attend*) quale spettatore muto al consiglio di amministrazione può rivelarsi nei fatti più labile di quanto non risulti in astratto⁴¹.

D'altro canto la pregnanza delle prerogative del *board observer* è sovente collegata al ruolo dei soggetti che ne richiedono la designazione e tendenzialmente proporzionale al grado di rischio assunto nell'operazione di risanamento. Diversa è infatti la posizione dei creditori preesistenti interessati dal *turnaround* in una mera logica di *stand still* e ristrutturazione dei debiti, rispetto a quella di coloro che erogano nuovi prestiti o ancora finanziamenti mezzanini o investimenti nel capitale della società in crisi⁴².

³⁸ T. LETTICH, *op. cit.*, ove si constata che nella prassi nordamericana "Board observer rights are not defined by statute. There is no common law right enabling investors the right... these rights and the related role of the observer must be defined by a contract".

³⁹ T. LETTICH, *op. loc. ult. cit.*

⁴⁰ L. SMITH, *op. loc. ult. cit.*

⁴¹ M. STELLA RICHTER JR, *Partecipare*, cit., 909 ss.

⁴² In particolare, sul ricorso alla designazione di *board observer* da parte di titolari

Nella maggior parte degli ordinamenti europei, al pari degli Stati Uniti, la figura in esame non trova cittadinanza né nell'ambito del diritto societario, né nella disciplina della crisi, rimettendosi la previsione della designazione del *board observer* e dei poteri dei quali lo stesso è investito rispetto all'organo amministrativo della società oggetto del *turnaround* alle pattuizioni che di volta in volta intercorrono tra quest'ultima, da un lato, e i creditori e investitori chiamati a concorrere al risanamento, dall'altro.

5. Nelle sue diverse varianti l'istituto in esame costituisce un punto di emersione, e al contempo una significativa estrinsecazione sul versante operativo, di quella progressiva trascolorazione dell'interesse sociale che lo stato di crisi determina, reindirizzando gli stessi doveri degli amministratori.

Si tratta di un mutamento del paradigma gestorio che risulta in linea di principio tanto più marcato quanto maggiore è la gravità della crisi che l'impresa è chiamata ad affrontare, ma la cui portata è da tempo oggetto, come noto, di ampio dibattito in dottrina, dove è ampiamente rappresentata – soprattutto nella letteratura di *common law*⁴³ – la tesi secondo la quale tale reindirizzamento si tradurrebbe in un vero e proprio *shift of fiduciary duties* a favore dei creditori sociali, la cui tutela trascolorerebbe da mero limite esterno all'agire sociale al rango primario (*Vorrang*) di interesse al quale andrebbe principalmente informata l'azione degli amministratori⁴⁴.

di prestiti subordinati erogati in occasione di operazioni di ristrutturazione aziendale v. ancora L. SMITH, *op. loc. ult. cit.*

⁴³ In argomento, tra gli altri, G. SPINDLER, *Trading in the Vicinity of Insolvency*, in *EBOR*, 2006, 349 ss.; A.R. KEAY, *Directors' duties and creditors' interests*, in 130 *LQR*, 2014, 443 ss.; S.C. HENRIQUES, *The Duties of Directors When There Is a Likelihood of Insolvency and the Proposal for a New Directive*, in *ECL*, 2019, 55; A. GURREA MARTÍNEZ, *Towards an Optimal Model of Directors' Duties in the Zone of Insolvency: An Economic and Comparative Approach*, in 21 *Journal of Corporate Law Studies*, 2021, 365 ss. In particolare, sullo *shift of fiduciary duties* in caso di sottoposizione della società al *Chapter 11*; C.W. FROST, *Bankruptcy Redistributive Policies and the Limits of the Judicial Process*, in 74 *N.C. Law Review*, 1995, 75 ss.; R.B. CAMPBELL, C.W. FROST, *Managers' Fiduciary Duties in Financially Distressed Corporations: Chaos in Delaware (and Elsewhere)*, in *J. Corp. L.*, 2007, 495 ss.; S. KORCH, *Sanierungsverantwortung von Geschäftsleitern*, in *ZGR*, 2019, 1052 ss.

⁴⁴ Nella dottrina italiana v. per tutti B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi d'impresa*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 327 ss.; ID., *Crisi societarie e governo dei creditori*, in *Dir. giur.*, 2007, 14 ss.; L. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, 1041 ss.; ID., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 51 ss.; A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 813 ss.; F. FIMMANÒ, *L'allocatione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, 79; ID., *La gestione dell'impresa nell'ambito del fallimento*, in *Trattato delle*

Su questo sfondo concettuale si stagliano le indicazioni offerte dalla direttiva 2019/1023 (c.d. “direttiva *insolvency*”), ove si prevede espressamente che, qualora sussista una probabilità di insolvenza, gli amministratori *devono tenere debitamente conto di una pluralità di interessi*.

La disposizione è contenuta nell’art. 19, lett. a) della direttiva, nella cui formulazione letterale è dato percepire nitidamente l’eco della previsione dettata dalla *section 172 del Companies Act* del Regno Unito sin dal 2006 e presente anche in altri ordinamenti⁴⁵. La nomogenesi dell’art. 19⁴⁶ e l’esame dei Considerando⁴⁷ sembra-

procedure concorsuali, a cura di A. Jorio, B. Sassani, vol. III, Milano, 2016, 29 ss.; M. MIOLA, *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell’insolvenza*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, vol. I, Bari, 2011, 609 ss.; F. GUERRERA, *Compiti e responsabilità degli amministratori nella gestione dell’impresa in crisi*, in *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, a cura di M. Vietti, Milano, 2013, 247 ss.; R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell’impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 304 ss.; P. AGSTNER, *Gli azzardi morali dei soci nelle s.r.l. in crisi*, in *Società, banche, crisi d’impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadesse*, vol. 3, Torino, 2014, 2477 ss.; P. MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 285 ss.; V. CALANDRA BUONAURO, *L’amministrazione della società*, cit., 304 ss.; R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013, 674; S. SANZO, *La responsabilità nella (e per la) crisi*, in *Aspetti adeguati e modelli organizzativi*, a cura di M. Irrera, Bologna, 2016, 1044. Per la peculiare declinazione che tali doveri assumono nelle realtà di gruppo v. N. ABRIANI, L. PANZANI, *Crisi e insolvenza nei gruppi di società*, in *Crisi d’impresa e procedure concorsuali*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, II, Torino, 2016, 3041 ss. e più di recente N. ABRIANI, G. SCOGNAMIGLIO, *Crisi dei gruppi e composizione negoziata*, su dirittodellacrisi.it, 23 dicembre 2021; N. ABRIANI, L. BENEDETTI, *La crisi dei gruppi di imprese*, in corso di pubblicazione in *Trattato del diritto della crisi* diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, 2025. Sul tema si vedano, per ulteriori riferimenti, le monografie di F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015; A. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi preconcorsuale*, Milano, 2016; M. SPIOTTA, *Continuità aziendale e doveri degli organi sociali*, Milano, 2017. Per una rivisitazione del tema alla luce anche della direttiva *insolvency*, v. F.M. MUCCIARELLI, *Doveri degli amministratori di società in crisi*, *lex concursus e sovranità nazionale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, I, 699 ss.; G. STRAMPELLI, *La disciplina europea dei doveri degli amministratori nella società in crisi: problemi e prospettive*, in *Rivista ODC*, 2020, 723 ss.; L. BENEDETTI, *L’organo gestorio fra interesse dei soci e interessi altri: prime considerazioni sui principi della direttiva sui preventive restructuring frameworks*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, Torino, 2022, 1878 ss., ove ampi riferimenti di diritto comparato.

⁴⁵ Per un’ampia panoramica sugli ordinamenti australiano, neozelandese e canadese A. GURREA MARTÍNEZ, *op. cit.*, 365.

⁴⁶ Per un confronto tra il testo dell’art. 19 e l’originario art. 18 del progetto di direttiva, reso pubblico sin dal 2016, che faceva esplicito riferimento agli interessi “*of creditors and other stakeholders*”, v. L. BENEDETTI, *L’organo gestorio fra interesse dei soci*, cit., secondo il quale dall’evoluzione che la norma ha avuto nel corso delle successive versioni “non pare più potersi evincere l’imposizione cogente di uno *shift of fiduciary duties*, almeno ove lo si intenda come attribuzione di un rango privilegiato e prioritario all’interesse dei creditori in ordine all’individuazione dello scopo dell’attività gestoria a fronte di una crisi prospettica”; e v. già in senso conforme, nella letteratura tedesca, S. KORCH, *op. cit.*, 1058 s.

⁴⁷ E v. in particolare il considerando n. 71, ove si chiarisce che “[l]a presente direttiva

no indicare che il legislatore comunitario non ha inteso imporre in modo cogente una gerarchia dei diversi interessi coinvolti nella crisi della società, demandando agli amministratori un adeguato bilanciamento tra le istanze dei soci, da un lato, e dei creditori e degli altri *stakeholder*, dall'altro, e imponendo di tenerne debitamente conto in una logica olistica e sul presupposto di una tendenziale equiparazione gerarchica di tali interessi⁴⁸.

La direttiva *insolvency* viene ad assegnare una inedita dimensione eurounitaria alla questione dello scopo al raggiungimento del quale deve essere "funzionalizzato" l'esercizio del potere gestorio negli scenari non solo di crisi, ma anche di pre-crisi collocati in una fase prodromica rispetto all'apertura di procedure concorsuali. Com'è stato puntualmente rilevato, il legislatore europeo delinea un sistema nel quale agli amministratori è imposto di operare un temperamento tra gli interessi dei soci e gli interessi dei creditori e degli altri *stakeholder*, nell'assunzione delle scelte gestorie, a cominciare dalla individuazione dei più efficaci strumenti di contrasto della crisi⁴⁹. In questo quadro, che determina un'ulteriore torsione assiologica dello scopo dell'impresa sociale, in una prospettiva doverosamente "*interessenpluralistischen*"⁵⁰, l'istituto del *board observer* potrebbe assumere una maggiore rilevanza e diffusione operativa.

Da tale angolo prospettico è dato infatti cogliere la rilevanza che il ruolo dell'*observer* può assolvere agevolando la considerazione da parte degli amministratori, nel *decision-making process* dell'impresa in crisi, degli interessi dei creditori che li designa-

non intende stabilire alcuna gerarchia tra le varie parti i cui interessi devono essere tenuti in debita considerazione. Ciononostante, gli Stati membri dovrebbero poter decidere sulla definizione di una tale gerarchia. La presente direttiva dovrebbe lasciare impregiudicate le norme nazionali degli Stati membri relative ai processi decisionali all'interno di una società".

⁴⁸ Per ulteriori approfondimenti sui problemi connessi al recepimento dell'art. 19 negli ordinamenti dell'Unione europea v. L. BENEDETTI, *op. loc. ult. cit.*, ove ampio approfondimento sui dubbi relativi all'effettiva portata precettiva dell'art. 19 e sulla sua idoneità a determinare un'effettiva omogeneizzazione dei diversi ordinamenti nazionali; nella dottrina tedesca V.V. SANDER, *Die Pflichten des GmbH-Geschäftsführers in Krise und Insolvenz nach dem sanInsFoG*, in *ZHR*, 2024, 22 ss.

⁴⁹ In questi termini v. ancora L. BENEDETTI, *op. loc. ult. cit.*

⁵⁰ Così, con riguardo alla versione finale dell'art. 19, lett. a) della direttiva *insolvency*, v. H. SEIBT, A. VON TREUFELD, *Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Aspekte der EU-Restrukturierungsrichtlinie*, in *DB*, 2019, 1192 ss. Sul reindirizzamento dei doveri degli amministratori verso l'*entity maximization in the vicinity of insolvency*, è d'obbligo il richiamo a *Credit Lyonnais Bank Nederland N.V. v. Pathe Comm. Corp.*: un riconoscimento *leading case* oggetto peraltro di interpretazioni non univoche (per una sintesi delle quali v. C.D. KANDESTIN, *The Duty to Creditors in Near-Insolvent Firms: Eliminating the "Near-Insolvency" Distinction*, in *60 Vanderbilt Law Review*, 2007, 1250 ss.

no: creditori che costituiscono una delle categorie principali di *stakeholder* della società, soprattutto qualora essa si trovi a fronteggiare una situazione di probabilità di insolvenza⁵¹. Vengono qui ad assumere peculiare rilievo le già segnalate caratteristiche che connotano il *board observer*: in particolare la circostanza che quest'ultimo è un *investors' representative* e come tale non è tenuto ad agire nell'esclusivo interesse della società bensì a tutela degli interessi che è chiamato a rappresentare.

Tali considerazioni inducono a riconsiderare in una nuova e più vivida luce il ruolo che il *board observer* può rivestire nelle ristrutturazioni aziendali: l'istituto offre infatti la possibilità di istituire quella che è stata definita una efficiente "cinghia di trasmissione" tra le esigenze, le aspettative e gli interessi dei creditori che ne hanno determinato la nomina, da un lato, e il consiglio di amministrazione della società, dall'altro, in tal modo dando una più puntuale e compiuta attuazione alle linee di indirizzo prefigurate dalla richiamata previsione della direttiva *insolvency*⁵².

6. Queste ultime considerazioni assumono un ulteriore rilievo alla luce delle novità introdotte dal codice della crisi e dell'insolvenza, le cui disposizioni devono essere necessariamente interpretate nei termini più sintonici ai sovraordinati precetti eurounitari.

Il richiamo alla gerarchia delle fonti impone innanzi tutto una lettura correttiva della legislazione interna delle disposizioni che sembrano riferire selettivamente il dovere di gestire l'impresa nell'interesse prioritario dei creditori all'interno dei "procedimenti" previsti dalla disciplina concorsuale (l'art. 4, comma 2, lett. c), c.c.i.); nella fase anteriore alla loro formale apertura un obbligo corrispondente è espressamente previsto nel contesto della composizione negoziata della crisi e qualora già risulti uno stato di insolvenza, per quanto superabile alla luce di concrete prospettive di risanamento, prevedendosi altrimenti una generica – e, stanti le note previsioni di cui agli artt. 2394 e 2476 c.c., per molti versi pleonastica – istanza di gestione dell'impresa "in modo da evitare pregiudizio alla sostenibilità economico-finanziaria dell'attività" (art. 21, comma 1, c.c.i.)⁵³.

⁵¹ In argomento v. ora D. STANZIONE, *Liquidazione dell'attivo e interessi degli stakeholders*, Napoli, 2023, 78 ss.

⁵² L. CALVOSA, *Board observer e diritto societario*, cit.

⁵³ Sulla corrispondente disposizione di cui all'art. 4, comma 5, d.l. 118/2021, poi trasfusa nel corpo del codice della crisi insieme alla restante disciplina della composizione negoziata della crisi, v. L. PANZANI, *Il d.l. "Pagni" ovvero la lezione (positiva) del covid, su dirittodellacrisi.it*, 25 agosto 2021, 16 ss.

Una interpretazione orientata a prevenire possibili discrasie rispetto al dettato della direttiva impone di trascendere l'elemento formale dell'avvio tanto delle procedure, quanto del percorso di composizione negoziata, per anticipare la doverosa considerazione dell'interesse dei creditori – e il relativo vincolo alla gestione dell'impresa – al momento in cui siano ravvisabili i presupposti in presenza dei quali si può ricorrere alla composizione negoziata, sussistendo anche soltanto una probabilità di crisi⁵⁴.

E sempre attraverso il prisma della direttiva *insolvency* deve leggersi la previsione che assegna alla competenza esclusiva degli amministratori tanto la decisione in ordine all'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza, quanto la determinazione del contenuto della proposta e delle condizioni del piano⁵⁵. La disposizione, che costituisce l'approdo finale di un percorso avviato con il d.lgs. n. 5/2006 e proseguito con le regole in tema di proposte concorrenti, attribuisce dunque il potere di decidere sia l'*an*, sia il *quomodo* della regolazione della crisi *esclusivamente* all'organo di amministrazione, fulminando con la nullità eventuali previsioni statutarie derogatorie volte a ripristinare l'ormai definitivamente superata "sovranità" assembleare al riguardo.

Si tratta di scelta legislativa che risulta sintonica, da un lato, con la riserva agli amministratori, in tutti tipi societari, del fondamentale compito di istituire adeguati assetti organizzativi e, dall'altro lato, con i doveri che il secondo capoverso dell'art. 2086 c.c. pone in capo all'imprenditore (e, nelle società di capitali, al suo organo di amministrazione) di "attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale".

Da tali premesse risulta confermato che le opzioni che gli amministratori sono ora tenuti ad operare in via esclusiva, nel momento in cui sono chiamati ad adottare le contromisure per fronteggiare la situazione di crisi in cui versa la società gestita, devono essere improntate alla considerazione degli interessi anche – anzi, si potrebbe dire soprattutto – dei creditori; e ciò sin dal momento

⁵⁴ Art. 12, comma 1, c.c.i. Per questa lettura estensiva della previsione del principio di cui all'art. 4, comma 2, lett. c), c.c.i., anche in connessione con le previsioni in materia di composizione negoziata, v. L. BENEDETTI, *op. loc. ult. cit.*

⁵⁵ Così l'art. 120-*bis* c.c.i., ai sensi del quale: "L'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza è deciso, in via esclusiva, dagli amministratori unitamente al contenuto della proposta e alle condizioni del piano". Ampiamente sul tema v. L. BENEDETTI, *Soci e amministratori negli strumenti di regolazione della crisi delle società*, in *Riv. dir. comm.*, 2024, I, 113 ss.

della rilevazione di una situazione di crisi o di probabilità di crisi, a prescindere dalla formale apertura di una procedura di regolazione della stessa e quindi già nel momento in cui la società, formalmente *in bonis*, si trovi a dover definire la strategia e a selezionare lo strumento più adatto, nel caso concreto, alla regolazione della crisi⁵⁶.

In questo rinnovato scenario normativo, e prima ancora concettuale, l'istituto del *board observer* e la sua connaturata capacità di veicolare all'interno del procedimento di formazione delle scelte gestorie la visione e gli interessi dei creditori che lo hanno designato, sono destinati ad assumere un inedito rilievo. In tal modo, la funzione del *board observer* nell'ordinamento italiano, quale può essere ricostruita in via interpretativa a partire dal dato normativo del codice della crisi e della direttiva *insolvency*, finisce per coincidere con quella scolpita nel diritto positivo olandese di "*monitoring and reviewing*" del concreto esercizio da parte degli amministratori della società in crisi, delle prerogative, rimesse alla sua competenza esclusiva, in ordine all'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza, nonché alla determinazione del contenuto della proposta e del piano: un monitoraggio che andrà effettuato dalla prospettiva del ceto creditorio, il cui interesse l'art. 19, lett. a) della direttiva impone all'organo gestorio di considerare.

La rilevanza del ruolo del *board observer* non è tuttavia circoscritta alla sola fase di predisposizione della proposta dello strumento diretto alla regolazione della crisi: la rappresentazione degli interessi del ceto creditorio realizzata tramite il *board observer* risulta infatti parimenti rilevante nella fase esecutiva dello strumento prescelto. In particolare nell'attuazione di un piano attestato di risanamento *ex art. 56 c.c.i.*, che rimane, anche nella vigenza del nuovo diritto concorsuale, uno strumento di regolazione della crisi eminentemente stragiudiziale e di natura negoziale, ma di cui viene oggi sottolineata, anche nella definizione, la stretta connessione funzionale alla stipulazione dell'accordo con i creditori⁵⁷. Di qui il più spiccato rilievo che viene a rivestire la presenza di un soggetto designato dai creditori ai quali il piano è "rivolto", con la precipua funzione di veicolare gli interessi all'interno del proces-

⁵⁶ Una conclusione che viene così a collocarsi nel solco della riflessione della giurisprudenza teorica e pratica (soprattutto di *common law*) sullo *shifting of duties*, nella quale il reindirizzamento della funzione gestoria non è subordinato a un presupposto formale (e v. sul punto, anche per opportuni riferimenti, L. BENEDETTI, *op. loc. ult. cit.*).

⁵⁷ A. ZORZI, *Piani di risanamento e accordi di ristrutturazione nel codice della crisi*, in *Fallimento*, 2019, 993.

so di determinazione delle scelte imprenditoriali che informano e sostanziano il piano di risanamento⁵⁸.

Va infine segnalato che, oltre che al ricordato dovere di adeguata considerazione dell'interesse dei creditori, l'intervento del *board observer*, con le caratteristiche desumibili dalla prassi applicativa e dalla letteratura straniera sopra descritta, si rivela strumentale alla realizzazione di altri principi generali scolpiti dall'art. 4 c.c.i. La funzione di strumento per superare le asimmetrie informative fra imprenditore e creditori in ordine alla situazione in cui versa l'impresa e quella di rappresentante delle istanze del ceto creditorio proprie dell'istituto in esame rilevano infatti al fine di una più efficace attuazione sia del dovere dell'imprenditore di "illustrare la propria situazione in modo completo, veritiero e trasparente", previsto dall'art. 4, comma 2, lett. a), c.c.i., sia del dovere di leale collaborazione fra imprenditore e creditori enunciato dall'art. 4, comma 4, c.c.i. Anche a tal fine si renderà necessario che nelle clausole contrattuali, alle quali sono demandate tanto la nomina quanto la determinazione delle prerogative dell'*observer*, sia specificato puntualmente il ruolo che costui è chiamato a svolgere rispetto alle fasi dell'accesso e/o dell'implementazione di uno strumento per la regolazione della crisi.

7. Se la figura del *board observer* potrebbe dunque essere rivitalizzata dalla disciplina positiva dettata per gli strumenti di regolazione della crisi dal nuovo codice della crisi, un discorso a parte merita la peculiare declinazione che l'istituto è suscettibile di assumere all'interno della composizione negoziata della crisi. Al riguardo, pur essendo evidente la differenza sul piano formale e per così dire "strutturale" tra la posizione del *board observer* e quella dell'esperto chiamato ad assistere le parti nelle trattative nel contesto della composizione negoziata, parimenti è innegabile lo spazio di sovrapposizione funzionale tra il ruolo che può essere delineato in via contrattuale per il primo e almeno una parte dei compiti che la legge assegna al secondo. L'elemento differenziale è rappresentato dalla posizione di equidistanza che l'esperto, in quanto mediatore, deve conservare dai due poli della trattativa che è chiamato ad indirizzare su binari proattivi. È peraltro evidente

⁵⁸ Analoghe considerazioni possono riferirsi alla antecedente all'omologa degli accordi di ristrutturazione, anch'essa totalmente atipica e rimessa alla libera contrattazione fra l'imprenditore e i suoi creditori, salvo il caso in cui il tribunale abbia proceduto alla nomina di un commissario giudiziale; ma, ancor più, al momento successivo all'omologa, posto che l'attuazione dei piani sottesi agli accordi di ristrutturazione costituisce nella prassi una delle fasi più critiche.

che l'esperto assolve anche a una funzione di tutela degli interessi dei creditori, almeno rispetto agli atti di straordinaria amministrazione che siano suscettibili di ledere quegli stessi interessi (art. 21, commi 2 ss., c.c.i.). Ed è anche in tale prospettiva che l'esperto *i)* è chiamato a una funzione di accertamento preliminare dei presupposti oggettivi della composizione negoziata, verificando se sussistano concrete prospettive di risanamento, dalle quali dipende la possibilità di prosecuzione delle trattative (art. 17, comma 5, c.c.i.) e *ii)* si vede riconosciuto diritti di informazione di fonte legale, che gli consentono l'accesso a un cospicuo *set* di informazioni mediante la consultazione del corredo documentale che va depositato insieme all'istanza di composizione negoziata (art. 17, comma 3, c.c.i.).

Se sotto questi ultimi profili l'esperto introdotto nel diritto italiano nell'ambito della composizione negoziata presenta alcuni aspetti di vicinanza alla richiamata figura dell'*observer* previsto dalla disciplina del piano di ristrutturazione olandese, è evidente che il ruolo del "normale" *board observer* conserva un suo spazio autonomo sia nella fase anteriore all'eventuale avvio della composizione negoziata, sia in quella successiva.

Sul primo fronte la presenza di un soggetto che dall'interno si affianca agli organi societari può costituire un ulteriore stimolo alla tempestiva attivazione delle misure di prevenzione dell'insolvenza, in una logica anticipatoria dell'intervento dei soggetti esterni, dei quali potrà costituire anche un ulteriore interlocutore, per alcuni versi semplificandone il lavoro; in questo senso il *board observer* valorizza le indicazioni normative del legislatore che si è collocato nella eminente prospettiva di supportare, dall'esterno, gli organi interni (gestorio e di controllo) al fine di agevolarli nell'adempimento di doveri che il codice della crisi chiarisce definitivamente spettare a loro in via esclusiva: dalla predisposizione di assetti adeguati, alla puntuale captazione dei segnali di crisi, sino alla tempestiva adozione di efficaci misure di contrasto (in assenza delle quali dovrebbe aver luogo l'intervento proattivo (e latamente censorio) dell'organo di controllo).

Quanto al secondo versante, la figura in esame potrebbe rivestire una non minore rilevanza applicativa, a valle della negoziazione, nella fase attuativa degli strumenti ai quali la stessa potrebbe approdare in caso di successo delle trattative: successo che il *board observer* sarà chiamato a preservare ricevendo un ideale "testimone" dall'esperto, facendo tesoro dell'attività di quest'ultimo.

8. Su un piano diverso, ed obiettivamente più delicato, si pone l'ulteriore problema relativo alla possibilità che *board observer* nominati in contesti fisiologici – e finanche di crescita dell'impresa⁵⁹ – possano continuare ad assolvere anche in un contesto di crisi alla funzione di rappresentanza degli interessi degli *stakeholder*, per la quale erano stati designati. La risposta al quesito parrebbe poter essere positiva nella misura in cui si accolga l'impostazione di quella dottrina che, superando gli assunti tradizionali, tende ad ammettere che anche all'interno delle procedure concorsuali possano assumere rilevanza interessi di *stakeholder* ulteriori rispetto ai creditori⁶⁰. Una linea interpretativa che sembra conforme al sistema normativo vigente, come risultante tanto dal codice della crisi, quanto dalla direttiva *insolvency*, ma che impone di operare un bilanciamento tanto più delicato, quanto più la serietà della crisi induca ad anteporre l'obiettivo prioritario di preservare la sostenibilità economica dell'impresa, non soltanto nell'interesse immediato dei creditori, ma anche quale indefettibile premessa per poter continuare ad assolvere propetticamente agli obiettivi di sostenibilità sociale ed ambientale⁶¹.

Tale conclusione solleva, tuttavia, un ulteriore profilo problematico: quello, cioè, della possibile convivenza dell'*observer* originariamente nominato in funzione di rappresentanza degli interessi degli *stakeholder* durante il periodo di fisiologico esercizio dell'impresa con l'*observer* eventualmente designato dai creditori forti chiamati a sostenere finanziariamente il tentativo di superamento di una situazione di crisi sopraggiunta e della "intersecazione" dei rispettivi ruoli. Questione che si pone in conseguenza del ricordato riorientamento che lo scopo dell'impresa subisce in conseguenza dell'avvio di un procedimento di regolazione della crisi, nell'ambito del quale l'interesse da perseguire in via prioritaria cessa di essere quello dei soci, per indirizzarsi verso la tutela dei creditori sociali⁶². Se è vero infatti che, con il recepimento

⁵⁹ V. *supra*, nel paragrafo iniziale.

⁶⁰ In argomento v. T. LINNA, *Insolvency proceedings from a sustainability perspective*, in *Int. Insolv. Rev.*, 2019, 218 ss. Per una prima trattazione del tema, nella nostra dottrina, v. G. D'ATTORRE, *La responsabilità sociale dell'impresa insolvente*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 60 ss.; sul tema v. anche più di recente G. PALMIERI, *Crisi dell'impresa e responsabilità sociale*, in *Riv. Corte conti*, 1/2023, 70 ss.; E. RICCIARDIELLO, *Sustainability And Going Concern*, in *Riv. soc.*, 2022, 53 ss.; S. PACCHI, *La gestione sostenibile della crisi d'impresa*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 3 settembre 2022.

⁶¹ Sul punto v. ora, con ampi sviluppi, D. STANZIONE, *Liquidazione dell'attivo e interessi degli stakeholders*, cit., *passim*, spec. 235 ss.

⁶² E v. le considerazioni svolte alla luce dell'art. 4, comma 1, lett. c), c.c.i.; sul controverso ambito applicativo della disposizione, in connessione alla ricordata disposizione della direttiva *insolvency*, v. le considerazioni svolte *infra* nel cap. 3.

della direttiva *insolvency*, si è assistito ad una forte valorizzazione dell'interesse alla continuità aziendale e della tutela degli interessi dei lavoratori, il dato normativo sembra mantenere come "prioritario" l'interesse dei creditori dell'imprenditore in crisi, che potrà al più essere *contemperato* con altri interessi di volta in volta valorizzati dal legislatore, come quello alla «conservazione dei livelli occupazionali» richiamato dall'art. 212, comma 2, c.c.i., quale criterio di scelta dell'affittuario dell'azienda, o valorizzato dall'art. 84, comma 2, c.c.i. per il concordato in continuità indiretta⁶³.

Pur con queste precisazioni, va comunque sottolineato come la coesistenza delle due figure possa tradursi in una virtuosa convergenza di obiettivi. Il monitoraggio operato dal "nuovo" *board observer* sulla puntuale adozione degli interventi gestionali diretti alla risoluzione della crisi, in aderenza ai piani di risanamento e ai sottostanti accordi con i creditori, risulterebbe comunque funzionale a preconstituire le condizioni per presidiare o ripristinare la continuità aziendale, recuperando così valore a favore anche di ulteriori *stakeholder*; mentre, specularmente, la verifica da parte del "primo" *board observer* del rispetto dei principi di *sustainable corporate governance* contribuirebbe a porre su basi più solide il *turnaround* aziendale, rafforzando il complessivo sistema di gestione dei rischi dell'impresa e preservando i risultati conseguiti con la ristrutturazione da opzioni opportunistiche che potrebbero altrimenti prevalere in una logica riduttivamente improntata alle sole prospettive di profitto degli *shareholder*, ma anche di soddisfacimento degli stessi creditori⁶⁴.

Al contempo, la presenza dell'"originario" *board observer* può

⁶³ Il tema è oggetto di dibattito: per tutti v., su posizioni contrapposte, S. AMBROSINI, *Finalità del concordato preventivo e tipologie di piano: gli interessi protetti e lo "statuto" della continuità aziendale*, in *ristrutturazioniaziedali.ilcaso.it*, 10 marzo 2024; S. LEUZZI, *Il volto nuovo del concordato preventivo in continuità aziendale*, su *dirittodellacrisi.it*, 12 settembre 2022.

⁶⁴ Sulla naturale inclinazione dei creditori al perseguimento del proprio interesse – stigmatizzata da Cass., 10 febbraio 2011, n. 3274, in *Giur. comm.*, 2011, II, 298, per la quale "ogni creditore è legittimamente (nell'ambito delle regole procedurali) *homo homini lupus* nel senso che può valutare esclusivamente il proprio interesse rappresentando unicamente se stesso" – e sui rischi di abuso che ne possono conseguire v. per tutti R. SACCHI, *Lupi e conflitto di interessi dei creditori nel concordato*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 49 ss. Sui possibili riflessi della disciplina in materia di finanza sostenibile sulla prevenzione e gestione della crisi d'impresa v. ora G. SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, in *Rivista di diritto bancario* ove si segnala la possibile convergenza "tra le aspettative e gli interessi delle banche in materia ESG e i doveri di 'sostenibilità', innanzi tutto finanziaria, del consiglio di amministrazione della società", prefigurando un auspicabile «ponte operativo tra le più definite linee di indirizzo della normativa in materia di finanza sostenibile e le previsioni ancora in corso di assestamento relative a una *corporate governance* sostenibile».

contribuire a scongiurare – o, quanto meno, ad attenuare – il rischio, insito in una gestione dell'impresa *ESG-oriented*, che il delicato arbitraggio tra diversi interessi, al quale gli amministratori sono ora chiamati, decampi in arbitrarietà, garantendo un coinvolgimento non formale degli *stakeholder* nella elaborazione delle strategie e un'adeguata *accountability* in ordine all'effettivo conseguimento degli obiettivi enunciati⁶⁵.

Con riferimento infine alle ipotesi di *board observer* nominati su designazione di investitori istituzionali in *equity*, la permanenza della figura durante il tentativo di soluzione della crisi vale ad offrire a tali azionisti un osservatorio privilegiato sul percorso di ristrutturazione prefigurato, prima, ed attuato, poi, dagli amministratori: una forma di monitoraggio tanto più preziosa alla luce della drastica opzione del codice della crisi che ha sancito la competenza esclusiva dell'organo amministrativo in ordine alla scelta dello strumento di regolazione della crisi o dell'insolvenza e, in particolare, al contenuto della proposta e ai termini e alle condizioni del piano di risanamento (art. 120-*bis* c.c.i.)⁶⁶.

⁶⁵ E v. le magistrali indicazioni di F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, esternalità*, cit., 297 ss. Nel rinviare alle considerazioni svolte sul punto in altra sede (N. ABRIANI, *Responsabilidad corporativa digital*, in *Problemas actuales de gobierno corporativo*, a cura di N. Abriani, J.M. Embid Irujo, Valencia, 2023), è appena il caso di rilevare che l'approccio ora proposto si iscrive all'interno di quel modello di capitalismo democratico, responsabile e solidale, che ispira da sempre i trattati europei e la nostra Carta fondamentale e che trova riscontro nelle recenti modifiche degli artt. 9 e 41 della Costituzione italiana che oggi riconoscono espressamente le istanze di tutela, anche nell'interesse delle future generazioni, dell'ambiente, della biodiversità, degli ecosistemi e degli animali (così la legge costituzionale n. 1 dell'11 febbraio 2022). E per una rilettura dei temi in esame attraverso il prisma degli artt. 41 e 2 Cost., v., rispettivamente, G. D'ATTORRE, *La responsabilità sociale*, cit., 70 ss. e S. CERRATO, *op. cit.*, 73 ss. Per una rivisitazione critica del tema v. F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 777 ss.; N. ABRIANI, *Cambiamento climatico e transizione digitale: quale impatto sulla corporate governance?*, in corso di pubblicazione in *Estudios ed homenaje Embid Irujo*, Valencia, 2025, nonché in *Rivista Corte dei Conti* ove ulteriori richiami bibliografici.

⁶⁶ Tali rilievi valgono peraltro anche con riferimento al *board observer* di designazione degli *stakeholder*, segnatamente in relazione a strumenti volti a preservare la continuità aziendale, valorizzando il ruolo che potrebbero svolgere in tale ambito gli stessi *stakeholder*, a partire dai dipendenti nel contesto di *workers buyout*: e per uno spunto v. ora S. PACCHI, *La gestione sostenibile della crisi*, cit., ove il rilievo che “gli strumenti per la continuità, anche per la loro natura negoziale, paiono essere il terreno elettivo per un'applicazione che sia ‘utile’ non solo per i creditori”. Il tema si pone in termini diversi in scenari liquidatori, nei quali gli spazi risultano più angusti ma non del tutto esclusi ove si consideri la possibilità di una virtuosa sollecitazione alla conservazione dei valori insiti in “aggregazioni di beni e rapporti aziendali *non più funzionanti* nell'impresa insolvente, ma *funzionali* ad altre imprese” (così F. FIMMANÒ, *La gestione dell'impresa nell'ambito del fallimento*, cit., 47). E v. le riflessioni di D. STANZIONE, *Liquidazione dell'attivo e interessi degli stakeholders*, cit., 239, per il quale “sarà interesse tanto dei creditori quanto del curatore continuare a perseguire, pur nel breve termine, gli obiettivi di sostenibilità

In tale quadro, che determina l'estromissione dei membri della compagine sociale finanche dalle decisioni relative alle modificazioni del contratto sociale funzionali alla ristrutturazione, si potrebbe suggerire l'introduzione di clausole statutarie che consentano ai soci – o ad alcune categorie di azioni – di designare un “loro” *board observer* all'avvio del percorso di ristrutturazione, in funzione di un dialogo con gli amministratori, che, pur rimanendo a un livello puramente consultivo, incanalerebbe l'interlocuzione su binari istituzionali, favorendo la trasparenza del processo ma evitando rallentamenti nei tempi di adozione delle decisioni⁶⁷.

9. Le rilevanti prospettive applicative dell'istituto sono ulteriormente valorizzate dai minori rischi di responsabilità che un suo utilizzo, debitamente governato, può determinare rispetto agli altri strumenti sopra richiamati, in particolare il CRO e la nomina di consiglieri nel *board* della società finanziata, attraverso i quali possono realizzarsi forme di controllo societario da credito⁶⁸: un fenomeno che, come noto, abbraccia variegate estrinsecazioni dell'influenza che i fornitori di capitali di debito esercitano sul governo delle società finanziate⁶⁹.

In tale ambito la linea di discriminare fra la legittima attività di controllo e l'indebita sovrapposizione agli organi sociali nella gestione della società finanziata, pur nitida in astratto, può risultare,

che l'impresa debitrice abbia stabilito quando era ancora *in bonis*, se non altro nella prospettiva di preservare i valori aziendali (es. formazione del capitale umano, *know how*, investimenti realizzati etc.) in vista di una più proficua vendita del complesso aziendale, così come, al contrario, sarà interesse dei creditori e del curatore ridimensionare l'approccio tenuto in precedenza dall'impresa debitrice rispetto ai temi della sostenibilità laddove nel suo insuccesso si radichino le ragioni della crisi”.

⁶⁷ Il dialogo con i soci avrebbe luogo con modalità più snelle e in tempi più rapidi rispetto a meccanismi statuari alternativi che prevedessero la richiesta di pareri preventivi in sede assembleare, sulla cui legittimità e utilità al fine di prevenire futuri scenari contenziosi, v. ora O. CAGNASSO, *L'accesso agli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza delle società: la posizione degli amministratori*, 1° febbraio 2023, su *dirittodellacrisi.it*; L. BENEDETTI, *Soci*, cit., 113 ss.

⁶⁸ Il termine “controllo” viene qui utilizzato nel senso di potere fattuale incidente sulle scelte dell'impresa societaria: M. STELLA RICHTER JR, *“Trasferimento del controllo” e rapporti tra i soci*, Milano, 1996, 87 ss.

⁶⁹ Nella letteratura, fra i molti, F. TUNG, *Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance*, in *UCLA Law Review*, 2009, 115 ss.; D.G. BAIRD, R.K. RASMUSSEN, *Private debt and the missing lever of corporate governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2006, 1209 ss. Nella dottrina italiana A. MAZZONI, *op. cit.*; L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497, cit.*, 419; P. CUOMO, *Il controllo*, cit., 13 ss.; L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., 203 ss.; L. MIOTTO, *Il controllo creditorio difensivo*, cit., 184 ss. Da ultimo D. STANZIONE, *Il “controllo finanziario” dei creditori sulle società di capitali, tra solvenza e insolvenza dell'impresa*, in *Banca, borsa*, 2024, I, 601 ss.

nella realtà fattuale, più sfuggente ed incerta. Di qui il rischio di possibili imputazioni di responsabilità extracontrattuale per induzione all'inadempimento dei doveri gestori e finanche di responsabilità contrattuale derivante dall'attribuzione della qualifica di amministratore di fatto in capo ai creditori che, sfruttando la propria posizione di forza nei confronti della società finanziata, si siano sistematicamente ingeriti nella gestione di quest'ultima⁷⁰.

Nella prospettiva di prevenire i rischi ora richiamati, la nomina di un *board observer* può rivelarsi preferibile rispetto alla nomina di consiglieri espressi dai creditori ed anche alla designazione di figure affini, ma caratterizzate da una maggior immanenza sulla gestione (quali il *Chief Restructuring Officer*), in quanto garantisce flussi informativi sull'operato della società e, qualora specificamente previsti nei relativi *covenant*, anche poteri di *advisory* da esercitare nelle sedute dei consigli di amministrazione, senza però determinare l'assunzione di ruoli e poteri suscettibili di esporre il *board observer* (e gli enti che lo abbiano designato) alle fattispecie di responsabilità ascrivibili ai membri dell'organo gestorio⁷¹.

Se tali premesse sono necessarie per prevenire indebite derive giustizialiste, non può naturalmente escludersi la configurabilità in concreto di casi di autentica *ingerenza* del *board observer* nella sfera di attribuzioni dell'organo amministrativo riconducibili a fattispecie di responsabilità risarcitoria⁷².

Resta peraltro fermo che il semplice esercizio delle prerogative normalmente associate alla figura del *board observer* non può determinare di per sé profili di responsabilità, che rimangono relegati alle sole ipotesi in cui si accerti un effettivo contributo causale dell'*observer* nell'indirizzare il procedimento decisionale degli

⁷⁰ In argomento v. N. ABRIANI, *Gli amministratori di fatto*, cit., 140 ss. La possibilità che l'amministrazione di una società di capitali venga di fatto esercitata dai suoi finanziatori era già stata segnalata in Italia, sin dagli anni cinquanta, dalla più autorevole dottrina giuscommercialistica: v. infatti T. ASCARELLI, *Società di persone tra società; imprenditore occulto; amministratore indiretto; azionista sovrano*, in *Foro it.*, 1956, I, 413 s.

⁷¹ V. la trattazione della questione in K.W. RICHARDSON, S. HORN e F. PORTOLANO, *Board Observers Beware*, cit.

⁷² Al riguardo v. M. SUSTER, *Rethinking Board Observer*, cit., dove si afferma in maniera perentoria che in molti casi ricorrenti nella pratica i *board observer* «act like “normal” board member but they have slightly less administrative responsibilities than a full-fledged board member»; che costoro sono “observer in name only” e che gli “strategic investors” sovente acquistano tramite il *board observer* la stessa influenza “as a legal board member”. Ma in senso contrario, sottolineando come l'*observer* non possa, in quanto tale, in nessun caso né votare né partecipare ai comitati consiliari, limitandosi, se ha propri *input* da fornire, a inviare una *mail* al CEO o al *board* dopo le relative riunioni, T. HIXON, *Get Value From Board Observer*, reperibile al sito <https://www.forbes.com/sites/toddhixon/2012/09/06/get-value-from-board-observers/?sh=64dcead61531>

amministratori, tramite l'intervento alle riunioni consiliari, verso esiti deliberativi non solo maggiormente graditi dai soggetti nel cui interesse sia stato nominato, ma altresì in violazione dei canoni di corretta amministrazione⁷³. Con l'ulteriore duplice precisazione, per un verso, che la posizione di maggior forza contrattuale dei creditori nel contesto della crisi potrebbe rendere nei fatti più incisiva l'interlocuzione dialettica che il *board observer* instaura con il consiglio di amministrazione; ma, per altro verso, che proprio la centralità assunta dall'interesse dei creditori sociali nella gestione dell'impresa in crisi dovrebbe tendenzialmente conservare tale interlocuzione nell'alveo della legittimità, in quanto funzionale, in termini generali, a mantenere gli indirizzi gestori entro i binari della corretta gestione e, più specificamente, a garantire l'adempimento degli impegni assunti in sede contrattuale e nell'ambito della pianificazione del percorso di *turnaround*.

È dunque con un approccio doverosamente selettivo che andranno identificate le fattispecie nelle quali la nomina del *board observer* da parte dei creditori forti, nel contesto dei tentativi di ristrutturazione delle società, trascenda la dimensione di un fisiologico contributo proattivo e collaborativo al risanamento per attingere a una dimensione patologica tale da determinare i presupposti di una responsabilità solidale con quella degli amministratori, in qualità di *shadow director* o per concorso all'inadempimento della variegata gamma di doveri che insorgono al profilarsi di una situazione di crisi.

Infine, merita di essere sottolineata l'incidenza sul tema in esame dei nuovi e più intensi doveri che la disciplina introdotta dal codice della crisi ha introdotto in capo ai creditori, con evidenti corollari anche sulla posizione dello stesso *board observer*. Il riferimento è, in particolare, agli obblighi contemplati non solo nel richiamato art. 4, ma altresì nell'art. 16 c.c.i., in materia di composizione negoziata. Con riguardo a quest'ultima disposizione si potrebbe infatti sostenere che i doveri ivi regolati – quantomeno quelli di cui al sesto comma della norma – siano applicabili anche al *board observer* nel momento in cui questo “prende parte” alla ristrutturazione. A differenza dell'art. 4 c.c.i., che si rivolge più selettivamente ai “creditori”, ai quali impone l'obbligo di collaborazione leale e di riservatezza, la portata precettiva dell'art. 16 c.c.i. è testualmente riferita alle “parti coinvolte nelle trattative” (e non solo ai “creditori”), imponendo loro il dovere di collabo-

⁷³ E v. L. CALVOSA, *op. cit.*

rare in modo *leale* e sollecito con l'imprenditore e con l'esperto, garantendo la dovuta riservatezza sulla situazione dell'imprenditore, sulle iniziative da questi assunte o programmate e sulle informazioni acquisite nel corso delle trattative.

Il dato letterale sembra legittimare una interpretazione lata, tale da estendere tali obblighi non soltanto ai soci o a eventuali terzi⁷⁴, ma, in relazione alle sue funzioni, allo stesso *board observer*; a tale conclusione pare in particolare potersi pervenire qualora, alla luce delle specifiche previsioni del rapporto contrattuale, il *board observer* fosse dotato di poteri di influenza sul percorso e sull'esito delle ristrutturazioni, consentendo così di sussumerlo tra le "parti coinvolte" nelle trattative. Così, ad esempio, se contrattualmente fosse previsto l'obbligo di un preventivo parere, non vincolante, del *board observer* sul contenuto dell'accordo, la circostanza che tale parere non venga ingiustificatamente espresso (o venga reso in modo "non sollecito"), così da fraporsi a una effettiva e tempestiva gestione della crisi, tale condotta potrebbe essere valutata come una violazione dell'art. 16, comma 6, c.c.i., con conseguente possibile responsabilità risarcitoria, ferma restando la problematica identificazione e quantificazione del danno nel caso di specie.

Su un piano distinto si colloca l'ulteriore questione se dal dovere di leale collaborazione dei creditori sia ricavabile un dovere di "diligenza" del *creditore* che richiede la nomina del *board observer* in ordine alle caratteristiche (in primo luogo, alla professionalità) del soggetto indicato: una prospettiva inedita che prefigura una possibile *culpa in eligendo* e una serie di problemi interpretativi, la cui soluzione rimanda al più generale quesito in ordine al momento a partire dal quale sorge in capo ai creditori il dovere di leale collaborazione previsto dagli artt. 4 o 16 c.c.i. Questione, quest'ultima, rispetto alla quale pare senz'altro da accogliere una lettura ampia e funzionale della norma volta ad anticipare l'insorgenza del dovere al momento in cui l'organo amministrativo decida di dare avvio ad una fase qualificabile effettivamente come "trattativa", indipendentemente dalla formale istanza di accesso ad uno degli strumenti di regolazione della crisi contemplati dal legislatore. Soluzione quest'ultima già prospettata in termini convincenti dalla dottrina⁷⁵ ed effettivamente preferibile anche in

⁷⁴ L. PANZANI, *I doveri delle parti*, su *dirittodellacrisi.it*, 14 settembre 2022; L. BENEDETTI, *Le mobili frontiere della responsabilità della banca nell'erogazione del credito all'impresa in crisi*, di prossima pubblicazione, dattiloscritto consultato per cortesia dell'Autore; D. LENZI, *I doveri dei creditori nella crisi d'impresa*, Milano, 2022, 71, nt. 145.

⁷⁵ D. LENZI, *op. cit.*, 224 ss.

considerazione che nella categoria degli strumenti di regolazione della crisi sono ricompresi percorsi totalmente stragiudiziali, come l'accordo di ristrutturazione sulla base di un piano di risanamento attestato (art. 56 c.c.i.), che non richiedono alcuna formalizzazione del momento iniziale di avvio dello stesso.

10. L'istituto del *board observer* quale figura di supporto alla predisposizione e al monitoraggio dei piani di risanamento aziendale presenta alcune convergenze funzionali con la riflessione condotta in questi ultimi anni sul ruolo che l'intelligenza artificiale è suscettibile di rivestire nei contesti di ristrutturazione aziendale: dalla fase prodromica di elaborazione dei dati che consentono di percepire tempestivamente i segnali di crisi, a quella della individuazione dello strumento più adatto per affrontarla, sino alla verifica dei risultati dei piani di risanamento.

Come si era osservato sin dai primi studi in materia, “le capacità predittive dei sistemi algoritmici possono fornire orientamenti specifici di supporto all'esecutivo (...) nella percezione anticipata o comunque tempestiva dei segnali di crisi sì da evitare esiti liquidatori e conservare la continuità aziendale”⁷⁶. In effetti, i più recenti sviluppi tecnologici, e in particolare i sistemi evoluti basati su reti neurali, consentono l'elaborazione di modelli stocastici in grado di andare ben oltre la pur geniale intuizione sottesa allo Z-Score di Altman. In questa prospettiva si erano già sottolineati “i possibili utilizzi dei sistemi organizzati mediante tecniche di intelligenza artificiale nella fase patologica della crisi d'impresa”, segnalando la possibilità di “configurare algoritmi calibrati sulla base degli indici di crisi – valorizzando quelli individuati nel nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza, con un loro eventuale ulteriore affinamento – e dunque in grado di predire l'avvicinarsi di una simile fase patologica sulla base delle correlazioni probabilistiche individuate”⁷⁷. Una pronta identificazione del rischio da parte della macchina varrebbe a “stimolare una più efficace riorganizzazione della società in ottica di prevenzione della crisi, mediante il suggerimento da parte (o, quanto meno, l'individuazione con l'ausilio) degli stessi dispositivi di intelligenza artificiale del percorso, stragiudiziale o giudiziale, più idoneo ad affrontarla; così come l'impiego di medesimi dispositivi potrebbe risultare

⁷⁶ N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale, Dalla Fintech alla Corpotech*, Bologna, 2021, 152; e v. già N. ABRIANI, *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, in *NDS*, 2020, 261 ss.

⁷⁷ N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *ibidem*.

funzionale alla fase esecutiva dei piani di ristrutturazione, agevolando gli amministratori nella verifica della corrispondenza dei risultati della gestione alle evoluzioni che tali piani prefiguravano, per gradi e quanto meno nelle loro pietre miliari essenziali ai fini dell'adempimento degli obblighi contenuti negli accordi o nella proposta concordataria⁷⁸.

I dati empirici restituiti dalla Commissione europea nel suo rapporto sulla *CorpTech* pubblicato il giugno del 2021 hanno del resto puntualmente ravvisato nel monitoraggio dei fattori di insolvenza uno dei più rilevanti e promettenti ambiti di applicazione dell'intelligenza artificiale nelle imprese europee⁷⁹.

Se dal lato del finanziatore gli strumenti di monitoraggio dei processi di ristrutturazione aziendale sembrano collocarsi nell'ambito dei sistemi *RegTech*, espressione come noto utilizzata per identificare l'applicazione della tecnologia all'attività di *compliance*⁸⁰, va posto in rilievo come, dal lato dell'impresa finanziata, il tema si ricollega ai nuovi protocolli organizzativi previsti dagli artt. 2086 c.c. e 3 c.c.i.

Come noto, la riforma del codice della crisi ha introdotto il requisito di assetti adeguati a rilevare in via "anticipata" lo stato di crisi per il raggiungimento di un risultato utile per l'impresa,

⁷⁸ N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *op. loc. ult. cit.* Per uno sviluppo di quella impostazione v., più di recente, N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Adeguatezza degli assetti, controlli interni e intelligenza artificiale*, in *Trattato delle società* diretto da Donati, Torino, 2023, I, 1179 ss.; A. TIPALDI, *Crisi d'impresa e modelli predittivi: il ruolo dell'I.A. e della tecnologia blockchain nella prevenzione e nella composizione della crisi*, in *Riv. dir. impr.*, 2022, 441 ss.; M.S. CATALANO, *Intelligenza artificiale e prevenzione della crisi d'impresa: cosa cambia col nuovo Codice*, in *AgendaDigitale.eu*, 6 settembre 2022, www.agenda-digitale.eu/documenti/intelligenza-artificiale-e-prevenzione-della-crisi-dimpresa-cosa-cambia-col-nuovo-codice/; L.E. PERRIELLO, *Intelligenza artificiale e allerta: l'uso degli algoritmi per l'analisi e la stima del rischio di insolvenza*, in *Dir. fall.*, 2023, I, 643 ss.; L. SICIGNANO, *Profili di crisi degli early warning tools. Spunti di riflessione dall'intelligenza artificiale*, *ivi*, 2024, I, 886 ss.; G. GARELIO, *La fattispecie dei finanziamenti "anomali"*, Torino, 2024, 203 ss. Per una trattazione completa e ulteriori riferimenti v., da ultima, G. SCHNEIDER, *La digitalizzazione per la prevenzione e composizione della crisi d'impresa*, in corso di pubblicazione in *Trattato del diritto della crisi* diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, 2025. In una prospettiva interdisciplinare v. altresì M. MOSCATELLI, S. NARIZZANO, F. PARLAPIANO, G. VIGGIANO, *Corporate Default Forecasting with Machine Learning*, Working Paper no. 1256/2019, Banca d'Italia; N. AGNOLI, M. ZAMBONI, *Intelligenza artificiale e previsione delle crisi aziendali. Il primo standard definisce il framework di riferimento*, in *Amm. & Fin.*, 2021, 12, 33 ss.

⁷⁹ Commissione europea, *Study on the Relevance and Impact of Artificial Intelligence for Company Law and Corporate Governance*, giugno 2021, disponibile al seguente indirizzo: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/13e6a212-6181-11ec-9c6c-01aa75ed71a1/language-en>.

⁸⁰ A. PERRONE, *La nuova vigilanza. Reg Tech e capitale umano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, 516 ss.

i creditori e gli *stakeholder*, primi tra tutti i dipendenti attraverso l'avviamento di un percorso di risanamento adeguato. Oltre al momento della mappatura e della pronta percezione dei rischi, i metodi e processi di gestione del rischio si traducono, in seconda battuta, in oneri di mitigazione del rischio, indicati dall'art. 3 del c.c.i., i quali al dovere di misurazione anticipata dei rischi fanno seguire dei doveri di assunzione di iniziative rimediali.

Una delle principali novità della disciplina richiamata va ravvisata nella dislocazione di questi doveri lungo la catena di valore societaria e alla loro attribuzione non solo in capo alla società diretta interessata, con un'assoluta centralità del suo organo amministrativo, bensì anche ad alcuni *stakeholder* rilevanti, primi tra tutti, i creditori pubblici qualificati e le banche o gli intermediari finanziari, incaricati *ex artt. 25-novies* e *25-decies* c.c.i. di provvedere a segnalazioni per l'anticipata emersione della crisi. In particolare, questi ultimi sono chiamati dall'art. 25-*decies* a comunicare "al cliente variazioni, revisioni o revoche degli affidamenti" dandone notizia anche "agli organi di controllo societari".

Del resto, non è casuale che la disposizione di cui all'art. 25 *undecies* c.c.i. si collochi, integrandole, subito dopo le previsioni contenute nei richiamati artt. 25-*novies* e -*decies* c.c.i. in tema di segnalazioni di elementi potenzialmente rivelatori di un'anticipata emersione della crisi. Dalla prospettiva delle banche, le variazioni, revisioni o revoche degli affidamenti comunicate al cliente, sono sempre più determinate da strumenti automatizzati di valutazione del merito creditizio, nell'ambito dei sistemi di *credit scoring*⁸¹. Tali sistemi, impiegati a fini di valutazione della stima del rischio di credito ai sensi della disciplina prudenziale⁸², hanno costituito una delle prime applicazioni di strumenti algoritmici alle realtà finanziarie e rappresentano uno dei rari punti di emersione della *FinTech* nel Regolamento (UE) 2024/1689 sull'intelligenza artificiale, che annovera questi strumenti tra i sistemi ad alto rischio, richiedendone la conformità ad alcuni requisiti tra cui quello della predisposizione di documentazione tecnica, di sistemi di *automatic logging*, di gestione e controllo della qualità dei dati⁸³.

⁸¹ In argomento, per tutti, M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, I, 175; EAD., *Discriminazioni tecnologiche e FinTech*, in *Riv. dir. impre.*, 2023, 467 ss.

⁸² Sul tema, anche per riferimenti, V. BEVIVINO, *Gli stress test bancari. Inquadramento e regolazione*, Padova, 2022.

⁸³ Nonché, a corollario dei principi ora citati, di supervisione umana: sulle istanze di corretto e trasparente utilizzo dell'impiego dei sistemi di *credit scoring* v. l'allegato III e Considerando 58.

I due alvei delle riflessioni sin qui svolte trovano un momento di confluenza, da un lato, nel possibile utilizzo da parte del *board observer* delle nuove tecnologie per l'assolvimento dei suoi compiti di monitoraggio e, dall'altro, nella più estrema prospettiva di una sostituzione della stessa figura da parte di una macchina intelligente.

Il primo percorso appare senz'altro auspicabile, e per alcuni versi ineludibile, ai fini di un più efficiente esercizio dei compiti del *board observer*, segnatamente nelle realtà di gruppo nelle quali un'infrastruttura tecnologica unica per tutte le società del gruppo potrebbe concorrere a superare gli ostacoli che discendono dalla frequente frammentazione e difficoltà di reperimento delle informazioni all'interno dei gruppi (specie internazionali), dalle difficoltà di dialogo tra tecnologie diverse adottate all'interno delle diverse entità per finalità analoghe.

Assai più incerta – e per alcuni versi, inquietante – è la prospettiva del *robo-board observer*. A questo riguardo, va ricordato che se la più recente evoluzione dottrinale segnala alcune aperture all'attribuzione agli agenti *software* dello status di attori parzialmente provvisti di capacità giuridica⁸⁴, con i corollari che ne discendono in punto di rilevanza giuridica e responsabilizzazione delle loro decisioni, la perdurante assenza di un esplicito riconoscimento di un'autonoma soggettività giuridica agli strumenti di intelligenza artificiale rende ancora difficilmente argomentabile nel nostro ordinamento la “diretta” eleggibilità di un algoritmo nell'organo amministrativo o in altra carica, come appunto quella di *board observer*⁸⁵.

Allo stato attuale dell'evoluzione normativa (e tecnologica) pare invece realizzabile una nomina “indiretta” dello stesso algoritmo ad amministratore attraverso la nomina nel consiglio di amministrazione di una società specializzata in strumenti e servizi basati sull'intelligenza artificiale. Attraverso questo percorso meno “eterodosso”, si potrebbero costituire società specializzate nel fornire servizi di *board observation* e proporle nelle liste dei consigli di

⁸⁴ G. TEUBNER, *Digitale Rechtssubjekte? Zum privatrechtlichen Status automater Softwareagenten*, in 218 AcP, 2018, 157 ss., pubblicato anche in Italia da ESI: *Soggetti giuridici digitali? Sullo status privatistico degli agenti software autonomi*, a cura di P. Femia, Napoli, 2019, v. in particolare 19 e 27; e v. già gli spunti di U. PAGALLO, *The Law of Robots. Crimes, Contracts, and Torts*, Dordrecht, 2013; e, più di recente, G.P. CIRILLO, *I soggetti giuridici digitali*, in *Contr. impr.*, 2020, 573 ss.

⁸⁵ Il punto era già efficacemente sottolineato da G.D. MOSCO, *Roboboard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, in AGE, 2019, 248. Per la dottrina americana si veda S.M. BAINBRIDGE, M.T. HENDERSON, *Boards-R-Us: Reconceptualizing Corporate Boards*, in 66 *Stanford Law Review*, 2014, 1051. In argomento v. ora N. ABRIANI, voce *Intelligenza artificiale e diritto societario*, in corso di pubblicazione nell'Enciclopedia del Diritto, Milano, 2025, ove ulteriori riferimenti.

amministrazione o quale servizio “aggiuntivo” delle società più avanzate⁸⁶. In questa ipotesi, la capacità giuridica nel monitoraggio della società/algoritmo sarebbe da attribuire – in termini più “tradizionali” e, appunto, “ortodossi” – alla persona giuridica tramite il suo rappresentante, e non già direttamente agli “agenti *software*”, che tuttavia questa fornisce alla società interessata.

Su un piano ancora distinto si colloca l’ipotesi della mera “delega di funzioni”, in senso atecnico, ad un sistema tecnologico di monitoraggio. Al riguardo non sembrano sussistere ostacoli a un’attribuzione selettiva di funzioni, in senso “discendente”, direttamente allo strumento di intelligenza artificiale, che verrebbe così a collocarsi in una posizione intermedia tra dirigente apicale della società e consulente del consiglio di amministrazione, comunque sottoposto al monitoraggio di quest’ultimo, con rilevanti corollari in relazione ai profili di efficienza nell’esercizio delle funzioni del *board observer*, oltre che di responsabilità.

In punto di efficienza, può osservarsi come l’impiego di strumenti di intelligenza artificiale, ancor più che la figura del *board observer* “umana”, potrebbe, per mezzo dell’evidenza statistica resa, costituire un utile presidio di mitigazione di quell’“ottimismo della volontà” che non di rado orienta le decisioni dell’imprenditore. In tal senso, il “pessimismo della ragione” restituito dagli “algidi” *output* algoritmici potrebbero ridimensionare quegli *overconfidence bias*, che sovente inducono gli imprenditori a sopravvalutare le proprie capacità di superare la crisi senza ricorrere ad aiuti esterni. Ancora, in prospettiva opposta, modelli predittivi potrebbero arginare i rischi di sottovalutazione della gravità della situazione, direttamente derivanti dalla propensione ad adottare una visione di breve termine, a scapito di una di medio-lungo termine (c.d. *hyperbolic discounting*)⁸⁷.

⁸⁶ Tale prospettiva evolutiva verrebbe a collocarsi sul piedistallo dell’ormai consolidata legittimazione della nomina di persone giuridiche negli organi amministrativi: il *leading case* italiano è rappresentato dalla sentenza del Trib. Milano, 27 marzo 2017 (n. 3545/2017), a dieci anni esatti di distanza dalla pubblicazione della Massima n. 100 del Consiglio notarile di Milano, *Amministratore persona giuridica di società di capitali* (artt. 2380-bis e 2475 c.c.), del 18 maggio 2007. In coerenza a tali posizioni, si dovrebbe consentire alle persone giuridiche amministratrici di rivestire la carica di amministratore unico e, dunque, *a fortiori*, di ricevere deleghe in relazione alle specifiche competenze che la connotano; naturalmente, come ogni persona giuridica chiamata a svolgere il ruolo di amministratore, operando per tramite di persone fisiche loro rappresentanti, qualificate da una particolare esperienza nell’ambito dell’utilizzo di algoritmi (e, più in generale, nel settore dell’*information technology*).

⁸⁷ Sul punto, v. N. USAI, *Economia comportamentale e diritto della crisi: il ruolo della “mala gestio cognitiva” nel ritardo dell’emersione delle difficoltà dell’impresa*, in *Riv. soc.*, 2022, 1216 ss.

Anche alla luce di queste considerazioni, occorre chiedersi se, al pari di altri settori come l'antiriciclaggio o la cibersecurity, il ricorso a strumenti tecnologici non risulti imprescindibile ai fini di un efficiente svolgimento delle funzioni del *board observer*, così come, più in generale, da parte dello stesso organo amministrativo in relazione all'obbligo di istituzione di assetti adeguati.

L'intrinseca funzionalità di sistemi tecnologici ad una più efficace realizzazione degli obiettivi di monitoraggio nei processi di ristrutturazione aziendale potrebbe far assurgere i medesimi a componenti necessari di un apparato organizzativo e amministrativo individuato dall'esecutivo come adeguato alla riduzione del rischio di dissesto finanziario in base alla specifica attività d'impresa svolta. In altre parole, le prassi di automatizzazione di molti processi aziendali potrebbero indurre a ritenere l'inclusione di strumenti informatici per il monitoraggio dei rischi finanziari una opzione già vincolata sul piano della corretta amministrazione.

Tuttavia, fintantoché non vengano adottate precise raccomandazioni o linee guida in tal senso dalle autorità competenti o a livello di legislazione primaria, il ricorso a sistemi automatizzati a supporto della gestione della crisi in generale – e, più nello specifico, della funzione del *board observer* – sembra ancora permanere nell'alveo delle scelte strategiche discrezionali del *board*, con la corrispondente operatività della *business judgment rule*. La stessa sarà tuttavia condizionata all'assolvimento del dovere di motivazione dell'organo amministrativo circa la parità di efficienza degli assetti di monitoraggio "analogico" prescelti rispetto a soluzioni digitali già adottate nel mercato di riferimento.

Abstract

Lo studio esamina le opportunità che il ricorso al *board observer* offre agli investitori che li designano e i principali problemi che la nuova figura solleva nella governance delle società. Il tema viene affrontato con particolare riferimento alla funzione che l'istituto è suscettibile di rivestire nell'ambito delle operazioni di ristrutturazione aziendale. Dopo aver richiamato origini e caratteristiche dell'istituto, si illustrano alcune recenti indicazioni di diritto comparato e si approfondiscono le differenze rispetto ad altre figure contigue utilizzate nella prassi, quali il *business monitoring agent* e il *chief restructuring officer*. Viene quindi considerato il ruolo che il *board observer* potrebbe svolgere a tutela dei creditori nella gestione della società in crisi, alla luce delle previsioni introdotte dal Codice della crisi e dell'insolvenza e delle crescenti istanze legate alle politiche di sostenibilità, per esaminare infine i possibili

corollari in punto di responsabilità in relazione alle effettive funzioni svolte dall'osservatore e l'impatto delle nuove tecnologie sull'istituto in esame.

The study examines the opportunities that the use of a board observer offers investors who appoint them and the main issues that the observer raises in corporate governance. The topic is addressed with particular reference to the function that the observer is likely to perform in corporate restructuring operations. After recalling the origins and characteristics of the observer, some recent indications of comparative law are illustrated and the differences with respect to other contiguous figures used in practice, such as the business monitoring agent and the chief restructuring officer, are explored. Then, the role that the board observer could play in protecting creditors in the management of a company in crisis is examined in depth, in light of the provisions introduced by the Italian Crisis and Insolvency Code and the growing demands related to sustainability policies. Finally, the possible implications in terms of liability in relation to the actual functions performed by the observer and the impact of new technologies are considered.

