



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
FIRENZE

**DOTTORATO DI RICERCA IN
SCIENZE GIURIDICHE**

*Impresa, lavoro, processo e autonomia nella gestione dei
conflitti*

SETTORE SCIENTIFICO DISCIPLINARE IUS/04
DIRITTO COMMERCIALE

*Il diritto della crisi d'impresa sotto la
lente dell'economia comportamentale*

CICLO XXXV

Dottorando

Dott. Niccolò Usai

Tutor

Prof. Lorenzo Stanghellini

Coordinatore

Prof. Alessandro Simoni

INDICE - SOMMARIO

Introduzione.....	I
--------------------------	----------

CAPITOLO I

BEHAVIORAL ECONOMICS E DIRITTO DELLA CRISI

1	Gli studi di <i>behavioral economics</i>: dall'”Econe” infallibile all'”Umano”.....	1
1.1.	La razionalità dell'agente economico nel modello economico neoclassico.....	1
1.2.	Gli studi di <i>behavioral economics</i> e lo scostamento dalla condotta perfettamente razionale dell'agente economico.....	4
1.3.	I limiti modello economico tradizionale: le regole euristiche.....	6
1.4.	Il perché dell'interesse per un modello che rifletta le reali dinamiche decisionali dell'agente economico.....	7
2.	<i>Behavioral law and economics</i> e diritto della crisi: un dialogo tridimensionale.....	9
2.1.	Il miglioramento del modello economico di riferimento e l'efficacia dell'analisi economica del diritto.....	9
2.2.	L'analisi economica del diritto della crisi e il modello dell'attore razionale.....	11
2.3.	I due pilastri della razionalità nell'analisi economica del diritto della crisi.....	13
2.4.	Le <i>cognitive illusions</i> all'interno delle società.....	17
2.5.	<i>Behavioral law and economics</i> e le implicazioni dell'abbandono delle premesse del modello neoclassico per il diritto della crisi.....	19
2.6.	La regola ricapitalizza o liquida (o ristrutturata) e l'imprenditore “umano”.....	22
3	Il diritto della crisi e <i>behavioral law and economics analysis</i>: un nuovo percorso di indagine.....	25
3.1.	Il rilievo dei caratteri della razionalità e dell'opportunismo nello sviluppo del diritto della crisi moderno.....	25
3.2.	La teoria dei giochi comportamentale e il diritto della crisi.....	33
3.3.	L' <i>ultimatum game</i> e il diritto della crisi.....	37
3.4.	Il gioco dei beni pubblici e il <i>free riding</i> : spunti per un ripensamento dell'approccio del diritto della crisi alla tematica dei <i>common pool problems</i>	40

4	Il possibile ambito di applicazione degli studi di <i>behavioral law and economics</i> oltre il diritto della crisi di impresa.....	46
4.1	Il diritto societario non della crisi e i benefici di un'analisi e di incentivi calibrati sugli "Umani".....	46
4.2.	L'analisi dei rapporti "interni" alla società per il tramite di una lente di <i>behavioral law and economics</i>	47
4.3.	Segue: l'analisi dei rapporti "esterni" alla società per il tramite di una lente di <i>behavioral law and economics</i>	50

CAPITOLO II

LE *COGNITIVE ILLUSIONS* E L'IMPRENDITORE IN CRISI

1	Le <i>cognitive illusions</i> e l'influenza, trascurata, sul processo decisionale dell'imprenditore in crisi.....	54
1.1.	La rilevanza delle <i>cognitive illusions</i> : la loro sistematicità e prevedibilità.....	54
1.2.	Quali sono le <i>cognitive illusions</i> che ostacolano l'emersione della crisi?.....	55
2.	L'<i>endowment effect</i> e la <i>loss aversion</i>: la condotta del debitore umano.....	57
2.1.	Il c.d. effetto dotazione e la <i>loss aversion</i>	57
2.2.	Il teorema di Coase e il diritto della crisi.....	58
2.3.	Gli effetti dell' <i>endowment effect</i> sul processo decisionale del debitore e sull'emersione della crisi.....	61
2.4.	La <i>loss aversion</i> e la condotta del debitore nell'ambito della crisi di impresa.....	64
2.5.	Il debitore e la tendenza, sistematica e prevedibile, a mantenere la situazione inalterata.....	67
3.	L'<i>overconfidence bias</i> e la crisi d'impresa, un'analisi di <i>behavioral law & economics</i>.....	68
3.1.	L' <i>overconfidence bias</i> : la distorsione da eccesso di fiducia e il suo impatto sul processo decisionale dell'attore economico.....	69
3.2.	L'aumento della complessità della valutazione e la maggiore incidenza dell' <i>overconfidence bias</i> : la crisi quale scenario complesso e l'imprenditore eccessivamente "fiducioso".....	70
3.3.	Il debitore e la propria convinzione, irrazionale, di poter gestire la situazione: un eccesso di ottimismo da razionalità limitata?.....	72
4.	<i>Hyperbolic discounting</i> e processo decisionale del debitore.....	75
4.1.	Il modello tradizionale e il comportamento dell'agente economico: <i>hyperbolic discounting</i> e imprenditore umano.....	75

4.2.	L'incoerenza temporale del debitore e i benefici presenti del "non fare".....	77
5.	L'ombra delle <i>cognitive illusions</i> sugli incentivi per l'emersione tempestiva della crisi di impresa.....	80
5.1.	L'attuale conformazione degli incentivi rivolti al debitore: l'ombra della legge distorta dal <i>bias</i>	80
5.2.	La responsabilità civile degli amministratori e la rilevazione tempestiva della crisi di impresa.....	83
5.3.	La responsabilità penale degli amministratori e la rilevazione tempestiva della crisi di impresa.....	85
5.4.	Gli assetti per la rilevazione della crisi e gli incentivi fissati dal Codice della crisi per l'emersione tempestiva delle difficoltà dell'impresa....	88
5.5.	Il regime premiale previsto dal Codice della crisi a seguito dell'attivazione tempestiva per la gestione delle difficoltà.....	89
5.6.	Il sistema di misure sanzionatorie e incentivanti nel diritto italiano della crisi alla prova delle <i>cognitive illusions</i>	91
5.7.	Una ricostruzione alternativa della procrastinazione dell'imprenditore: opportunismo o razionalità limitata?.....	94

CAPITOLO III

PROBLEMI E STRATEGIE

1.	L'attuale architettura del diritto della crisi e il debitore "umano"....	98
1.1.	Il comportamento del debitore in contrasto con il modello considerato dal legislatore e con gli strumenti volti ad incentivare un ricorso ottimale agli strumenti del diritto della crisi.....	98
1.2.	La strategia del bastone e della carota (pre e post crisi) rivolta al debitore <i>homo oeconomicus</i>	99
1.3.	La necessità di strumenti e incentivi che tengano conto dell'irrazionalità e dei <i>bias</i> del debitore: il ruolo dei "pungoli".....	101
1.4.	Gli <i>early warning tools</i> e la rilevazione della crisi d'impresa: le basi per una tempestiva emersione delle difficoltà dell'imprenditore.....	102
2.	La "mala gestio cognitiva" e gli incentivi: un dialogo virtuoso tra assetti adeguati ed economia comportamentale.....	106
2.1.	Il ruolo della <i>mala gestio cognitiva</i> nel processo decisionale dell'imprenditore in crisi.....	106
2.2.	Alcune ipotesi di intervento legislativo nell'ambito del diritto della crisi per contrastare la <i>mala gestio cognitiva</i>	108
2.3.	Le perdite e i guadagni nel diritto della crisi: costi presenti e benefici futuri.....	110
3.	Gli assetti adeguati e la razionalizzazione dell'imprenditore.....	112

3.1.	Gli assetti organizzativi adeguati e l'emersione tempestiva della crisi.....	112
3.2.	I segnali di cui all'art. 3 CCI e la razionalizzazione del debitore nella rilevazione della crisi.....	115
3.3.	La procedura di composizione negoziata della crisi e l'esperto: gli effetti sui <i>bias</i>	116
3.4.	L'imprenditore umano e gli assetti organizzativi.....	119
3.5.	Il ruolo dei creditori finanziari nel Codice della crisi per rilevazione tempestiva della crisi d'impresa.....	121
4.	L'integrazione di sistemi dotati di intelligenza artificiale con l'economia comportamentale per l'elaborazione di assetti realmente adeguati.....	124
4.1.	L'intelligenza artificiale e gli assetti organizzativi: l'impatto sui <i>bias</i> dell'imprenditore in crisi.....	124
4.2.	Un'ipotesi di integrazione tra sistemi intelligenti e regole del diritto della crisi.....	126
4.3.	Assetti adeguati "intelligenti" e <i>hyperbolic discounting</i>	128
4.4.	Gli assetti adeguati e l' <i>overconfidence bias</i>	131
5.	Le implicazioni in termini di incentivi rivolti al debitore per l'emersione tempestiva della crisi di impresa.....	132
5.1.	La ricalibrazione degli incentivi sull'imprenditore "umano".....	132
5.2.	Il ruolo dell'art. 2409 c.c. nell'avvicinamento della sanzione rispetto al rimedio risarcitorio dell'azione di responsabilità.....	133
5.3.	Il contrasto alla <i>mala gestio</i> cognitiva mediante un sistema di incentivi " <i>behaviorally-informed</i> ".....	136
6.	Gli strumenti per garantire l'"indipendenza comportamentale" degli amministratori.....	137
6.1.	L'indipendenza comportamentale degli amministratori come strumento per contrastare la <i>mala gestio</i> cognitiva.....	137
6.2.	L'indipendenza formale, l'indipendenza sostanziale e l'autonomia di giudizio degli amministratori.....	138
6.3.	L'indipendenza comportamentale degli amministratori.....	141
6.4.	L'"effetto gregge" e le decisioni degli amministratori.....	143
6.5.	Lo <i>status quo bias</i> e i suoi effetti sull'indipendenza comportamentale degli amministratori.....	145
6.6.	Le possibili misure volte a garantire l'indipendenza comportamentale degli amministratori.....	147
6.7.	Il ruolo delle nuove tecnologie e della <i>diversity</i> per la tutela dell'indipendenza comportamentale degli amministratori.....	148
	Bibliografia.....	150

Introduzione

1. Numerosi studi empirici hanno dimostrato, al di là di ogni ragionevole dubbio, che il risanamento di un'impresa è più probabile se la crisi è affrontata in una fase precoce. Per questo motivo, da alcuni anni viene posta grande enfasi sulla necessità che le difficoltà dell'impresa vengano fatte emergere tempestivamente. È altresì un dato acquisito che, nonostante la presenza di un elaborato sistema di strumenti e procedure di ristrutturazione e di incentivi ad accedervi, la crisi d'impresa emerge di solito con grande ritardo.

Le cause che ostacolano l'emersione tempestiva della crisi sono tradizionalmente ravvisate nell'opportunità dei soci e degli amministratori e nel c.d. *moral hazard* che, qualora l'investimento in termini di capitale di rischio si sia azzerato, potrebbero avere interesse al compimento di un azzardo morale, ossia a tentare di risollevare le sorti della società, compiendo o autorizzando azioni ad elevato rischio, a spese dei soli creditori. Per tale ragione, come si avrà modo di rilevare nel corso dei capitoli della presente tesi, il sistema di incentivi e sanzioni volti a consentire l'emersione tempestiva della crisi risulta calibrato principalmente per contrastare l'opportunità degli *insiders* dell'impresa.

Gli studi di economia comportamentale, già ampiamente utilizzati in altri campi, consentono tuttavia di dare al fenomeno una lettura parzialmente diversa, che riconduce il ritardo nell'affrontare la crisi anche, se non soprattutto, ai limiti cognitivi che incidono sul processo decisionale dell'imprenditore. Tali limiti derivano dall'influenza di alcuni "bias", o distorsioni cognitive, che saranno analizzati in dettaglio in relazione agli istituti di maggior rilievo nell'ambito della crisi di impresa.

Come sarà illustrato nel corso della presente trattazione, aderendo a tale più complessa lettura delle cause del ritardo nell'emersione della crisi, è infatti possibile procedere a una rinnovata analisi dei diversi istituti che caratterizzano il diritto della crisi, con importanti conseguenze anche sull'assetto degli incentivi e delle sanzioni. Ciò per il tramite sia di una valorizzazione degli strumenti che consentono di indirizzare la condotta dell'agente "umano", e perciò affetto da limiti cognitivi, sia di una corretta calibrazione di misure premiali e sanzioni che tenga conto delle *cognitive illusions* che incidono sul processo decisionale. Il presente lavoro si pone dunque l'obiettivo di identificare e mettere a sistema le principali

cognitive illusions che possono influenzare (e distorcere) il processo decisionale dell'imprenditore nel momento in cui è chiamato ad affrontare la crisi, proponendo alcune soluzioni alle inefficienze causate dai fenomeni di irrazionalità - sia in via interpretativa, sia in un'ottica di possibile adeguamento del diritto della crisi - al fine di eliminare quelli che sono individuati come i principali ostacoli all'emersione tempestiva delle difficoltà dell'impresa.

2. All'interno del Capitolo I, si procederà quindi a una ricostruzione delle premesse incorporate dall'analisi economica del diritto nello studio dei fenomeni che riguardano la crisi di impresa che, in larga parte, ha risentito delle influenze del modello neoclassico, che pone alla base delle proprie previsioni un agente economico c.d. "econe", dotato cioè di capacità di memoria, di calcolo e di opportunismo privi di limiti. La differenza osservata dalle scienze comportamentali tra la condotta ideale ipotizzata dal modello neoclassico e quella realmente adottata dagli agenti economici ha permesso una migliore comprensione di fenomeni spesso ricondotti dall'interprete nella categoria dell'irrazionalità o dell'opportunismo. Come si vedrà, la crisi di impresa è un terreno ideale per il prodursi e l'amplificarsi dei limiti cognitivi degli agenti economici, richiedendo un adattamento e un arricchimento dell'analisi che, finora, ha per lo più fatto proprie le premesse del modello neoclassico.

3. L'analisi dettagliata delle singole *cognitive illusions* che producono effetti nel contesto della crisi di impresa - condotta nel Capitolo II - consente di comprendere le conseguenze della loro influenza congiunta sulla capacità di reazione dell'impresa in crisi. L'illustrazione e l'attenta considerazione degli effetti sistematici e prevedibili (i) dell'avversione alle perdite, che comporta una sopravvalutazione delle perdite rispetto ai guadagni, (ii) dell'*overconfidence bias*, che induce nell'imprenditore una falsa sicurezza sui mezzi a sua disposizione per affrontare la crisi e (iii) del c.d. sconto iperbolico, che conduce a un drastico ridimensionamento dei costi e benefici futuri a favore di quelli presenti, consente di delineare i contorni di un mosaico di influenze che inibiscono la capacità di scelta dell'imprenditore in crisi. Come avremo modo di vedere, inoltre, l'influenza di tali bias è stata ampiamente osservata anche in relazione alle decisioni assunte in seno all'organo gestorio delle società, il cui processo decisionale è pertanto fortemente

vincolato da elementi ulteriori e diversi dal calcolo consapevole e opportunistico riconducibile al *moral hazard*.

Proprio l'insieme delle influenze sopra richiamate consentirà di identificare una "*mala gestio cognitiva*" degli amministratori, ovvero il fenomeno, differente dal *moral hazard*, per cui l'assunzione o la mancata assunzione di determinate scelte è il frutto non di una precisa strategia opportunistica ma, piuttosto, dell'influenza di più *cognitive illusions* che conducono al compimento di azioni dannose per l'impresa e i suoi *stakeholders*.

4. In considerazione degli effetti delle *cognitive illusions* considerate nel Capitolo II e alla luce del percorso argomentativo ivi svolto, il Capitolo III si pone l'obiettivo di individuare misure volte a ridurre l'impatto dei bias sul processo decisionale dell'imprenditore e, per tale via, agevolare l'emersione tempestiva della crisi di impresa. In tale ottica, si avrà modo di evidenziare l'importanza dei risultati prodotti dagli studi in tema di architettura delle scelte, al pari della loro possibile integrazione nella struttura degli "assetti adeguati" richiesti dall'art. 3 del Codice della crisi e dall'art. 2086 c.c., i quali dovrebbero essere riempiti di contenuto (anche ai fini dell'applicazione dell'art. 2409 c.c.) tale da intercettare il reale processo decisionale dell'imprenditore, degli amministratori e dei soci.

Particolare attenzione sarà prestata al ruolo che le nuove tecnologie e gli strumenti dotati di intelligenza artificiale possono giocare nell'arginare gli effetti dei bias sul processo decisionale dell'organo gestorio. L'integrazione tra strumenti tecnologici e tecniche di architettura delle scelte rappresenta un terreno fertile per la sperimentazione e adozione di soluzioni finalizzate al miglioramento del processo decisionale degli amministratori, in particolare per la rilevazione e gestione tempestiva delle difficoltà dell'impresa. Sempre in tale ottica, infine, sarà compiuta una riflessione sulla necessità di ricalibrare il sistema di incentivi che hanno a oggetto l'emersione della crisi nel nostro sistema, riflessione a cui seguirà la proposta di alcune soluzioni che traggono origine dagli spunti forniti dall'economia comportamentale.

CAPITOLO I

BEHAVIORAL ECONOMICS E DIRITTO DELLA CRISI

SOMMARIO: **1. Gli studi di *behavioral economics*: dall’“Econe” infallibile all’“Umano”**
- 1.1. La razionalità dell’agente economico nel modello economico neoclassico. - 1.2. Gli studi di *behavioral economics* e lo scostamento dalla condotta perfettamente razionale dell’agente economico. - 1.3. I limiti modello economico tradizionale: le regole euristiche
- 1.4. Il perché dell’interesse per un modello che rifletta le reali dinamiche decisionali dell’agente economico. - **2. *Behavioral law and economics* e diritto della crisi: un dialogo tridimensionale.** - 2.1. Il miglioramento del modello economico di riferimento e l’efficacia dell’analisi economica del diritto. - 2.2. L’analisi economica del diritto della crisi e il modello dell’attore razionale. - 2.3. I due pilastri della razionalità nell’analisi economica del diritto della crisi. - 2.4. Le *cognitive illusions* all’interno delle società. - 2.5. *Behavioral law and economics* e le implicazioni dell’abbandono delle premesse del modello neoclassico per il diritto della crisi. - 2.6. La regola ricapitalizza o liquida (o ristruttura) e l’imprenditore “umano”. **3. Il diritto della crisi e *behavioral law and economics analysis*: un nuovo percorso di indagine.** - 3.1. Il rilievo dei caratteri della razionalità e dell’opportunismo nello sviluppo del diritto della crisi moderno. - 3.2. La teoria dei giochi comportamentale e il diritto della crisi - 3.3. L’*ultimatum game* e il diritto della crisi - 3.4. Il gioco dei beni pubblici e il *free riding*: spunti per un ripensamento dell’approccio del diritto della crisi alla tematica dei *common pool problems*. - **4. Il possibile ambito di applicazione degli studi di *behavioral law and economics* oltre il diritto della crisi di impresa.** - 4.1 Il diritto societario non della crisi e i benefici di un’analisi e di incentivi calibrati sugli “Umani”. - 4.2. L’analisi dei rapporti “interni” alla società per il tramite di una lente di *behavioral law and economics*. - 4.3. Segue: l’analisi dei rapporti “esterni” alla società per il tramite di una lente di *behavioral law and economics*.

1. Gli studi di *behavioral economics*: dall’“Econe” infallibile all’“Umano”

1.1. La razionalità dell’agente economico nel modello economico neoclassico

La teoria neoclassica, secondo cui gli agenti economici compiono scelte ottimizzanti e razionali, ha rappresentato, sin dai primi anni del Ventesimo secolo,

il punto di riferimento per la quasi totalità degli studi scientifici in ambito economico e, tuttora, continua a essere considerata, da una parte della dottrina economica e giuridica, un valido strumento di analisi delle strutture di mercato e delle istituzioni che vi operano¹.

Il modello economico elaborato sulla base di tale teoria incorpora, a livello microeconomico, la c.d. teoria dell'utilità attesa, generalmente accettata come modello di scelta razionale basata sul rischio, al duplice fine di *descrivere* e *predire* il comportamento degli individui (o agenti) nel momento in cui sono chiamati a compiere una scelta².

A tal fine, la teoria neoclassica ha tradizionalmente ricompreso al proprio interno tre fondamentali premesse, su cui si basa il modello in questione.

¹ Si veda con riferimento alla nascita e affermazione della c.d. scuola neoclassica e della teoria marginalista A. RONCAGLIA, *Breve storia del pensiero economico*, Editori Laterza, Bari-Roma, p. 155 ss.; ma anche. K. MCCORMICK, *An Essay on the Origin of the Rational Utility Maximization Hypothesis and a Suggested Modification*, in *Eastern Economic Journal*, 1997, p. 17 ss. La nascita della c.d. scuola neoclassica è generalmente ricondotta alla pubblicazione e diffusione delle opere di W.S. Javons, C. Menger e M.E.L. Walras. Si rimanda, su tutti, a W.S. JAVONS, *The Theory of Political Economy*, 3^a ed., Palgrave Macmillan, Londra, 1888 al quale si deve in larga misura il nuovo approccio nel campo economico che ha messo in stretta dipendenza il valore e l'utilità, anziché valore e costo di produzione, quest'ultimo all'epoca (prevalentemente) considerato l'origine del valore. Per un'analisi storica dell'affermazione ed evoluzione di tale teoria si veda, invece, H. LANDRETH - D.C. COLANDER, *History of Economic Thought*, Houghton Mifflin, Boston 1994; trad. it. *Storia del pensiero economico*, a cura di A. Salanti, Il Mulino, Bologna, 1996; ma anche P. BARUCCI, *La diffusione del marginalismo 1870-1890*, in *Il pensiero economico italiano 1850-1950*, M. Finioia (a cura di), Cappelli, Bologna, 1980.

² La scelta da parte dell'agente economico dell'opzione associata all'utilità attesa più elevata, in condizioni di incertezza, dovrebbe essere calcolata da quest'ultimo per il tramite di una media ponderata delle utilità in ogni stato possibile, includendo altresì nella valutazione le varie probabilità del verificarsi dei singoli stati. La scelta razionale è, dunque, quella che produce maggiori aspettative in termini di utilità futura sulla base delle conoscenze e delle convinzioni possedute al momento della scelta. Si veda con riferimento al processo decisionale degli individui ispirato a un calcolo razionale (nel senso neoclassico del termine) delle opzioni a disposizione nel momento della scelta R.L. KEENEY - H. RAIFFA, *Decisions with Multiple Objectives: Preferences and Value Tradeoffs*, New York: Wiley, 1976; R.H. FRANK, *Rethinking Rational Choice*, in *Beyond the Marketplace: Rethinking Economy and Society*, Hawthorne, 1990, p. 89 ss.; T.S. ULEN, *Rational Choice Theory and the Economic Analysis of Law*, in *Law and Social Inquiry*, 1994, p. 487 ss. Si è evidenziato in dottrina la presenza di più tipologie di razionalità. La razionalità a cui si fa riferimento in questa sede è quella intesa in senso neoclassico e riassunta dalle premesse poste alla base dell'agire dei soggetti contemplati da tale modello, ossia dal c.d. *homo economicus*. Si veda con riferimento alle varie tipologie di razionalità A. MONTESANO, *La nozione di razionalità in economia*, *Rivista italiana degli economisti*, 2005, p. 1 ss. ove si evidenzia che è possibile distinguere tre tipi di razionalità: una prima tipologia è collegata contenuto nomologico-deduttivo dei procedimenti contemplati nel modello di riferimento. In secondo luogo, gli agenti economici e le loro azioni sono qualificati come razionali se si contempla una teoria della scelta legata a un sistema di relazioni binarie di preferenza. In terzo luogo, si ha un sistema di preferenze "razionali" su un insieme di eventi incerti, azioni o strategie qualora questo sia coerente con una teoria che collega la scelta alle sue possibili conseguenze. Si veda altresì R. VIALE, *Cognitive constraints of economic rationality*, in *Economics, Bounded Rationality and the Cognitive Revolution*, 1992, p. 174 ss.; R.B. KOROBKIN - T. ULEN, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, in *California Law Review*, 1998, p. 1051 ss.

Il primo assunto ha ad oggetto la *razionalità* degli individui. Questi ultimi sono considerati illimitatamente razionali: ciò significa che agli agenti economici sono attribuite - in astratto - capacità cognitive, computazionali e di memoria illimitate³. Il secondo assunto riguarda l'egoismo degli agenti, inteso come l'assenza o irrilevanza di azioni disinteressate a favore di terzi. Anche quest'ultimo assunto è considerato dal modello neoclassico come generalmente privo di limitazioni⁴. Infine, il terzo assunto riguarda la forza di volontà degli agenti economici. Anch'essa - da intendersi come la capacità degli individui di adottare strategie in contrasto con i propri interessi a breve termine - è considerata illimitata dallo stesso modello⁵. Le tre premesse sopra descritte rappresentano le fondamenta della teoria della scelta razionale - così come ricompresa dal modello economico neoclassico - e hanno costituito la lente tramite la quale è stata condotta l'analisi economica del diritto nel corso dell'ultimo secolo⁶.

³ Si veda su tutti J. VON NEUMANN - O. MORGENTHAU, *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, Princeton, 1944. Come si avrà modo di chiarire più avanti la razionalità illimitata, rapportata al momento della scelta, diventa rilevante ogniqualvolta i soggetti di un ordinamento giuridico devono valutare la probabilità di un evento futuro ed incerto. Sul punto C. JOLLS - C.R. SUNSTEIN - R. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, in *Stanford Law Review*, 1998, p. 1480 ss.

⁴ Si rimanda per un'analisi approfondita dell'assunto dell'opportunismo e delle sue implicazioni nell'analisi del comportamento degli agenti economici a O.E. WILLIAMSON, *Opportunism and its Critics*, in *Managerial and Decision Economics*, 1993, 97 ss. Come sarà chiarito più avanti, l'assunto riguardante l'agente "opportunista" diventa rilevante nel momento in cui tale soggetto è chiamato ad effettuare una scelta coerente con tale premessa: cfr. C. JOLLS - C.R. SUNSTEIN - R. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, cit., p. 1480 ss.

⁵ L'assunto riguardante la forza di volontà dell'individuo nel momento della decisione assume particolare rilevanza in presenza di opzioni alternative che prevedono una scelta tra strategie di breve o medio-lungo termine. Sul tema si veda G.S. BECKER, *The Economic Approach to Human Behavior*, (6^a ed.), University of Chicago Press, Chicago, 1976; R.A. POSNER, *Economic Analysis of Law*, (4^a ed.), Aspen Publishing, Boston, 1998.

⁶ Si veda C. JOLLS - C.R. SUNSTEIN - R. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, cit., p. 1481 ss.; R.A. POSNER, *Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law*, in *Stanford Law Review*, 1998, p. 1551 ss. ove l'A. precisa, senza abbandonare, i termini e l'ampiezza dell'applicazione del concetto di razionalità dell'agente economico all'interno dell'analisi economica del diritto. Si veda altresì con riferimento alla lente "razionalista" adottata dall'analisi giuseconomica F. VELLA, *Il pericolo di un'unica storia: il diritto (commerciale) e le nuove frontiere dell'interdisciplinarietà*, in *ODC*, 2021, p. 723 ss. e, ivi, p. 731, ove si rileva che «al di là delle connotazioni ideologiche e di ferma adesione alle logiche di mercato, che spesso l'hanno caratterizzato, il presupposto sul quale si incardina il poliedrico apparato analitico dell'EAL è rappresentato dai modelli di razionalità individuale caratteristici dell'economica neoclassica». Si veda anche A. GENTILI, *Il ruolo della razionalità cognitiva nelle invalidità negoziali*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, p. 1105 ss., il quale evidenzia che «la diffusa tesi giuseconomica assume anch'essa che, anche in condizioni di incertezza, e restando irrilevanti i gusti, i comportamenti di un agente che dispone di razionalità assoluta (*Homo oeconomicus*), consistenti in scelte economiche (rilevanti come atti giuridici), perseguano la massimizzazione del suo vantaggio, e lo conseguano»; Sul punto altresì F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *ODC*, 2012, p. 12 ss.

1.2. *Gli studi di behavioral economics e lo scostamento dalla condotta perfettamente razionale dell'agente economico*

A partire dalla metà del secolo scorso, numerosi studiosi hanno avviato un'indagine empirica volta a verificare la veridicità di tali premesse. I risultati di tali ricerche, ad oggi diffusi ed accettati dalla quasi totalità della comunità scientifica, hanno fermamente smentito le assunzioni su cui si basa(va) il modello economico dominante, fatto salvo un ristretto campo di applicazione rappresentato da una limitata categoria di mercati altamente competitivi⁷.

L'analisi del comportamento *reale* dei soggetti considerati dai modelli economici è comunemente denominata *behavioral economics analysis* (ovvero analisi di economia comportamentale) e ha contribuito in maniera determinante allo sviluppo di un modello economico che in talune parti integra e in altre sostituisce il modello economico neoclassico⁸.

⁷ Sul punto R. WEBER - C. CAMERER - F. COLIN, "*Behavioral experiments*" in *economics*, in *Experimental Economics*, 2006, p. 187 ove gli A. rilevano che «behavioral economics can often be defined by goals and methods. Behavioral research usually seeks to develop theory that is consistent with realistic aspects of human judgment and decision making, such as bounded rationality and non-egoistic motives». O. E. WILLIAMSON, *The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach*, in *The University of Chicago Press*, 1981, p. 553 e ss. Anche tra i più fermi critici della "svolta" behaviorista è ormai considerato un punto fermo il fatto che le predizioni del modello neoclassico basato sulla teoria dell'utilità attesa trovano conferma esclusivamente in due contesti: in esperimenti di laboratorio o in ristretti mercati finanziari particolarmente evoluti. Cfr. K. BINMORE, *Why Experiment in Economics?* in *The Economic Journal*, 1999, p. 16 ss.; ma anche J.A. LIST, *Neoclassical Theory Versus Prospect Theory: Evidence From The Marketplace*, in *Econometrica*, 2004, p. 615 ss. riguardo al minore impatto che l'*endowment effect* (un importante fenomeno studiato nell'ambito della scienza behaviorista e che sarà affrontato in dettaglio nel secondo capitolo) ha sui soggetti che hanno accumulato un particolare livello di esperienza nel proprio campo d'azione.

⁸ Per un quadro completo ed approfondito su nascita, metodologia e risultati dell'economia comportamentale si rimanda a C.F. CAMERER - G. LOEWENSTEIN, *Behavioral economics: Past, Present, Future*, in *Advances in Behavioral Economics*, C.F. Camerer, G. Loewenstein, M. Rabin (ed.), Princeton, Princeton University Press, p. 3 ss.; H. HOSSEINI, *The Arrive of Behavioral Economics: from Michigan, or Carnegie School in the 1950s and 1960s?*, in *Journal of Socio-Economics*, 2003, p. 391 ss.; E.M. SENT, *Behavioral economics: How Psychology Made Its (Limited) Way back Into Economics*, in *History of Political Economy*, 2004, p. 735 ss. F. HEUKELOM, *Behavioral Economics: A History*, New York, Cambridge University Press, 2014; R.H. THALER, *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, New York, W.W. Norton & Co., 2015; E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, Hoepli, Milano, 2017; E. CARTWRIGHT, *Behavioral Economics*, Abingdon, Oxon, Routledge, 2014; S.N. DURLAUF - L. BLUME, *Behavioural and Experimental Economics*, New York, Palgrave Macmillan, 2010; R. HASTIE - R.M. DAWES, *Rational Choice in an Uncertain World: The Psychology of Judgement and Decision Making*, 2^a ed, Los Angeles, Sage Publications, 2010; C. JOLLS - C.R. SUNSTEIN - R. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, cit., p. 1471 ss.; D. KAHNEMAN, *Thinking, Fast and Slow*, New York, Ferrar, Straus and Giroux, 2011.

In considerazione del contributo fondamentale di alcuni studi, condotti originariamente nel campo della psicologia e successivamente estesi ad altri numerosi settori scientifici (*in primis*, quello economico), è stato possibile evidenziare la presenza di dinamiche che, in modo *sistematico e prevedibile*, incidono sul processo decisionale degli individui, facendoli allontanare dal comportamento atteso da un agente perfettamente razionale⁹.

La scoperta di tali dinamiche, note come *cognitive illusions*, ha consentito di espandere il campo di analisi in ambito economico al fine di comprendere i regolari fenomeni di scostamento tra comportamento atteso e comportamento reale degli agenti¹⁰. Una parte dei risultati degli studi aventi ad oggetto il processo decisionale basato sul rischio sono, successivamente, confluiti nella c.d. “teoria del prospetto”: tale teoria ha come obiettivo di descrivere e predire più accuratamente il processo decisionale degli agenti economici, fornendo un’alternativa alla teoria della teoria dell’utilità attesa¹¹.

L’approfondimento delle dinamiche sottese alle decisioni e alle condotte osservate in ambito economico, al pari della loro sistematizzazione all’interno di modelli complessi, ha dunque fornito un nuovo strumento di analisi non più ancorato a (o, *rectius*, vincolato da) una concezione irrealistica dell’agire umano, con ciò contribuendo a un notevole progresso tanto nella comprensione di quanto

⁹ Come appena detto, le deviazioni osservate sono sistematiche, prevedibili e consistenti. Se così non fosse, tale fenomeno non sarebbe interessante dal punto di vista teorico (o lo sarebbe in misura estremamente minore). Il fatto che il comportamento degli individui sia, in numerose occasioni, irrazionale non significa che sia anche imprevedibile. Cfr. N. WILKINSON, *An Introduction to Behavioral Economics*, Palgrave Macmillan, New York, 2008, p. 227 ss.

¹⁰ La scienza economica progredisce per mezzo dello sviluppo di nuovi modelli che, sempre più complessi, includono fenomeni studiati in altri campi di studio. Si veda E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 178 ss.

¹¹ Si veda D. KAHNEMAN - A. TVERSKY, *Prospect Theory: an analysis of decision under risk*, in *Econometrica*, 1979, 47, p. 263, a cui si deve l’elaborazione della teoria in commento e i quali rilevano che «the present paper describes several classes of choice problems in which preferences systematically violate the axioms of expected utility theory. In the light of these observations we argue that utility theory, as it is commonly interpreted and applied, is not an adequate descriptive model and we propose an alternative account of choice under risk». Ai nostri fini, è sufficiente evidenziare che la teoria del prospetto suddivide il processo di *decision-making* in due fasi. La prima fase è detta di “processo” (*editing*); durante tale fase vengono compiute da parte del *decision-maker* operazioni quali la codificazione, combinazione e la semplificazione dei risultati ed alternative disponibili. Nella seconda fase (*evaluation phase*), diversamente, avviene la valutazione dei risultati della prima fase, sulla base di una funzione valore e di una funzione peso. Cfr. E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 202 ss.; J.F. TOMER, *Advanced Introduction to Behavioral Economics*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017, p. 40 ss.

osservato nella realtà, quanto nell'elaborazione di strategie normative capaci di regolare efficacemente la condotta degli agenti economici¹².

1.3. I limiti del modello economico tradizionale: le regole euristiche

Gli studi di *behavioral economics*, oltre a porre in risalto la presenza di *bias* che sistematicamente e prevedibilmente influenzano il comportamento degli individui, hanno altresì evidenziato la presenza di un diverso fattore che incide sul processo decisionale di questi ultimi: le regole euristiche¹³.

Le regole euristiche possono essere definite come regole generali di comportamento mediante le quali una persona affronta (e intende risolvere) un problema. Le regole euristiche sono adottate in quanto funzionali, cioè in ragione della propria capacità di ridurre la quantità di tempo e di energie necessarie al fine di affrontare le scelte che si pongono di fronte a un individuo¹⁴. Sebbene in molte occasioni tali regole producano risultati soddisfacenti, in altri casi la loro adozione, unitamente all'influenza dei *bias*, comporta errori sistematici e prevedibili da parte degli agenti economici¹⁵.

¹² Si veda per un raffronto tra economia neoclassica ed economia comportamentale M.R. GILLI, *Elementi per un confronto metodologico tra economia comportamentale ed economia neoclassica*, in *Rivista italiana degli economisti*, 2005, p. 5 ss. e, ivi, p. 11 ove si rileva che «per economia neoclassica, in mancanza di un termine migliore, si intende la teoria economica tradizionale, mentre l'economia comportamentale è quella recente combinazione di psicologia ed economia che studia le conseguenze economiche di incorporare nozioni di comportamento individuale più realistiche di quelle usate tradizionalmente». Per una riflessione sulle potenzialità dell'economia comportamentale si rimanda a B. LUPPI - L. ZARRI, *Economia Comportamentale: limitazioni cognitive, preferenze socialmente condizionate e comportamento economico*, in *Economia politica*, 2009, p. 139 ss.; M. CASTELLANI - V. DI GIOVINAZZO - M. NOVARESE, *La mossa del cavallo. Simon tra economia comportamentale ed economia cognitiva*, in *Sistemi intelligenti*, 2016, p. 130 ss.

¹³ Sul punto E. CARTWRIGHT, *Behavioral Economics*, cit., p. 27 ss. Tra le regole euristiche maggiormente diffuse rientrano l'euristica della rappresentatività, l'euristica della disponibilità, l'euristica dell'ancoraggio e l'euristica dell'affetto. Sul punto si rimanda a A. TVERSKY - D. KAHNEMAN, *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*, in *Science*, 1974, 1124 ss.; ma anche P. SLOVIC - M. FINUCANE - E. PETERS - D.G. MACGREGOR, *Rational actors or rational fools: implications of the affect heuristic for behavioral economics*, in *The Journal of Socio-Economics*, 2002, p. 329 ss.

¹⁴ Occorre rilevare che le euristiche non devono necessariamente essere considerate "errori" in sé, in quanto queste - in linea generale - sono volte a semplificare il processo con cui gli individui giungono a una decisione. Le euristiche generano un errore nella misura in cui la semplificazione non è idonea o funzionale a una determinata situazione complessa. Sull'utilizzo di "scorciatoie" mentali da parte degli individui per far fronte a situazioni complesse si veda M. CASTELLANI - V. DI GIOVINAZZO - M. NOVARESE, *La mossa del cavallo. Simon tra economia comportamentale ed economia cognitiva*, cit., p. 130 ss.

¹⁵ Si veda sul tema E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 78 ss. ove si pone in evidenza la prevedibilità e sistematicità degli errori dettati dalle regole euristiche e, quindi, la risultante "distorsione cognitiva" che ne deriva. Lo stesso A. rileva che la

L'importanza teorica e scientifica del nuovo approccio, costituito dall'analisi di *behavioral economics*, risiede nel vaglio empirico avente ad oggetto le assunzioni su cui basare il modello economico di riferimento. Aniché scegliere in modo arbitrario una definizione di razionalità degli agenti del modello (molto spesso troppo generica perché possa fornire risultati utili), i nuovi modelli economici fondano lo sviluppo delle nuove teorie sulla base di assunti effettivamente verificabili¹⁶.

Il diverso quadro che si viene a creare nella riconfigurazione dell'individuo, una volta ricomprese tutte le dinamiche sopra evidenziate, ha condotto a tratteggiare un'efficace distinzione tra due virtuali categorie di soggetti: gli "Econi", soggetti perfettamente razionali, informati ed efficienti e gli "Umani", individui fallibili, con capacità di calcolo e memoria limitate¹⁷.

1.4. Il perché dell'interesse per un modello che rifletta le reali dinamiche decisionali dell'agente economico

Tutto ciò posto, si pone una domanda fondamentale. Perché dovrebbe interessarci un modello che rifletta le reali dinamiche decisionali degli individui?

L'analisi economica del diritto è stata efficacemente descritta come l'utilizzo della teoria economica e dei relativi strumenti economici al fine di

conoscenza e corretta considerazione dei comportamenti dettati dalle euristiche può gettar luce sulle cause della formulazione di decisioni all'apparenza prive di fondamento e in contrasto con l'utilità di chi le ha assunte.

¹⁶ Gli esperimenti condotti nell'ambito della ricerca behaviorista hanno una validità esterna (c.d. *external validity*) in quanto questi ultimi hanno luogo in situazioni molto simili o identiche a quelle del mondo esterno. Sebbene alla fine del precedente secolo la validità di alcuni esperimenti sia stata messa in discussione con riferimento alla metodologia utilizzata, i principali esperimenti a cui è in questa sede fatto riferimento sono (ad oggi) incontestati e confermati da rigorosi metodi di controllo dei risultati raggiunti. Si veda F. GUALA, *The Methodology of Experimental Economics*, Cambridge, University Press Cambridge, 2005, *passim*; ma anche V.L. SMITH, *Theory, Experiment and Economics*, in *Journal of Economic Perspectives*, p. 151 ss.

¹⁷ Le profonde differenze nella concezione degli individui da parte dei behavioristi rispetto ai razionalisti ha dato vita ad un'ampia letteratura sul tema. Uno dei più noti esponenti degli studiosi di *behavioral economics*, Richard Thaler (vincitore del Premio Nobel per l'economia nel 2017), ha riassunto la questione riportando un aneddoto che lo vede personalmente coinvolto. Quest'ultimo infatti ricorda che "mentre mi trovavo, un paio di anni fa, ad una conferenza del National Bureau of Economic Research ho spiegato la differenza tra il mio modello e quello di Barro [altro illustre economista, n.d.a.] affermando che quest'ultimo presuppone che gli agenti del proprio modello siano intelligenti come lui, mentre io raffiguro le persone come se fossero stupide al pari mio. Barro si è detto d'accordo": cfr. R.H. THALER, *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of the Economic Life*, New York, Maxwell Macmillan, 1992, p. 120.

studiare e analizzare la formazione, la struttura e l'impatto delle leggi e delle istituzioni¹⁸.

La validità della teoria economica utilizzata al fine di compiere tale tipologia di indagine, quindi, riveste un ruolo di primaria importanza. Essa non può essere trascurata, altrimenti i risultati raggiunti per mezzo di una "lente sfocata" non saranno in grado né di descrivere la realtà giuridico-economica presa in considerazione né, tantomeno, di formulare previsioni accurate¹⁹.

Come evidenziato da Milton Friedman, lo studio dell'economia ed i modelli da questa proposti non devono essere giudicati in base alle loro assunzioni, bensì in base alla qualità delle loro previsioni²⁰. Quanto alla capacità *descrittiva* del nuovo modello risultante dagli studi behavioristi, ovvero alla capacità di quest'ultimo di descrivere il comportamento che gli individui tengono nella realtà, la maggiore accuratezza di tale modello non è mai stata seriamente posta in discussione²¹.

In modo particolare durante i primi anni di sviluppo oltreoceano degli studi in materia di economia comportamentale, la capacità *predittiva* del nuovo modello economico è stata al centro di un acceso dibattito. Si è affermato in estrema sintesi che l'aggiunta di ulteriori incognite, in particolare all'interno del processo decisionale degli agenti economici, avrebbe solamente condotto a una complicazione del quadro di riferimento, a scapito della linearità ed eleganza della teoria neoclassica²².

¹⁸ Cfr. A. AMBROSINO, *Law & Economics e economia cognitiva*, in *Economia cognitiva e interdisciplinarietà*, S. Rizzello, A. Spada (a cura di), Giappichelli, Torino, 2012, p. 158.

¹⁹ In questo senso F. VELLA, *Il pericolo di un'unica storia: il diritto (commerciale) e le nuove frontiere dell'interdisciplinarietà*, cit., p. 735.

²⁰ Cfr. M. FRIEDMAN, *The Methodology of Positive Economics*, in *Essays in Positive Economics*, 1953, p. 14 ss. ove si evidenzia che «in so far as a theory can be said to have "assumptions" at all, and in so far as their "realism" can be judged independently of the validity of predictions, the relation between the significance of a theory and the "realism" of its "assumptions" is almost the opposite of that suggested by the view under criticism». Come si avrà modo chiarire più avanti, il modello economico risultante dagli studi di economia comportamentale è maggiormente accurato sia sul piano delle premesse, sia sul piano delle previsioni. Ciò deriva, si è detto, dalla maggiore aderenza del modello stesso con le dinamiche che interessano gli individui, le cui deviazioni rispetto alla condotta idealizzata dal modello neoclassico sono state oggetto di validazione empirica nell'ambito di numerosi esperimenti.

²¹ La Terra è popolata non da Econi bensì da Umani e, come evidenziato dagli studi di economia comportamentale, proprio nel momento della scelta gli Umani mostrano tutte le proprie differenze rispetto alla figura idealizzata degli Econi. Cfr. E. ZAMIR, *Refounding Law and Economics: Behavioral Support for the Predictions of Standard Economic Analysis*, in *Rev. Law Econ.*, 2020, p. 3 ss.; D. KAHNEMAN, *Thinking, Fast and Slow*, cit., p. 5 ss.

²² Si veda C. JOLLS - C.R. SUNSTEIN - R. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, cit., p. 1487 ss., ove si rileva che una possibile critica agli studi di economia comportamentale potrebbe concentrarsi sul fatto che «conventional economics has the advantage of simplicity and parsimony. At least—the objection goes—it provides a theory. By contrast, a

Tuttavia, proprio l'elaborazione della teoria del prospetto e il raffinamento dei modelli behavioristi hanno consentito di semplificare e sistematizzare le evidenze scientifiche emerse nel corso dei decenni: in considerazione dei risultati conseguiti dagli studi di *behavioral economics* è ormai possibile affermare che il modello economico post neoclassico fornisce sia una migliore descrizione del comportamento delle persone, sia previsioni più accurate²³.

2. Behavioral law and economics e diritto della crisi: un dialogo tridimensionale

2.1. Il miglioramento del modello economico di riferimento e l'efficacia dell'analisi economica del diritto

Proprio l'incapacità della teoria neoclassica di fornire previsioni accurate è emersa in tutta la sua evidenza nel corso dell'ultima, impreveduta crisi finanziaria. Dopo tale evento, anche gli ultimi (pochi) sostenitori della validità descrittiva e, soprattutto, predittiva del modello neoclassico hanno concordato sulla necessità di un suo ripensamento²⁴. Quanto appena evidenziato pone le basi per fornire la seconda parte della risposta al quesito riguardante il perché dell'esistenza di un (notevole) interesse dell'analisi economica del diritto verso il nuovo modello post neoclassico.

behavioral perspective offers a more complicated and unruly picture of human behavior». Tale conclusione si rivela tuttavia errata nel momento in cui il modello economico neoclassico, per quanto ispirato a semplicità e linearità, offre generalmente previsioni errate («to the extent that conventional economics achieves parsimony, it often does so at the expense of any real predictive power»). Cfr. sempre C. JOLLS - C.R. SUNSTEIN - R. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, cit., p. 1488).

²³ Cfr. E. CARTWRIGHT, *Behavioral Economics*, cit., p. 263 ss. Sul punto altresì C. JOLLS - C.R. SUNSTEIN - R. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, cit., p. 1484 ss. Questi ultimi evidenziano che qualora il modello economico neoclassico funzionasse correttamente e prevedesse in modo sufficientemente accurato il comportamento degli individui, l'analisi behaviorista perderebbe gran parte del proprio interesse.

²⁴ La quasi totalità degli economisti (fatta eccezione per alcuni casi isolati) non aveva previsto né le dimensioni né la tempistica di una delle più gravi crisi che hanno colpito dapprima la finanza e, successivamente, l'economia mondiale. I modelli predittivi basati sulle assunzioni del modello neoclassico hanno contribuito alla mancata rilevazione della crisi in ragione dell'affidamento su meccanismi di autoregolamento del mercato - a loro volta basati sulle premesse del modello basato sulla teoria dell'utilità attesa - che, proprio perché facenti riferimento a false premesse, non si sono mai attivati. Cfr. E. RIGHINI, *Behavioural Law and Economics, Problemi di policy, assetti normativi e di vigilanza*, Franco Angeli, Milano, 2013, p. 110-111; A. SZYSZKA, *The genesis of the 2008 global financial crisis and challenges to the neoclassical paradigm of finance*, in *Global Finance Journal*, 2011, p. 211 ss.; ma anche J. CAMERON, K.A. SIEGMANN, *Why did mainstream economics miss the crisis? The role of epistemological and methodological blinkers*, in *On the Horizon*, 2012, p. 164 ss.

Come già anticipato, la correttezza di una teoria economica, nonché la sua minore o maggiore capacità descrittiva e predittiva producono un notevole impatto nel momento in cui vengono analizzate e proposte strategie normative volte allo sviluppo o miglioramento di istituti e complessi di norme che si inseriscono in una determinata realtà economica e che, in tale realtà economica, intendono produrre i propri effetti²⁵.

Occorre rilevare che, in alcune occasioni, le conclusioni a cui giunge l'analisi economica del diritto ispirata alla teoria neoclassica sono le stesse raggiunte dall'analisi di *behavioral law and economics*²⁶. Ciò che, in questi casi, quest'ultima tipologia di analisi aggiunge è una maggiore chiarezza sul *come* si producano tali risultati, ovvero una maggiore chiarezza a livello descrittivo²⁷.

²⁵ Su tutti si vedano le riflessioni pionieristiche di E. OSTROM, *A Behavioral Approach to the Rational Choice Theory of Collective Action: Presidential Address, American Political Science Association*, in *American Political Science Review*, 1998, p. 2 ss.; P. CHIASSONI, *La terra promessa del professor Calabresi*, in *Contratto e impresa*, 2016, p. 608 ss. e, ivi, p. 610; ma anche E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 297 ss.

²⁶ Cfr. E. ZAMIR, *Refounding Law and Economics: Behavioral Support for the Predictions of Standard Economic Analysis*, cit., p. 9 ss.; E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 1 ss.

²⁷ Come è noto, l'analisi economica del diritto può essere condotta su due distinti (seppur connessi) piani. Il primo piano di analisi è rappresentato dall'analisi descrittiva (o positiva) della realtà giuridico-economica, per mezzo della considerazione degli istituti e norme esistenti in un dato momento storico e degli effetti che tale configurazione normativa produce. Il secondo piano di analisi è invece rappresentato dall'analisi prescrittiva (o normativa) della realtà giuridico-economica, che non si limita alla considerazione della realtà giuridica esistente, bensì si pone come obiettivo quello di individuare e suggerire un diverso assetto normativo che consenta, in definitiva, di migliorare l'efficienza del sistema di riferimento. Si veda L.A. FRANZONI - D. MARCHESI, *Economia e politica del diritto*, Il Mulino, Bologna, 2006; S. SHAVELL, *Foundations of Economic Analysis of Law*, Harvard University Press, Cambridge, 2004; W.Z. HIRSCH, *Law and Economics: an Introductory Analysis*, Academic Press, San Diego, 1999; F. PARISI, *The Language of Law and Economics. A Dictionary*, Cambridge University Press, Cambridge, 2013; R. COOTER - U. MATTEI - P.G. MONATERI - R. PARDOLESI - T. ULEN, *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Il Mulino, Bologna, 2006; G.P. O'DRISCOLL JR., *Justice, Efficiency, and the Economic Analysis of Law: A Comment on Fried*, in *The Journal of Legal Studies*, 1980, p. 355 ss.

Un'ulteriore distinzione sembra poter essere compiuta tra la tradizionale analisi economica del diritto e l'analisi c.d. di *law & economics*, consisterebbe nel fatto che, in base a quest'ultima, "il mondo dell'esperienza umana deve essere, al contempo, oggetto di analisi e critiche teoreticamente fondate, nonchè fonte di correzioni e miglioramenti della teoria che ha costituito strumento dell'analisi": cfr. G. CALABRESI, *Il futuro del law and economics. Saggi per una rimediazione ed un ricordo*, F. Fimmanò, V. Occorsio (a cura di), Giuffrè, Milano, 2018, p. 14. Sul punto si veda anche F. VELLA, *Il pericolo di un'unica storia: il diritto (commerciale) e le nuove frontiere dell'interdisciplinarietà*, cit., p. 733.

In altri termini, secondo tale ricostruzione, mentre l'analisi economica del diritto ha come obiettivo di leggere il mondo dell'esperienza e delle istituzioni umane per mezzo della teoria economica e se, attraverso tale lente, ciò che è osservato non risulta coerente, di riformarlo, diversamente un approccio di *law and economics* prevede un ulteriore passaggio. Tale passaggio consiste nella ricerca e analisi delle cause giustificative delle dinamiche che non rientrano o non erano previste nel modello applicato, in un rapporto di costante e biunivoca crescita tra disciplina economica e giuridica al fine di poter efficacemente criticare, modificare o confermare le strutture giuridiche oggetto di analisi.

In altri termini, risulta di fondamentale importanza - per l'analisi economica del diritto - avere come punto di riferimento un modello economico che sia il più possibile ancorato alla realtà e maggiormente accurato, tanto da un punto di vista descrittivo quanto da un punto di vista normativo al fine di ancorare alla realtà l'analisi dei fenomeni oggetto di studio²⁸.

Per ottenere tale risultato si è assistito a un progressivo arricchimento dei modelli e delle assunzioni poste alla base dell'analisi economica del diritto abbandonando, da un lato, semplificazioni spesso errate e fuorvianti rispetto al processo decisionale degli individui e, dall'altro lato, introducendo e sistematizzando fenomeni e condotte osservate a livello empirico, in precedenza semplicemente identificate come "irrazionali"²⁹.

Tale percorso ha condotto (e sta conducendo), in definitiva, a una maggiore chiarezza rispetto alle cause che determinano gli eventi oggetto di indagine da parte dell'analisi economica così come una maggiore accuratezza delle sue previsioni e può comportare, a ben vedere, un notevole progresso nei numerosi ambiti oggetto dell'analisi economica del diritto³⁰.

2.2. *L'analisi economica del diritto della crisi e il modello dell'attore razionale*

Come si avrà modo di vedere in dettaglio più avanti, l'analisi economica del diritto della crisi rientra nel novero di quei campi di indagine che, in via generale, hanno visto l'applicazione del modello dell'attore razionale con una conseguente, potenziale distorsione descrittiva e predittiva di alcuni fenomeni ivi contemplati.

²⁸ Con riferimento ai progressi e alla maggiore accuratezza dell'analisi che può derivare da un modello di riferimento maggiormente corrispondente alla realtà si veda C.R. SUNSTEIN, *Behavioral Analysis of Law*, in *U. Chi. L. Rev.*, 1997, p. 1175 ss.; W. EDWARDS - D. VON WINTERFELDT, *Cognitive Illusions and Their Implications for the Law*, in *Cal L. Rev.*, 1986, p. 225 ss.

²⁹ Si veda sul punto D. SCHILIRÒ, *Bounded Rationality and Perfect Rationality: Psychology into Economics*, in *Theoretical and Practical Research in Economic fields*, 2012, p. 101 ss.; M. RABIN, *Psychology and economics*, in *Journal of Economic Literature*, 1998, p. 11 ss.

³⁰ Sul punto si rimanda a A. BUYALSKAYA - M. GALLO - C.F. CAMERER, *The Golden Age of Social Science*, in *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 2019, pp. 5-6, ove si rileva con riferimento alle potenzialità e all'impatto che l'economia comportamentale ha prodotto nell'ambito economico che "one notable case study comes from behavioral economics, which uses evidence and methods from other social sciences - psychology in particular - to analyze natural limits on human computation, willpower, and selfishness. These analyses make new predictions about field data, leading to novel suggestions about how markets work and what policies might be effective». Sul punto si veda altresì R.H. THALER, *From cashews to nudges: The evolution of behavioral economics*, in *Am. Econ. Rev.*, 2018, p. 1265 ss.

In altre parole, l'applicazione di alcuni paradigmi del modello economico neoclassico, in ragione della loro infondatezza, potrebbe aver parzialmente sviato l'analisi di alcune dinamiche fondamentali ad esso sottese³¹.

Gli studi economici sperimentali e non - condotti negli ultimi decenni - hanno messo in discussione, sotto numerosi aspetti, le basi su cui si fondano alcune rilevanti teorie del diritto della crisi che fanno affidamento sul c.d. modello dell'attore razionale³².

A tal riguardo, a titolo esemplificativo, merita rilevare che gli esperimenti behavioristi in campo economico hanno portato alla luce un fenomeno denominato *endowment effect* (analizzato in dettaglio più avanti) che pone forti interrogativi rispetto alla validità delle teorie aventi a oggetto l'allocazione dei beni e l'indifferenza della sua iniziale configurazione, in assenza di costi di transazione³³.

Tale *cognitive illusion* che, in estrema sintesi, comporta una supervalutazione del bene posseduto a prescindere dal suo oggettivo valore di mercato, produce con particolare forza i propri effetti in quelle situazioni in cui il

³¹ Si veda con riferimento alla connessione rinvenibile tra efficacia della norma e aderenza di quest'ultima con la realtà che questa intende regolare V. ZENO ZENCOVICH, *Il lato oscuro della legge: diritto e superstizione*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, p. 10309 ss. il quale rileva in modo condivisibile che «le “leggi” economiche [...] descrivono il funzionamento dei mercati e degli agenti economici e contano nella misura in cui riflettono fedelmente ciò che normalmente accade — e dovrebbe accadere — in talune circostanze. Sono “leggi” corrette quando i dati sui quali fondano sono stati correttamente raccolti ed interpretati».

³² Come verrà illustrato più avanti, la teoria del “hypotetical contract” ed altre ricostruzioni dell'assetto normativo del diritto della crisi sono figlie del modello economico razionalista neoclassico. Cfr. T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-bankruptcy Entitlements and the Creditors' Bargain*, in *Yale Law Journal*, 1982, p. 866 ss. con riferimento alla diffusa teoria del “creditors' bargain” poi confluita e ripresa dall'autore in T.H. JACKSON, *The logic and limits of bankruptcy law*, Cambridge, Harvard University Press, 1986, il quale ha contribuito ad elaborare due importanti teorie del diritto fallimentare, rielaborate ed adattate, successivamente, in numerosi ordinamenti, ovvero la teoria dell'”hypothetical contract” e la regola “mirror the non-bankruptcy rule result”; ma anche T.H. JACKSON - D.G. BAIRD, *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, *U. Chi. L. Rev.*, 1984, p. 97 ss. che presenta un incipit quasi profetico «bankruptcy law does not exist in a vacuum, yet one cannot spend much time reading in the field without noting that few judges or scholars have taken this observation to heart». Come già si è avuto modo di anticipare, il *vacuum* in cui è ancora inserita la normativa del diritto societario della crisi - in cui gli attori di quest'ultimo sono rappresentati come agenti razionali - rappresenta uno dei principali limiti, a parere di chi scrive, dell'attuale assetto normativo.

³³ Cfr. C.R. SUNSTEIN (ed.), *Behavioral Law & Economics*, cit., p. 5 ss. e, ivi, p. 6 ove l'A. osserva che «the theorem is wrong because the allocation of the legal entitlement may well matter, for those who are initially allocated an entitlement are likely to value it more than will those without the legal entitlement». Come si avrà modo di analizzare in dettaglio nel secondo capitolo, l'abbandono o, comunque, la ridotta validità del teorema di Coase può avere delle conseguenze anche nell'ambito dello studio e analisi del diritto della crisi, laddove proprio l'ambito della crisi di impresa si caratterizza per la riallocazione di risorse e l'attribuzione iniziale di queste ultime a un attore che, sistematicamente, adotta una condotta in contrasto con le previsioni del modello economico neoclassico.

valore del bene/diritto non è chiaramente eterodeterminato e che, dunque, riflettono la situazione in cui gli attori del diritto della crisi si trovano ad agire.

Tali studi hanno evidenziato che, a differenza di quanto inizialmente ipotizzato, l'attribuzione iniziale di un bene orienterà sensibilmente il risultato finale di una successiva ed eventuale contrattazione, anche in assenza di costi di transazione³⁴. Tale circostanza, come si avrà modo di chiarire nel secondo capitolo, non è secondaria e dovrà essere tenuta in considerazione nel momento in cui si analizza la condotta degli attori del diritto della crisi di impresa, anche al fine di comprendere la ragione di alcune linee d'azione considerate semplicemente "irrazionali" o fraudolente.

2.3. I due pilastri della razionalità nell'analisi economica del diritto della crisi

Fermo quanto appena evidenziato, merita sin da subito rilevare che il modello dell'attore razionale ha influenzato in modo significativo l'analisi e lo sviluppo del diritto della crisi sotto due ulteriori e fondamentali aspetti.

Il primo aspetto è rappresentato dall'assunto posto alla base dell'analisi economica del diritto della crisi riguardante l'adozione sistematica di scelte razionali da parte degli *shareholders*. Il secondo aspetto, invece, riguarda l'assunto circa l'adozione di scelte razionali da parte dell'organo gestorio della società³⁵.

Sulla base di tali premesse, è stato interpretato e sviluppato l'impianto normativo chiamato a regolare le situazioni in cui si verifica una crisi dell'impresa.

³⁴ Si veda E. HOFFMAN - M.L. SPITZER, *Willingness to Pay vs. Willingness to Accept: Legal and Economic Implications*, in *Wash. U. L.Q.*, 1993, p. 99 ss.; M. ISIK, *An experimental analysis of impacts of uncertainty and irreversibility on willingness-to-pay*, in *Applied Economics Letters*, 2006, p. 67 ss.; I. BISCHOFF, *Endowment effect theory, prediction bias and publicly provided goods: an experimental study*, in *Environmental and Resource Economics*, 2008, p. 283 ss.; G.C. MORRISON, *Understanding the disparity between WTP and WTA: endowment effect, substitutability, or imprecise preferences?*, in *Economics Letters*, 1998, p. 189 ss.

³⁵ Cfr. R.K. RASMUSSEN, *Behavioral Economics, the Economic Analysis of Bankruptcy Law and the Pricing of Credit*, in *Vand. L. Rev.*, 1998, p. 1690 ss. Il quale, dopo aver evidenziato i primi due aspetti sopra richiamati, richiama anche un ulteriore, terzo, "pilastro" su cui l'analisi economica del diritto fa riferimento nell'ambito del diritto della crisi e cioè la determinazione razionale del costo del finanziamento alle imprese da parte dei creditori. Si veda altresì M. HUSE - R. HOSKISSON - A. ZATTONI - R. VIGANÒ, *New perspectives on board research: changing the research agenda*, in *J Manag Gov*, 2009, p. 13 ss.; D.R. KOROBKIN, *Value and Rationality in Bankruptcy Decisionmaking*, in *Wm. & Mary L. Rev.*, 1992, p. 333 ss. e, ivi, p. 338 ove si evidenzia che «the economic account first defines a standard by which to evaluate any bankruptcy decision: the "correct" outcome maximizes economic returns for creditors as a group. It then provides guidelines for constraining judicial deliberation so as to increase the likelihood of a decision that will be consistent with this wealth-maximizing standard».

Nel momento in cui sono introdotti e calibrati incentivi e disincentivi, facoltà e obblighi del debitore e dei suoi creditori, devono essere necessariamente valutati il comportamento e le scelte che tali soggetti verosimilmente adotterebbero in assenza di tale regolamentazione, nonché gli effetti dell'interazione della regolamentazione in questione con il processo decisionale dell'agente economico.

In presenza di una previsione errata riguardante il processo decisionale dell'agente economico, la norma che pone un incentivo o un disincentivo - al pari di quella che pone un obbligo a carico di un soggetto - non produrrà l'effetto desiderato o, ancor peggio, si rivelerà controproducente³⁶. Invero, il fraintendimento avente ad oggetto il reale comportamento dei soggetti economici può altresì determinare un'errata analisi della realtà economico-giuridica da parte di chi, accingendosi a studiare e verificare la validità di norme e istituti, utilizzi la lente dell'analisi economica del diritto. Infatti, se il modello economico si basa su premesse false e produce previsioni errate, l'analisi dell'interprete ne risulterà irrimediabilmente inficiata. Nel prossimo capitolo si avrà modo di analizzare singolarmente le principali caratteristiche delle norme che regolano la condotta dell'imprenditore e dei creditori nella fase che precede e comprende la crisi dell'impresa.

D'altronde, proprio nel campo del diritto della crisi si osserva costantemente una notevole differenza tra la condotta attesa da parte degli agenti economici³⁷ - in particolare, del debitore - e la condotta concretamente adottata da tali soggetti. La mancata considerazione di alcune dinamiche decisionali oggi ricomprese nel modello economico post neoclassico - e a lungo trascurate dal modello tradizionale - può contribuire a fare chiarezza, come si tenterà di dimostrare *infra* su alcuni lati ancora oscuri del diritto della crisi³⁸.

³⁶ Si veda C.R. SUNSTEIN (ed.), *Behavioral Law & Economics*, Cambridge University Press, Cambridge, 2000, p. 3.

³⁷ Che la crisi emerga in ritardo è ormai un dato acquisito: tale situazione comporta gravi conseguenze tanto in termini di soddisfazione dei creditori quanto di probabilità sopravvivenza dell'impresa che affronti in ritardo le proprie difficoltà. Si veda L. STANGHELLINI - R. MOKAL - C.G. PAULUS - I. TIRADO, *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, Milano, 2018, 5 ss. e i risultati empirici disponibili sul sito www.codire.eu.

³⁸ Con tale espressione si intende fare riferimento a tutte quelle situazioni e problematiche contemplate dal diritto della crisi che, ancora oggi, non hanno trovato un'efficace risposta e che, in parte, saranno analizzate più avanti. Il pensiero va, in considerazione della notevole enfasi posta dalla recente Direttiva (UE) n. 2019/1023, avente ad oggetto i quadri di ristrutturazione preventiva, al tema (ancora in gran parte irrisolto) di come incentivare efficacemente l'emersione tempestiva della crisi da parte del debitore e, per tale via, salvaguardarne il valore a favore di tutti gli attori coinvolti. Si veda sul punto P. VELLA, *L'impatto della Direttiva UE 2019/1023 sull'ordinamento*

Al fine di rendere più chiaro quanto si va esponendo, può risultare utile fornire un esempio.

Il debitore “econe”, sulla base del modello neoclassico, a seguito di un determinato input A che vari l’utilità attesa dalla propria condotta, adotterà la condotta B qualora ciò effettivamente massimizzi la propria utilità: il debitore “umano”, invece, in ragione della propria incapacità di rispecchiare il processo di scelta di un soggetto perfettamente razionale sarà esposto al rischio, sistematico e prevedibile, di deviare da B³⁹. Ciò in quanto numerose *cognitive illusions*, su cui ci si soffermerà ampiamente nel prossimo capitolo, influenzeranno sensibilmente sia l’analisi del contesto economico e giuridico in cui si trova inserito l’imprenditore, sia la capacità di quest’ultimo di compiere una valutazione aderente alla realtà delle proprie capacità.

Tale ipotetico schema può essere oggetto di applicazione in molteplici campi dell’analisi economica del diritto, compreso il diritto della crisi.

Possiamo quindi ipotizzare una situazione in cui, in considerazione di una condotta che si desidera adottare il debitore - nel nostro esempio l’attivazione tempestiva per la risoluzione delle difficoltà in cui versa l’impresa (la condotta B) - il legislatore preveda una serie di misure premianti il debitore che si attivi tempestivamente, così come misure sanzionatorie qualora ciò non avvenga (l’input

concorsuale interno, in *Fallimento*, 2020, p. 747 ss.; P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d’impresa e dell’insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, 2020, p. 829 ss.; M. BIANCA, *Allerta e dintorni: l’adozione delle misure idonee alla tempestiva rilevazione della crisi da parte dell’imprenditore individuale*, in *ODC*, 2020, p. 55 ss.; G. BONFANTE, *Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza - Le misure d’allerta*, in *Giur. it.*, 2019, p. 1943 ss.; P. RIVA - A. DANOVÌ - M. COMOLI, *Gli attori della governance coinvolti nelle fasi dell’allerta e gli indici della crisi secondo il nuovo C.C.I.*, in *Giur. comm.*, 2020, III, p. 594 ss.; D. SEGA, *Allerta e prevenzione: nuovi paradigmi della crisi di impresa*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, p. 1101 ss.; A. GUIOTTO, *I sistemi di allerta e l’emersione tempestiva della crisi*, in *Fallimento*, 2019, p. 409 ss.; L. CARADONNA, *Le misure di allerta: emersione tempestiva della crisi*, in *GiustiziaCivile.com*, 15 marzo 2019; N. SOLDATI, *La Direttiva (UE) 2019/1023 e l’evoluzione delle procedure concorsuali nell’ottica della continuità aziendale e dell’emersione tempestiva della crisi d’impresa*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, p. 217 ss. ove si evidenzia lo sforzo del legislatore europeo per un’uniformazione delle discipline dei vari ordinamenti nazionali con lo scopo di incentivare l’accesso a strumenti di ristrutturazione preventiva in una fase precoce, ove sono ancora salvaguardabili i valori dell’impresa in crisi.

³⁹ Si è già avuto modo di evidenziare che gli studi di economia comportamentale hanno posto in evidenza la presenza di scostamenti sistematici e prevedibili della condotta degli agenti economici rispetto alle previsioni del modello economico neoclassico. In particolare, nell’ambito di tali studi si è rilevata l’incapacità - salvo rare eccezioni - degli agenti economici di agire in accordo alle previsioni che configurano il c.d. “Econe”, dotato di una capacità di scelta e di preferenze coerenti a differenza dell’omologo “Umano”. Si veda sul punto E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 39 ss.

A). Più in concreto, si incentiva il debitore ad affrontare senza ritardo la crisi di impresa e, a tal fine, si pongono incentivi monetari che, come si vedrà più avanti, possono assumere diverse forme e si prevedono sanzioni in caso di un ingiustificato ritardo da parte dell'imprenditore⁴⁰.

L'agente economico "econe" (l'imprenditore, nel nostro esempio) massimizzerà la propria utilità, rispondendo all'incentivo ed evitando la sanzione, l'agente economico "umano", invece, anziché rispondere sempre in modo eguale all'agente "econe", si troverà esposto al rischio, sistematico e prevedibile, di agire in ritardo a causa dell'influenza di molteplici *cognitive illusions* su cui ci si soffermerà nel prosieguo e, dunque, in modo contrario a quanto previsto dalla teoria neoclassica⁴¹.

Tale situazione è causa di un doppio fallimento.

L'interprete non sarà in grado di comprendere le cause che hanno determinato il comportamento imprevisto del debitore che, secondo i canoni della teoria dell'utilità attesa, deve considerarsi irrazionale. Il legislatore non sarà in grado di adottare una risposta efficace, in quanto tale risposta trascura alcune dinamiche fondamentali del comportamento umano che ne vanificano, nella sostanza, gli effetti.

Si rende dunque necessario adeguare l'analisi del diritto della crisi all'imprenditore "umano", in modo tale da superare situazioni di inefficienza che, ad oggi, non sembrano risolvibili mediante un approccio privo di aderenza con la realtà valorizzando, invece, il "reale" processo decisionale dell'imprenditore in crisi che, come si avrà modo di evidenziare più avanti, trova il proprio ostacolo

⁴⁰ Senza alcuna pretesa di esaustività e rinviando al secondo capitolo per un'analisi del sistema di incentivi vigente nel nostro ordinamento occorre rilevare che, al fine di evitare un'attivazione ritardata nella gestione della crisi d'impresa, il diritto della crisi attualmente vigente fa in larga parte affidamento, da un lato, sulla responsabilità risarcitoria degli amministratori per c.d. *mala gestio* nella fase pre-concorsuale, dall'altro lato, su misure "premiali" che consistono, prevalentemente, in sconti su sanzioni e interessi tributari. Si veda con riferimento alla c.d. "strategia della responsabilità" A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 30. A seguito dell'introduzione dell'obbligo per l'imprenditore che operi in forma collettiva di dotarsi di assetti adeguati ai sensi degli artt. 2086 c.c. e 3 CCI, si è assistito al primo passo nella direzione di un arricchimento di tale sistema basato quasi esclusivamente su incentivi negativi *ex post* - che come vedremo, in ragione delle *cognitive illusions* che affliggono l'imprenditore in crisi, si rivelano spesso inefficaci - a favore di un complesso di norme volto a consentire l'emersione tempestiva della crisi d'impresa grazie a un monitoraggio costante della situazione dell'impresa e a un'anticipazione dei doveri degli amministratori nella fase organizzativa. Sul punto si veda E. GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, in *Banca Borsa*, 2021, p. 563.

⁴¹ Come già accennato, il debitore è reso "umano" dalla presenza di *bias* e dall'adozione (più o meno consapevole) di regole euristiche che ne influenzano il processo decisionale.

principale nell'incapacità di adeguarsi alle previsioni e alle aspettative del modello economico neoclassico⁴².

2.4. *Le cognitive illusions all'interno delle società*

Le cognitive illusions considerate negli studi di economia comportamentale influenzano - in massima parte - anche gli individui inseriti in una struttura organizzata come quella societaria⁴³.

Il processo decisionale degli individui investiti di un potere gestionale, conferito nel contesto di una struttura societaria e chiamati a confrontarsi con altri organi della società (a loro volta destinatari di altri incarichi gestionali o di controllo nei confronti dei primi) risulta, dunque, affetto dalle fallacie e regole euristiche che, inizialmente, sono state riscontrate e analizzate su singoli individui al di fuori di contesti organizzati⁴⁴.

⁴² Si veda con riferimento alle potenzialità di un'analisi economica del diritto che faccia propri i risultati dell'economia comportamentale F. VELLA, *Il pericolo di un'unica storia: il diritto (commerciale) e le nuove frontiere dell'interdisciplinarietà*, cit., p. 723 ss. Tale approccio è stato e viene tuttora applicato, in particolare negli Stati Uniti, in diversi campi del diritto producendo un generale avanzamento della scienza giuridica, arricchita e "tridimensionalizzata" dalle nuove scoperte in ambito economico, psicologico e sociale. Cfr. W. EDWARDS - D. VON WINTERFELDT, *Cognitive Illusions and their Implications for the Law*, cit., p. 225 ss.

⁴³ Cfr. D.C. LANGEVOORT, *Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms)*, U. Pa. L. Rev., 1997, p. 101 ss.; ma anche H.A. SIMON, *A behavioral model of rational choice*, in *Quarterly Journal of Economics.*, 1955, p. 99 ss. L'A., oltre ad interrogarsi con grande anticipo sulla validità del modello tradizionale sviluppato dalla scienza economica - che contempla un *economic man*, dotato di vaste (se non illimitate) conoscenze e capacità di calcolo - prende in considerazione anche il c.d. *administrative man*, definito "fratello" del primo ma diverso in quanto inserito in un'organizzazione.

Lo stesso A. evidenzia che la razionalità di una condotta deve valutarsi non solo in relazione agli esiti ma anche in base alla procedura utilizzata per adottare tale decisione. Invero, nel momento dell'adozione della scelta, il processo decisionale dell'agente economico è influenzato (i) dal numero di alternative concretamente disponibili; (ii) dalla quantità di informazioni riguardanti l'esito di ciascuna alternativa; (iii) da fattori ambientali esterni al soggetto (quali la pressione temporale o il giudizio degli altri). Si veda anche L. ENRIQUES - D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *Hastings Law Journal*, 2020, vol. 72, p. 2 ss., ove gli Autori mettono in relazione molti alcuni importanti scandali societari con le limitazioni dei *corporate agents* e, in particolare, degli amministratori. Ma anche I.L. JANIS, *Victims of Groupthink. A Psychological Study of Foreign Policy Decisions and Fiascoes*, Boston, 1972, ove si mettono in evidenza gli ostacoli alla manifestazione del pensiero del singolo all'interno di gruppi organizzati come i board delle società.

⁴⁴ I *bias* presentano effetti sia a livello individuale che collettivo, è quindi necessario tenerne conto al fine di interpretare e regolare correttamente anche i rapporti tra organi inseriti all'interno della stessa organizzazione. La collegialità, come è noto ha tra le sue funzioni quella di consentire e sviluppare la discussione tra i vari componenti dell'organo. Tra le motivazioni che portano a giustificare la necessità di una discussione all'interno degli organi vi è l'assunzione che (i) il risultato della votazione sarà essere tendenzialmente migliore in quanto beneficerà dell'apporto più punti di vista (ii) sarà possibile raggiungere un compromesso che massimizzi l'interesse dei soggetti coinvolti. La decisione di gruppo tuttavia, in molti casi, risulta essere notevolmente più

Le *cognitive illusions* che si manifestano nell'ambito dell'impresa esercitata in modo organizzato producono i propri effetti con un'intensità assai superiore rispetto agli altri contesti⁴⁵. Ciò con riferimento ai soggetti investiti di poteri e responsabilità gestorie all'interno dell'impresa societaria.

Le dinamiche sopra evidenziate hanno un notevole impatto anche sul comportamento degli investitori (professionali e non), nel momento in cui sono chiamati a compiere scelte che riguardano il mantenimento, incremento o abbandono di una partecipazione societaria, nonché nell'interfacciarsi con il management se e quando chiamati ad esprimersi su una determinata questione riguardante la vita della società⁴⁶.

Dunque, tanto il processo decisionale degli *shareholders* quanto quello del *management* della società si troveranno esposti al concreto rischio di deviare da quello (erroneamente) ipotizzato dal modello neoclassico⁴⁷.

soggetta a *bias* e distorsioni di quella individuale a causa di dinamiche analizzate dagli studi di economia comportamentale che hanno rinvenuto nel c.d. *group thinking* elementi amplificatori delle *cognitive illusion*. Si rimanda sul punto su tutti a E. MARCHISIO, *A Behavioural Analysis of Shareholders' Meetings*, in *Banca impr. soc.*, 2013, p. 427 ss. ove si evidenzia che tra i *bias* che contraddistinguono maggiormente le decisioni all'interno di un gruppo vi è il c.d. effetto gregge, l'effetto cascata (che amplifica l'effetto gregge) e un fenomeno di polarizzazione del gruppo, in ragione del quale si nota una tendenza a un'estremizzazione delle posizioni iniziali, anziché una moderazione di queste.

⁴⁵ Uno tra gli esempi più noti delle proporzioni che il fenomeno in questione può assumere all'interno di una società è rappresentato dal fallimento, nel 1995, di Barings Bank. Uno dei manager di spicco di Barings (una delle banche più antiche e prestigiose del Regno Unito) iniziò ad accumulare perdite dopo alcuni investimenti non andati a buon fine. Questi, tuttavia, anziché adottare una strategia di rientro delle perdite che avrebbe consentito, senza particolari problemi, di superare il periodo di difficoltà, ha continuato a investire in titoli e progetti sempre più rischiosi che, a loro volta, hanno causato l'aggravarsi della situazione finanziaria della banca (da questi occultata in un conto creato ad arte).

La spiegazione su come abbia fatto il manager di Barings ad accumulare 1,4 miliardi di dollari di perdite può essere fornita dagli studi di *behavioral economics* e, in particolare, dalla *cognitive illusion* nota come *aversion to loss* (che sarà analizzata approfonditamente nel prossimo capitolo). Tale conclusione è confermata anche dalle dichiarazioni dello stesso manager «I was determined to win back the losses. I tried harder and harder, risking more and more [...] it had become an addiction», che forniscono una chiara immagine di come la mente umana ed il conseguente comportamento degli agenti economici sia distante dalle assunzioni del modello neoclassico: cfr. F. PAPA, *Can neurosciences explain financial crises?*, in *Osservatorio Crisi d'Impresa*, OCI, 2017, p. 3 ss.

⁴⁶ Per un'analisi approfondita dell'impatto che le *cognitive biases* producono sul processo decisionale degli investitori professionali si rimanda a N. LINCIANO, *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, p. 135 ss.; E. RIGHINI, *Behavioural law and economics*, cit., p. 136 ss.; J. SCOTT - M. STUMPP - P. XU, *Behavioral Bias, Valuation, and Active Management*, in *Financial Analysts Journal*, 1999, p. 49 ss.; R. JAIN - P. JAIN - C. JAIN, *Behavioral Biases in the Decision Making of Individual Investors*, in *IUP Journal of Management Research*, 2015, p. 7 ss.; R. SADI - H.G. ASL - M.R. ROSTAMI, *Behavioral Finance: The Explanation of Investors' Personality and Perceptual Biases Effects on Financial Decisions*, in *International Journal of Economics and Finance*, 2011, p. 234 ss.

⁴⁷ R.M. HOLMES JR - P. BROMILEY, *Management Theory Applications of Prospect Theory: Accomplishments, Challenges, and Opportunities*, in *Journal of Management*, 2010, p. 3 ss.

Ne risulta che il sistema organizzativo interno della società, per quanto possa essere articolato e strutturato su più livelli non è, di per sé, sufficiente a eliminare la presenza delle fallacie che, al contrario, vedono un'accentuazione dei propri effetti in tale contesto⁴⁸.

Come già anticipato, il consistente scostamento dal comportamento ipotizzato in base al modello della scelta razionale, fatto proprio dal modello neoclassico e osservato dagli studi di *behavioral economics*, ha consentito peraltro di comprendere meglio le cause della crisi finanziaria globale che, in modo inaspettato, ha rivelato un sistema economico e legale che - oltre a essere incapace di autoregolarsi - era (ed è tuttora) costituito da attori che agiscono in aperto contrasto con le previsioni della teoria dell'utilità attesa⁴⁹.

In tale contesto, anche le regole euristiche giocano un ruolo fondamentale nell'influenzare il comportamento del *management*. Vi sono schemi e regole di comportamento standardizzate che gli individui incaricati della gestione dell'impresa adottano al fine di ottimizzare la propria azione⁵⁰.

Come evidenziato *supra*, tali regole possono, in linea generale, produrre risultati utili e consentire un effettivo risparmio in termini di tempo ed energie. Tuttavia, proprio tali regole sono idonee a determinare una linea di condotta che si allontana, in modo sistematico e prevedibile, da quella ipotizzata dal modello tradizionale.

2.5. Behavioral law and economics e le implicazioni dell'abbandono delle premesse del modello neoclassico per il diritto della crisi

⁴⁸ Cfr. R.K. RASMUSSEN, *Behavioral Economics, the Economic Analysis of Bankruptcy Law and the Pricing of Credit*, cit., p. 1689 ss. il quale evidenzia che l'illusione del controllo, ad esempio, è una di queste. La letteratura in materia ha riscontrato un notevole incremento del *bias* in questione nei contesti organizzati. Una possibile spiegazione del fenomeno è individuata nella c.d. "cultura dell'ottimismo", incoraggiata in molte realtà economiche. Lo stesso può dirsi per il *bias* da *status quo*, che affligge in eguale misura i singoli individui e le imprese. Si veda altresì sul punto E. MARCHISIO, *A Behavioural Analysis of Shareholders' Meetings*, cit., p. 427 ss.

⁴⁹ L'effetto combinato dell'azione congiunta di più *cognitive illusions*, quali l'*overconfidence bias* e l'*aversion to losses* (che come già detto saranno considerate in dettaglio più avanti) su investitori e manager ha contribuito a determinare il fallimento di un sistema che, in assenza di contromisure a condotte irrazionali da parte dei propri agenti, ha mostrato i propri limiti.

⁵⁰ È stata osservata una sostanziale differenza nel ricorso alle regole euristiche da parte del management delle PMI e delle grandi imprese. Nelle prime il ricorso alle regole euristiche è maggiore rispetto alle imprese di grandi dimensioni (e, come osservato dagli autori dello studio, spesso indispensabile in mancanza di strutture che consentano l'adozione di scelte senza una semplificazione dello scenario di riferimento). Cfr. L.W. BUSENITZ - J. B. BARNEY, *Differences Between Entrepreneurs and Managers in Large Organizations: Biases and Heuristics in Strategic Decision-Making*, in *Journal of Business Venturing*, 1997, p. 9 ss.

La dimostrata validità dei risultati degli studi di economia comportamentale anche nel contesto dell'impresa societaria e, in particolare, nei confronti del *management* e dei soci, consente di prendere in esame gli effetti dell'abbandono - nell'ambito del diritto della crisi - della premessa riguardante la razionalità (nel momento della scelta) dell'agente economico, sia esso parte del *management* o un socio⁵¹.

A titolo esemplificativo, è possibile prendere in considerazione la “fallacia dei costi irrecuperabili”⁵². Tale *bias* può indurre uno o più soggetti, nel nostro caso il *management* in presenza di un'impresa in crisi, a portare avanti un progetto senza che vi sia una ragionevole speranza di successo, in ragione dei costi già sostenuti che, tuttavia, sono in ogni caso irrecuperabili⁵³.

Il *management* del debitore “econe”, ipotizzato della teoria neoclassica, una volta che sia divenuto chiaro o vi siano indizi evidenti che l'attività d'impresa si avvia verso la crisi, agirà trascurando i costi già sostenuti e limiterà i danni per l'impresa, procedendo a una riorganizzazione economica e/o finanziaria della società, ovvero a una sua liquidazione.

Qualora l'impresa possa ancora tornare a produrre profitti, procederà nel più breve tempo possibile ad una riorganizzazione dell'impresa - sia essa economica, finanziaria o una combinazione di entrambe - massimizzando, dunque, l'utilità per i creditori e i soci⁵⁴. Qualora l'impresa *non* abbia la possibilità di tornare a produrre

⁵¹ Come si è già in parte anticipato e, soprattutto, come si avrà modo di vedere nel proseguo, da tale abbandono derivano importanti conseguenze per l'analisi economica - descrittiva e prescrittiva - del diritto della crisi.

⁵² La fallacia dei costi irrecuperabili è anche nota come “fallacia del Concorde”, in quanto i governi del Regno Unito e della Francia, in considerazione degli ingenti costi già sostenuti e del prestigio che avevano investito nel progetto di sviluppo del famoso aereo di linea, hanno continuato a stanziare ingenti fondi anche dopo che era diventato evidente che tale progetto non era finanziariamente sostenibile. Si veda E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 49 ss. Si veda altresì H.R. ARKES, *The Sunk Cost and Concorde Effects: Are Humans Less Rational Than Lower Animals?*, in *Psychological Bulletin*, 1999, p. 591 ss. ove si evidenzia che la condotta risultante da tale *bias* si concretizza in una tendenza degli individui a proseguire un'attività, anche qualora non remunerativa, una volta effettuato un investimento in denaro, energie o tempo.

⁵³ Cfr. S. ROTH - T. ROBERT - L. STRAUS, *On the Sunk-Cost Effect in Economic Decision-Making: a Meta-Analytic Review*, in *Business Research*, 2015, p. 99 ss.; E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 49 ss.

⁵⁴ In tal modo, agendo tempestivamente ai fini della preservazione del *going concern* e mantenendo intatti i valori aziendali, la “torta si allarga”. Come poi tale torta sarà effettivamente distribuita sarà oggetto di trattativa tra gli attori principali della crisi. Anche il *management* massimizzerà la propria utilità continuando a gestire l'impresa. Con riferimento, invece, al tema

profitti, il *management* procederà, invece, ad una liquidazione della società massimizzando, nuovamente, l'utilità per i creditori e, in linea generale, anche per i soci⁵⁵.

Dunque, se risulterà necessario liquidare la società ancora *in bonis*, ovvero accedere a una procedura di pre-insolvenza o di insolvenza, sia essa liquidatoria o meno, il management del debitore ipotizzato dal modello neoclassico non esiterà a fare quanto richiesto dalla situazione al fine di massimizzare la propria utilità, quella dei soci e dei creditori.

Diversamente, il *management* del debitore "umano", così come tipizzato dal modello comportamentale, una volta posto di fronte alla scelta dettata da una situazione in cui sono presenti costi irrecuperabili, agirà - in modo sistematico e prevedibile - nell'ottica di ammortizzare o recuperare, all'interno dello stesso progetto imprenditoriale, tali costi e, quindi, determinando un prevedibile aggravio della situazione già compromessa dell'impresa⁵⁶.

La consapevolezza della generale tendenza ad attribuire un peso eccessivo ai costi irrecuperabili può rivelarsi estremamente utile nel contrastare tale fenomeno che non rientra nel comportamento razionale contemplato dal modello

dell'opportunità di management e soci di controllo e - più in generale - al possibile azzardo morale di questi ultimi in determinate condizioni, si veda *infra*.

⁵⁵ Infatti, se ancora residua dell'attivo nel patrimonio della società (e ciò potrebbe essere frequente qualora la crisi venga affrontata, così come il debitore "econe" farà, in una sua fase precoce) i creditori saranno soddisfatti integralmente ed i soci faranno proprio il *surplus* della liquidazione (così come massimizzato da una liquidazione tempestiva).

Se, diversamente, il capitale di rischio è stato completamente eroso e non vi sono prospettive di produzione di un *surplus* dalla liquidazione, il management potrebbe avere un interesse opportunistico a proseguire l'attività di impresa, ormai priva di capitale di rischio e finanziata esclusivamente dai creditori.

Anche quest'ultima situazione tuttavia, come si vedrà, non dovrebbe modificare il corso dell'azione del management del debitore "econe". Ciò per due motivi. Il primo motivo riguarda il rischio per il management della società, in caso di prosecuzione dell'impresa, di vedersi esposto ad azioni di responsabilità per i danni eventualmente arrecati ai creditori, i quali - se accertati - andrebbero a vanificare gli eventuali profitti derivanti dal mantenimento, più o meno prolungato, di un ruolo nella gestione della società. Il secondo motivo riguarda gli eventuali danni reputazionali a carico di chi abbia contribuito a causare e, soprattutto, aggravare il dissesto della società. Per un'analisi approfondita delle dinamiche, dei costi di agenzia e dei potenziali conflitti di interessi tra soci e amministratori all'interno della società nel contesto della crisi di impresa si veda F. DRESCHER, *Insolvency Timing as an Agency Problem*, in *Insolvency Timing and Managerial Decision-Making*, Springer Gabler, Wiesbaden, 2014, p. 10 ss.

⁵⁶ Ed infatti tale situazione, nella realtà, si verifica con considerevole frequenza. Proprio in ragione della difficoltà nel combattere tale fenomeno e della sua notevole diffusione, sono state adottate - dal nostro ordinamento e dal legislatore europeo - misure volte a dotare l'imprenditore di strumenti che siano in grado di segnalare a quest'ultimo il peggioramento della situazione economico-finanziaria dell'impresa (si tratta dei c.d. *early warning tools*: cfr. art. 3 della Direttiva UE 2019/1023) e a istituire un sistema di allerta che induca il debitore ad affrontare tempestivamente le proprie difficoltà (cfr. art. 12 e ss. del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza).

neoclassico⁵⁷. Più avanti sarà affrontato il tema dell'azzardo morale e del rischio di un'eventuale condotta opportunistica da parte del management della società, nonché da parte dei soci di controllo.

Questi, come è noto, qualora il proprio investimento sia andato perso, potrebbero avere interesse al compimento di un azzardo morale, ovvero a cercare di risollevarne le sorti della società e, dunque, recuperare il proprio investimento o mantenere la propria posizione, compiendo azioni ad elevato rischio, a spese dei soli creditori⁵⁸. Nel prossimo paragrafo si fornirà una breve descrizione della c.d. regola "ricapitalizza o liquida" e della diversa ricostruzione che gli studi di economia comportamentale fornisce in relazione a quelle situazioni in cui si assiste a una sua violazione, e cioè alla mancata adozione delle misure imposte da quest'ultima.

2.6. *La regola ricapitalizza o liquida (o ristrutturata) e l'imprenditore "umano"*

La regola "ricapitalizza o liquida", che trova il proprio fondamento normativo all'interno degli artt. 2447, 2482-ter e 2484 c.c., richiede, come è noto, che gli amministratori convochino senza indugio, a fronte della rilevazione di perdite che intacchino il capitale legale minimo, l'assemblea dei soci perché questi deliberino, alternativamente, la (i) ricapitalizzazione della società, (ii) una sua trasformazione (iii) la sua liquidazione⁵⁹.

⁵⁷ E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 52 ss.

⁵⁸ Creditori che, essendo il capitale di rischio oramai evaporato, sono di fatto gli unici finanziatori dell'impresa senza, tuttavia, avere alcuna voce sulla gestione di quest'ultima. I soci di controllo ed il management - posticipando l'adozione delle misure necessarie ad affrontare la crisi ed il necessario confronto con i creditori - di fatto estendono la durata della propria *call option* sui beni dell'impresa, in tal modo aumentandone il valore. Cfr., *ex multis*, L. STANGHELLINI, *Directors' Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A reassessment of the "Recapitalize or Liquidate" Rule*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da Benazzo, Cera e Patriarca, Torino, 2011, p. 734 ss.; F. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 1027 ss.; M. MAUGERI, *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 135 ss.; F. BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, in *Riv. soc.*, 2016, pag. 64 ss.; M. MARGIOTTA - R. MILLER, *Managerial Compensation and the Cost of Moral Hazard*, in *International Economic Review*, 2000, p. 669 ss.

⁵⁹ Si rimanda sul tema a L. STANGHELLINI, *Directors' Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A reassessment of the "Recapitalize or liquidate" Rule*, cit., p. 733 ss.; G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 605 ss.; A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, 2007, p. 511 ss.; A. NIGRO, *"Principio" di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 457 ss.

A seguito della riforma del diritto della crisi ad opera del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, la quarta alternativa alla rilevazione di perdite che intacchino il capitale legale minimo, ovvero (iv) il ricorso a una procedura o strumento di ristrutturazione che preveda una sospensione degli obblighi previsti dagli artt. 2447 e 2482-ter c.c. è riservato, ai sensi dell'art. 120-bis CCI, alla competenza esclusiva degli amministratori⁶⁰.

La regola in questione, richiedendo un intervento dei soci a fronte di perdite che hanno eroso il capitale di rischio investito nella società, persegue, a ben vedere, il fine di realizzare un riallineamento tra potere e rischio all'interno della società, laddove è richiesto - perché la società possa proseguire la propria attività - che quest'ultima sia nuovamente dotata delle risorse necessarie o, comunque, di quel minimo di fondi propri fissato dalla legge, al fine di evitare che vi sia un'indebita traslazione del rischio di impresa sui creditori, i quali si troverebbero, nella sostanza, nella posizione di unici finanziatori dell'impresa societaria⁶¹.

Nell'ordinamento italiano, in cui è appena detto essere richiesto, in presenza di perdite che intacchino l'importo minimo del capitale sociale, (i) ai soci di ricapitalizzare o mettere in liquidazione la società, (ii) agli amministratori (i quali spesso coincidono con i soci nelle imprese di dimensioni minori) di convocare l'assemblea per l'adozione di tali provvedimenti o, comunque, di valutare e, nel caso, richiedere l'accesso a una procedura di ristrutturazione, si è generalmente individuata la causa della mancato compimento di tali azioni in un azzardo morale da parte dei c.d. *insiders* della società.

Invero, la prosecuzione dell'attività d'impresa una volta eroso il capitale di rischio avviene a sole spese del capitale di debito investito nella società, garantendo

⁶⁰ L'art. 120-bis, primo comma, CCI prevede, invero, che «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», disponendo peraltro che dalla data di iscrizione della decisione nel registro delle imprese sino all'omologazione, «la revoca degli amministratori è inefficace se non ricorre una giusta causa». Si veda sul punto A. ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in *Società*, 2022, p. 945 ss.

⁶¹ Si veda con riferimento al tema del riallineamento tra potere e rischio all'interno della società e alla funzione che riveste a tal fine la regola "ricapitalizza o liquida" G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, cit., p. 609 ss.; I. DONATI, *Le ricapitalizzazioni forzose*, Quaderni romani di diritto commerciale. Carlo Angelici, Giuseppe Ferri jr., Giuseppe Guizzi, Paolo Spada (a cura di), 2020.

ai soci una possibilità di risollevarle le sorti dell'impresa a scapito, in caso di esito negativo, dei soli creditori sociali⁶².

Nel prossimo capitolo, si avrà modo di analizzare come tale ricostruzione investe anche la violazione degli obblighi a carico degli amministratori nella fase “crepuscolare” dell'impresa, i quali sono tenuti, con sempre maggiore intensità all'aumentare della gravità della crisi di impresa, a gestire la società in un'ottica di conservazione del suo patrimonio, al fine di ridurre il pregiudizio a carico dei creditori, a prescindere dall'attivarsi della regola in commento che, come è noto, non è sufficiente a garantire i creditori rispetto al rischio di insolvenza⁶³.

A tal riguardo, per il momento appare opportuno evidenziare che gli studi di *behavioral economics* sembrano suggerire un'ulteriore e diversa spiegazione di una (eventuale) condotta degli amministratori che si ponga in contrasto con l'interesse dei creditori, una volta eroso il capitale di rischio. Tale spiegazione alternativa trova fondamento nelle *cognitive illusions* rappresentate dall'*overconfidence bias* e dalla *loss aversion*, nonché nei più recenti studi in tema di opportunismo, condotti nell'ambito della teoria dei giochi, così come aggiornata dal behaviorismo. Come si avrà modo di analizzare in dettaglio nei prossimi capitoli è, infatti, possibile ricostruire il fenomeno dell'emersione tardiva della crisi d'impresa valorizzando l'azione combinata delle *cognitive illusions* appena menzionate sul processo decisionale dell'imprenditore in crisi e attribuendo un ruolo centrale a una “*mala gestio* cognitiva” che influenzerebbe la condotta di quest'ultimo facendola deviare da quella desiderata⁶⁴.

⁶² La situazione in cui si vengono a trovare soci e amministratori una volta venuto meno il capitale di rischio della società è stata tradizionalmente interpretata come una situazione che si presta a scelte di gestione eccessivamente rischiose da parte dei c.d. *insiders*, al fine di rientrare nell'investimento effettuato (i soci) e/o di mantenere la posizione attuale (gli amministratori), qualora questi non coincidano. Vi sarebbe quindi, in base a tale ricostruzione, il rischio c.d. di “gambling for resurrection” da parte di coloro che hanno perso il proprio investimento e interesse a recuperarlo, anche (o solo) a spese dei creditori. Si veda C. ANGELICI, *Profili dell'impresa nel diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 237 ss. e, ivi, p. 248; F. BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 64 ss. e, ivi, p. 83 (nota 65); J. DECAMPS - A. FAURE-GRIMAUD, *Bankruptcy Costs, Ex Post Renegotiation and Gambling for Resurrection*, in *Finance*, 2000, p. 71 ss.

⁶³ Sul punto, che sarà affrontato con maggior dettaglio nel prossimo capitolo, si rimanda *ex multis* a M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, p. 1 ss.; G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. Colombo, G.B. Portale (diretto da), Torino, 2004, p. 3 ss. e, ivi, p. 29; I. DONATI, *La gestione non conservativa della società con patrimonio insufficiente*, in *Riv. soc.*, 2021, 796 ss.

⁶⁴ L'individuazione e descrizione del concetto in questione, che in questa prima parte del lavoro può solamente essere accennata, rappresenta l'esito di un percorso di indagine che porta a ridurre fortemente l'influenza dell'opportunismo sul processo decisionale dell'imprenditore in crisi

3. Il diritto della crisi e *behavioral law and economics analysis*: un nuovo percorso di indagine

3.1. Il rilievo dei caratteri della razionalità ed opportunismo nello sviluppo del diritto della crisi moderno

Come già evidenziato *supra*, due elementi fondanti dell'approccio "as if", adottato dal modello neoclassico, sono la considerazione dell'agente economico *come se* fosse illimitatamente razionale e illimitatamente egoista e opportunist.

Tale impostazione è riflessa e implicitamente fatta propria anche dalla teoria del *creditors' bargain* secondo cui l'insieme delle norme di diritto della crisi sono (o dovrebbero essere) un sistema volto a riflettere l'accordo che ci si aspetterebbe i creditori raggiungessero tra di loro, qualora fossero capaci di negoziare tale accordo *ex ante*, al fine di massimizzare la propria utilità⁶⁵.

La teoria in questione ha fornito una preziosa chiave di lettura per la comprensione e giustificazione di alcune norme fondamentali del sistema di diritto della crisi quali, ad esempio, la moratoria delle azioni dei creditori nei confronti del patrimonio del debitore e la possibilità di concedere finanziamenti prededucibili a favore del debitore.

Secondo tale impostazione, l'insieme delle norme del diritto fallimentare risponde all'esigenza di garantire una soluzione ad un *common pool problem*, in cui l'azione del creditore individuale, volta ad ottenere soddisfazione sui beni del

(e, in ipotesi di società, dei suoi soci e amministratori) a favore, invece, di tentativo di sistematizzazione degli effetti che i limiti cognitivi producono sulle dinamiche decisionali interne all'impresa nel momento in cui si manifestano i primi segnali di difficoltà.

⁶⁵ Il comportamento che viene imposto ai creditori, a partire dal divieto di inizio o prosecuzione delle azioni esecutive individuali, è, come evidenziato dagli stessi ideatori della teoria, il frutto di un accordo *ipotetico*. L'accordo tra i creditori non è mai stato raggiunto realmente e, con ogni probabilità, non potrebbe essere mai raggiunto, in quanto imporrebbe costi e tempistiche irrealistici rispetto alle esigenze imposte dalla realtà economica. Si veda T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-bankruptcy Entitlements and the Creditors' Bargain*, cit., p. 860 ss; ma anche R.E. SCOTT, *Through Bankruptcy with the Creditors' Bargain Heuristic*, in *U. Chi. L. Review*, 1986, p. 690 ss; per una lettura critica della teoria in questione si veda invece R.J. MOKAL, *The Authentic Consent Model: contractarianism, Creditors' Bargain, and corporate liquidation*, in *Legal Studies*, 2001, p. 400 ss.

Si è dunque assistito all'introduzione di un sistema di norme generali volto a garantire l'adozione di un comportamento che ottimizzi l'utilità finale di tutti i soggetti economici coinvolti, imponendo una cooperazione che, in linea generale, sarebbe difficilmente ipotizzabile senza un intervento eterodiretto. Cfr. T.H. JACKSON, *Bankruptcy, Non-bankruptcy Entitlements and the Creditors' Bargain*, cit., p. 866 ss; ma anche R.C. CLARK, *The Interdisciplinary Study of Legal Evolution*, *Yale Law Journal*, 1981, p. 1250 ss.

debitore, andrebbe a detrimento del valore assicurabile all'insieme dei creditori, qualora non fosse assicurata una forma di coordinamento⁶⁶.

La condotta adottata della categoria dei *creditori*, dunque, nel momento in cui trova applicazione la disciplina propria del diritto della crisi, risulta indirizzata e "razionalizzata" da un set di norme che impongono una linea d'azione che non potrà essere affetta da alcun *bias* proprio perché, sotto numerosi ed importanti aspetti, vincolata⁶⁷. In conseguenza dell'applicazione della normativa sopra richiamata, dunque, si viene a plasmare la condotta di un'intera categoria di agenti economici, i creditori, sullo stampo di un attore economico ideale che la teoria neoclassica assume alla base del proprio modello⁶⁸.

Ciò posto, al fine di chiarire quanto si andrà esponendo, merita fare un passo indietro e richiamare un'efficace suddivisione del sistema delle procedure d'insolvenza che, in linea generale, risulta articolato in *due* momenti principali.

La prima fase (o "round") è generalmente rimessa all'iniziativa del debitore, al quale è concesso di attivarsi prima del verificarsi dello stato di insolvenza

⁶⁶ Cfr. T.H. JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press Cambridge, 1986, *passim*. Si veda altresì V. DE SENSI, *Orientamenti comunitari ed evoluzione della disciplina italiana della crisi di impresa*, in *Dir. fall.*, 2014, p. 798 ss. e, *ivi*, p. 801 ove si rileva che la crisi genera un c.d. «common pool problem» ovvero la necessità da parte dei creditori di trarre risorse da una situazione economico-patrimoniale tendenzialmente incapiante. Tale situazione investe tutti i creditori come tali, anche se in misura diversa a seconda della loro posizione quale ipotecari, privilegiati o semplicemente chirografari». Appare opportuno ricordare che una risorsa comune (o "common pool resource") è un bene che in ragione della sua natura, accessibile a tutti ma altresì scarsa, è suscettibile di sfruttamento eccessivo e, quindi, di diminuzione della sua disponibilità qualora ogni singolo individuo perseguisse esclusivamente il proprio interesse personale. In tale ottica, la regolazione dei beni comuni è generalmente volta a evitare che la domanda relativa a tali beni superi l'offerta o, comunque, la sua capacità di sopportazione nell'utilizzo, al fine di consentirne lo sfruttamento continuo. Si veda sul tema E. OSTROM - R. GARDNER - J. WALKER, *Rules, games, and common-pool resources*, The University of Michigan Press, Michigan, 1993; W.M. ADAMS - D. BROCKINGTON - J. DYSON - B. VIRA, *Managing Tragedies: Understanding Conflict over Common Pool Resources*, in *Science*, 2003, p. 1915 ss. La scarsità dei beni comuni e la rivalità dei singoli individui nel loro utilizzo rendono quest'ultima suscettibile alla c.d. tragedia dei beni comuni ("tragedy of the commons"), in ragione della quale si verifica la dinamica per cui ogni individuo vede una massimizzazione del valore ottenibile dal bene comune sfruttando questo il più possibile prima che gli altri individui esauriscano la risorsa. Si veda G. HARDIN, *The Tragedy of the Commons*, in *Science*, 1968, p. 1243 ss.

⁶⁷ Il singolo creditore irrazionale che non abbia intenzione di cooperare, infatti, *non* potrà aggredire il patrimonio del debitore in quanto la propria azione cadrebbe, inevitabilmente, sotto la scure del divieto esposto *supra*. Ugualmente, il creditore irrazionale e non cooperante che si opponesse alla concessione di un finanziamento prededucibile a favore del debitore, non sarebbe in grado di evitare che tale finanziamento sia concesso (qualora, ovviamente, siano rispettate le norme che disciplinano la concessione di tale tipologia di finanziamenti).

⁶⁸ Tale modello ideale, come già evidenziato, ruota intorno all'assunto riguardante il *self-interest* e *unbounded rationality* dei creditori nell'ipotesi in cui si trovassero a contrattare precedentemente al verificarsi dell'insolvenza del proprio debitore. Sul punto R.J. MOKAL, *The Authentic Consent Model: contractarianism, Creditors' Bargain, and corporate liquidation*, in *Legal Studies*, 2001, p. 400 ss.

dell'impresa e, dunque, avviare una trattativa con i propri creditori al fine di raggiungere un accordo con questi ultimi⁶⁹.

Il secondo round, invece, si verifica qualora il tentativo esperito dal debitore nel corso del primo round sia fallito, ovvero qualora il debitore non si sia attivato affatto. Il debitore, in questa seconda fase, sarà estromesso dalla gestione del proprio patrimonio e la procedura, essendo volta alla realizzazione coattiva dei diritti dei creditori, risulterà nella maggior parte dei casi liquidatoria⁷⁰.

Come è noto, può accadere che il debitore decida di *non* giocare il primo round o che decida di giocarlo troppo tardi⁷¹.

Perché il debitore dovrebbe adottare una condotta in contrasto con la massimizzazione della propria utilità? Una condotta che, come anticipato, amplierebbe la “torta” per tutti gli agenti economici coinvolti?

Una possibile spiegazione, come in parte è già stato evidenziato, deriva dal fatto che il *debitore* non è soggetto a norme che, in modo *diretto*, vincolino e razionalizzino il proprio operato. La condotta del debitore, prima che questi abbia reso nota la propria crisi e, soprattutto, prima che egli abbia fatto ricorso ad uno

⁶⁹ Il debitore potrà aprire una procedura volta a raggiungere un accordo con i propri creditori anche una volta che sia già insolvente. In tale situazione, tuttavia, anche ai creditori è riconosciuta l'iniziativa per l'apertura di una procedura che miri anche solamente ad una liquidazione dell'impresa. Si veda L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Il Mulino, Bologna, 2007, p. 179 ss.; G. TERRANOVA, *Stato di crisi, stato d'insolvenza, incapienza patrimoniale*, in *Dir. fall.*, 2006, pag. 574 ss.

⁷⁰ I creditori, al fine di procedere al recupero (di una parte) di quanto ad essi dovuto, avranno la facoltà di presentare un'istanza di apertura del fallimento - *rectius* liquidazione giudiziale - del debitore, anche, qualora ne ricorrano i presupposti, in pendenza di una procedura concordataria. Cfr. Cass. civ., Sez. Unite, 15/05/2015, n. 9935, in *Fallimento*, 2015; ma anche S. AMBROSINI, *La domanda di concordato preventivo, l'ammissione alla procedura e le prerogative del tribunale*, in *La riforma della legge fallimentare*, S. Ambrosini (a cura di), Zanichelli, Bologna, 2006; R. AMATORE, *Le dichiarazioni di fallimento*, Giuffrè, Milano, 2014; M. FERRO, *I nuovi strumenti di regolazione negoziale dell'insolvenza e la tutela giudiziaria delle intese fra debitore e creditori: storia italiana della timidezza competitiva*, in *Fallimento*, 2005, p. 587 ss.; P.G. DEMARCHI, *I poteri del tribunale dopo l'apertura del concordato. Dichiarazione di fallimento in corso di procedura, in Il nuovo concordato preventivo*, S. Ambrosini, P.G. Demarchi (a cura di), Giuffrè, Milano, 2005.

⁷¹ Sul punto si veda L. STANGHELLINI, R. MOKAL, C.G. PAULUS, I. TIRADO, *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, cit., p. 5; ma anche G. MEO, *La difficile via normativa al risanamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, p. 611 ss., il quale richiama efficacemente, al fine di fornire un'immagine plastica della condotta dell'imprenditore in tali situazioni, l'innata ritrosia dell'ammalato ad andare dal medico per farsi curare.; A. DANOVÌ - S. GIACOMELLI - P. RIVA - G. RODANO, *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*, in *Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza*, 2018; E. BRODI, *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente «sistema di allerta e composizione»*, in *Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza*, 2018, p. 6 ss.; A. PALETTA, *Tempestiva emersione dello stato di crisi e qualità dei piani di concordato: prime evidenze empiriche*, in *Fallimento*, 2013, p. 1037 ss.

strumento di regolazione della crisi, rimane - di fatto - soggetta agli esiti del processo decisionale del proprio management⁷².

Quest'ultimo ha il dovere, ai sensi dell'art. 2086, secondo comma, c.c. e qualora le circostanze lo richiedano 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"⁷³.

Tale impostazione è stata fatta propria anche in sede europea, laddove l'art. 19 della Direttiva (UE) 2019/1023 prevede che «gli Stati membri provvedono affinché, qualora sussista una probabilità di insolvenza, [gli amministratori] tengano debitamente conto come minimo dei seguenti elementi: a) gli interessi dei creditori, e dei detentori di strumenti di capitale e degli altri portatori di interessi; b) la necessità di prendere misure per evitare l'insolvenza; e c) la necessità di evitare condotte che, deliberatamente o per grave negligenza, mettono in pericolo la sostenibilità economica dell'impresa»⁷⁴.

Il *management* potrà quindi, si è detto, adottare una condotta che risponda alle previsioni della teoria della scelta razionale e dell'utilità attesa e, quindi, reagire in modo tempestivo e virtuoso alla mutata situazione di difficoltà che vede coinvolta l'impresa, così come richiesto dalla legge.

Come più spesso accade, il management del debitore sarà soggetto a molteplici *cognitive illusions* che, influenzando il processo decisionale di

⁷² Sussiste a carico degli amministratori della società, a seguito della riforma intervenuta con il Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza, un obbligo di "operare, continuativamente, una verifica in ordine alla sussistenza dell'equilibrio economico finanziario e al prevedibile andamento della gestione (art. 14, co. 1) e attestare che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile è adeguato nella misura in cui è in grado di rispondere alla funzione «della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale» (art. 377, co. 2)" così P. BENAZZO, *Il Codice della crisi di impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ai fini dell'allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 274 ss.; ma anche D. SEGA, *Allerta e prevenzione: nuovi paradigmi della crisi di impresa*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, p. 1101 ss.

⁷³ Il secondo comma dell'art. 2086 c.c. è stato introdotto dall'art. 375 CCI, a coronamento dell'obbligo a carico degli amministratori della società di istituire un assetto che consenta la rilevazione tempestiva di uno stato di crisi di quest'ultima. Cfr. G. VERNA, *Assetto Or.Am.Co. strumento di gestione dell'impresa e non solo premonitore della crisi*, in *Società*, 2019, p. 1343 ss.

⁷⁴ Tale previsione cristallizza il principio della gestione della società in crisi rispettosa degli interessi dei creditori, già desumibile all'interno del nostro ordinamento dalla lettura combinata degli artt. 2484 e 2485 c.c. Si veda L. STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, p. 295; ma anche L. MANDRIOLI, *Gli obblighi degli amministratori e gli organi sociali*, in Bartolomucci, Mandrioli, Pollio, Viotti, Scioglimento e liquidazione delle società di capitali, Milano, 2004, p. 57 ss.; A. PATTI, *Crisi d'impresa e responsabilità degli amministratori di società*, in *Fallimento*, 2018, p. 129 ss.; P. MONTALENTI - F. RIGANTI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2017, p. 775 ss.

quest'ultimo, determineranno una notevole differenza tra la condotta richiesta al fine di massimizzare la propria utilità e la condotta da questi effettivamente tenuta⁷⁵.

Occorre rilevare che, da un lato, è strutturato un assetto normativo che - una volta attivatosi - contempla una categoria di attori (i creditori) soggetti a una disciplina razionalizzante e che fornisce una risposta ottimale ad un *common pool problem*.

Dall'altro lato, invece, nella fase che *precede* il primo round (e su cui torneremo più avanti), trova applicazione un assetto normativo avente a oggetto un insieme di incentivi e disincentivi che, sistematicamente e prevedibilmente, *non* producono l'effetto desiderato: e cioè l'adozione da parte del debitore di una condotta che sia uguale o il più vicina possibile a quella del debitore razionale, il debitore "econe".

Le basi per spiegare il perché di tale conseguenza sono già state poste.

Il sistema di incentivi e disincentivi è stato strutturato utilizzando come riferimento ideale un debitore econe: un debitore (iper)sensibile ad ogni variazione nella curva della propria utilità che derivi dalla presenza o meno di benefici o sanzioni futuri. Il destinatario di tale normativa è un debitore perfettamente consapevole della propria situazione patrimoniale, economica e finanziaria, attuale e prospettica. Un soggetto dotato di una forza di volontà illimitata e di un'altrettanto illimitata razionalità che, a fronte della necessità di mutare la propria strategia economica, dettata da un interesse di lungo termine che massimizzi la propria utilità, non esiterà ad adottare le misure che si rendono più opportune⁷⁶.

⁷⁵ L'impatto combinato di una limitata disponibilità di informazioni e di una altrettanto limitata capacità di elaborazione di quest'ultime, unita all'effetto di più *cognitive illusions* e regole euristiche adottate dal management, comporta una variazione sostanziale tra quanto avviene nella realtà e quanto ipotizzato *ex ante*, in base a modelli astratti. Sul punto C.R. SCHWENK, *Management illusions and biases: Their impact on strategic decisions*, in *Long Range Planning*, 1985, p. 74 ss.; R.M. HOLMES JR - P. BROMILEY, *Management Theory Applications of Prospect Theory: Accomplishments, Challenges, and Opportunities*, cit., p. 3 ss.

Come si avrà modo di vedere più in dettaglio, l'effetto di tali *cognitive illusions* ed euristiche viene notevolmente ampliato in quei contesti in cui è presente uno scenario complesso in cui deve adottarsi una decisione, connotato da una scarsa frequenza e da un feedback non immediato. Cfr. R.H. THALER - C.R. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, Feltrinelli, Milano, 2009, p. 104 ss. Quelli appena citati sono gli elementi che pacificamente caratterizzano la situazione in cui si verifica la crisi d'impresa; per tale motivo risulta di estremo interesse ed attualità lo studio di dinamiche che incidono in modo sostanziale sul processo decisionale degli attori considerati da tale branca del diritto. Si veda R.K. RASMUSSEN, *Behavioral Economics, the Economic Analysis of Bankruptcy Law and the Pricing of Credit*, cit., p. 1689 ss.

⁷⁶ Si è già rilevata l'"impronta" neoclassica nella concezione e sviluppo della crisi ove gli attori principali di questa, *in primis* gli amministratori della società in crisi, sono considerati perfettamente razionali nel senso neoclassico del termine e, quindi, in grado di rispondere a stimoli

Se si tiene conto della distanza che corre tra la figura del debitore ideale, contemplato dall'attuale normativa, e il debitore reale, il quadro diviene molto più chiaro: ancora una volta, un esempio tratto dagli studi di *behavioral economics*, avente a oggetto gli effetti di una *cognitive illusion* che sarà analizzata in dettaglio più avanti, può aiutare a comprendere la notevolissima differenza tra comportamento atteso e comportamento reale dell'agente economico e, successivamente, a declinarlo all'interno del diritto della crisi.

In base al modello neoclassico, un agente economico sarà in grado di valutare correttamente una situazione di incertezza e, in tale situazione, sarà capace di adottare la scelta che si pone in linea con le aspettative della teoria della scelta razionale⁷⁷.

Dunque, ad esempio, è possibile immaginarsi il caso di un lancio di una monetina, in cui se esce "testa" sarà corrisposta una vincita, mentre se esce "croce" andranno persi 100 euro. Se venisse chiesto ad un soggetto a quanto dovrebbe ammontare la vincita perché questi accetti la scommessa, la risposta razionale - a fronte di una neutralità rispetto al rischio del soggetto - sarà un importo pari a 100 euro. La maggioranza delle persone, statisticamente, invece, risponde 200 euro⁷⁸. Pertanto, ciò significa che la prospettiva di una vincita pari a 200 euro giustifica a malapena il rischio di una perdita pari a 100 euro⁷⁹.

e incentivi anche marginali, purché ciò massimizzi l'utilità attesa. Cfr. R.K. RASMUSSEN, *Behavioral Economics, the Economic Analysis of Bankruptcy Law and the Pricing of Credit*, in *Vand. L. Rev.*, 1998, p. 1690 ss.; D.R. KOROBKIN, *Value and Rationality in Bankruptcy Decisionmaking*, cit., p. 333 ss.

⁷⁷ Cfr. R.C. ELLICKSON, *Bringing Culture and Human Frailty to Rational Actors: A Critique of Classical Law and Economics*, in *Chi. Kent L. Rev.*, 1989, p. 23 ss.; K. MCCORMICK, *An Essay on the Origin of the Rational Utility Maximization Hypothesis and a Suggested Modification*, cit., p. 17 ss.; R.L. KEENEY - H. RAIFFA, *Decisions with Multiple Objectives: Preferences and Value Tradeoffs*, cit., *passim*.

⁷⁸ Infatti, come si avrà modo di discutere più avanti, gli studi di *behavioral economics* hanno evidenziato che il rapporto della curva della funzione valore tra i due domini, rispettivamente dei guadagni e delle perdite, è pari a 2:1. La funzione valore, se presenta una curva più ripida nel caso di perdite rispetto ai guadagni, spiega il verificarsi di alcuni fenomeni comportamentali che risulterebbero altrimenti inspiegabili. Mentre la funzione di utilità valuta livelli assoluti, quella di valore riflette i cambiamenti nei livelli. Le curvature della funzione valore studiate in presenza di vincite/guadagni determinano una maggiore avversione al rischio, diversamente, in presenza di perdite, la funzione valore evidenzia una maggiore propensione al rischio. Sul punto D. KAHNEMAN - J.L. KNETSCH - R.H. THALER, *The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias*, in *Journal of Economic Perspectives*, 1991, p. 193 ss.

⁷⁹ Cfr. R.H. THALER - C.R. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, cit., pp. 42-43, ove con riferimento a tale fenomeno si evidenzia che «l'avversione alle perdite contribuisce a produrre inerzia, cioè un forte attaccamento a ciò che già si possiede. Se non si è disposti a rinunciare a ciò che si ha perché non si vuole incorrere in una perdita, si rifiutano scambi che in caso contrario si sarebbe disposti a fare».

Il mancato avverarsi di quanto previsto dal modello neoclassico è stata spiegato facendo ricorso alla *cognitive illusion* nota come *loss aversion* (avversione alle perdite), in base alla quale, in estrema sintesi, è attribuito, nel momento della scelta, maggiore valore alle perdite che ai guadagni da parte del soggetto economico⁸⁰.

Ciò posto, torniamo ora al diritto della crisi e al suo sistema di incentivi.

L'art. 25-bis del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (d'ora in avanti anche solo "CCI"), rubricato "Misure Premiali", al primo comma, lettera a), dispone - unitamente ad altre misure incentivanti⁸¹ - che, fino alla conclusione della composizione negoziata della crisi, gli interessi relativi ai debiti tributari dell'impresa sono ridotti alla misura legale.

Dunque, al debitore a cui è chiesto di affrontare la crisi tempestivamente, mettendo in gioco il futuro della propria impresa e, soprattutto, il proprio controllo su quest'ultima qualora il tentativo di composizione della crisi e, in generale, il primo round non vada a buon fine⁸², è promesso - come contropartita all'assunzione di una scelta in uno scenario di incertezza - un insieme di benefici che, anche qualora considerati nel loro complesso, presentano una consistenza assai limitata⁸³.

⁸⁰ Cfr. A. TVERSKY - D. KAHNEMAN, *Loss Aversion in Riskless Choice*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1991, p. 1039 ss.

⁸¹ Tra le ulteriori misure premiali previste dall'art. 25-bis CCI al fine di incentivare il ricorso alla procedura di composizione negoziata della crisi occorre altresì menzionare una riduzione delle sanzioni relative agli eventuali debiti tributari dell'impresa (commi 2 e 3). Il quarto comma dell'art. 25-bis CCI prevede, invece, la possibilità per l'imprenditore di ottenere una rateizzazione delle somme dovute in relazione a più tributi, sino a un massimo di settantadue rate mensili. Fatta salva quest'ultima previsione, che peraltro può trovare concreta applicazione solo a fronte dell'effettiva presenza di debiti erariali (spesso, ma non sempre, presenti), le misure in esame pongono un incentivo tutto sommato marginale rispetto a quelli che sono i valori che l'imprenditore è chiamato a mettere in gioco attivando un confronto con i propri creditori. Per una prima analisi delle misure premiali introdotte dall'art. 25-bis CCI. Si veda L. GAMBI, *Le misure premiali nella composizione negoziata della crisi*, in www.ilfallimentarista.it, 20 ottobre 2021. Come si vedrà nel proseguo, l'influenza di alcune specifiche *cognitive illusions*, in particolare la c.d. *loss aversion*, sostanzialmente neutralizza - all'interno del processo decisionale dell'imprenditore destinatario della normativa - l'efficacia dell'incentivo.

⁸² L'avvio della composizione negoziata della crisi, difatti, comporta un rischio di perdita del controllo connesso all'emersione della crisi. Tale rischio di perdita di controllo non si verifica tanto nell'ambito della composizione stessa, quanto nella fase successiva, qualora il tentativo di confronto e risoluzione negoziata delle difficoltà dell'impresa non abbia successo.

⁸³ La considerazione da parte del legislatore delle sole sanzioni e interessi relativi ai debiti tributari che, peraltro, non necessariamente sono presenti in tutte le situazioni di crisi rendono la disciplina premiale prevista all'art. 25-bis CCI un'"arma spuntata", che difficilmente produrrà gli effetti desiderati. Ciò, soprattutto, in considerazione delle risultanze derivanti dagli studi in materia di economia comportamentale, che dimostrano - come si avrà modo di analizzare in dettaglio - una decisa insensibilità dei soggetti economici a promesse di (limitati) benefici futuri in situazioni di incertezza o rischio.

Al fine di effettuare un confronto con l'esempio richiamato sopra, relativo al lancio della moneta, il sistema di incentivi del nostro diritto della crisi intende indurre il debitore a lanciare la moneta e affrontare il rischio di una perdita di 100, a fronte della promessa di una vincita pari a 101.

Il debitore "econe", in tale situazione, non esiterà un solo istante. La corretta valutazione delle probabilità, la spinta irresistibile verso la massimizzazione della propria utilità, non può sfuggire alla "carota" posta dal legislatore al fine di favorire l'emersione tempestiva della crisi. Il modello behaviorista prevede, invece, che il debitore "umano" potrebbe non rispondere con altrettanto entusiasmo all'insieme di incentivi sopra richiamati e, conseguentemente, attendere ad abbandonare (ciò che egli percepisce come) un terreno sicuro, rappresentato dalla ordinaria prosecuzione dell'attività d'impresa, senza affrontare tempestivamente le proprie difficoltà⁸⁴.

La disciplina che investe la zona grigia del diritto della crisi, che si colloca tra l'insorgere delle difficoltà dell'impresa e l'attivazione del confronto (quasi razionalizzato tra creditori e debitore necessita, pertanto, di una riflessione alla luce delle evidenze derivanti dalla scienza comportamentale che, sotto numerosi aspetti, impone un ripensamento del sistema adottato per l'incentivazione dell'emersione della crisi d'impresa.

L'idea di fondo, posta alla base di quello che ci si augura possa risultare un fruttuoso filone di indagine all'interno del diritto societario della crisi, è che una normativa che intercetti le reali dinamiche decisionali e comportamentali dei suoi destinatari possa contribuire in modo determinante al miglioramento del sistema nel suo complesso⁸⁵.

⁸⁴ Si tratta invero di una sicurezza ingannevole; l'assenza di iniziative del debitore conduce solamente all'aggravarsi delle difficoltà e del dissesto economico finanziario dell'impresa. Durante la situazione di "attesa" del debitore, nella quale quest'ultimo omette di adottare le misure necessarie ad affrontare correttamente la situazione di difficoltà in cui questo si trova, producono i propri effetti anche altre *cognitive illusions* quali, ad esempio, l'*overconfidence bias* e l'*illusion of control* che - unitamente alla fallacia sopra descritta - sistematicamente e prevedibilmente limitano il potenziale di reazione del debitore. Si veda J. KILBORN, *Behavioral Economics, Overindebtedness & Comparative Consumer Bankruptcy: Searching for Causes and Evaluating Solutions*, in *Emory Bankr. Dev. J.*, 2005, p. 13 ss., con specifico riferimento al sovraindebitamento del consumatore.

Queste ultime *cognitive illusions* saranno esaminate sia singolarmente che nel loro complesso, al fine di esaminare quali siano gli effetti della loro interazione e, soprattutto, analizzare in che misura il comportamento dei principali attori del diritto della crisi ne risulti influenzato.

⁸⁵ Malgrado le notevoli potenzialità che tale approccio presenta, l'analisi economica del diritto e la più recente economia comportamentale non hanno ancora, ad oggi, visto un'integrazione soddisfacente che permetta di mettere a frutto i risultati raggiunti in tale ambito di ricerca. Cfr A. AMBROSINO, *Law & Economics e economia cognitiva*, in *Economia cognitiva e interdisciplinarietà*,

3.2. *La teoria dei giochi comportamentale e il diritto della crisi*

Un'analisi completa del processo decisionale e del comportamento di un agente economico, sia esso un debitore o un creditore, non può prescindere da una verifica di come tale processo si adatti e strutturi in presenza di una situazione interattiva con altri soggetti.

Ciò in quanto il processo decisionale dell'agente risentirà, nella realtà, delle condotte e delle strategie adottate dai soggetti con cui questo si trova a interagire, al fine di fornire la migliore risposta agli input derivanti dal contesto in cui è inserito⁸⁶.

La teoria dei giochi si occupa di studiare l'interazione strategica che si produce all'interno di un "gioco", ovvero quella situazione in cui è presente un problema decisionale ed il risultato finale di quest'ultimo non dipende esclusivamente dalle decisioni adottate da un solo giocatore, bensì anche da quelle di (almeno) un altro giocatore, nonché dal c.d. stato del mondo⁸⁷.

In questo contesto, una "strategia" è identificabile con un piano completo d'azione che comprende al suo interno le mosse che il giocatore adotterà in ogni eventuale circostanza⁸⁸.

cit., p. 157; F. VELLA, *Il pericolo di un'unica storia: il diritto (commerciale) e le nuove frontiere dell'interdisciplinarietà*, cit., p. 736, ove si evidenzia la necessità di uno sforzo comune e una continua interazione tra diritto ed economia al fine di arricchire l'analisi nell'ambito del diritto della crisi d'impresa.

⁸⁶ L'ipotesi che i risultati delle nostre azioni siano determinati esclusivamente dalle nostre scelte e dallo stato del mondo può, in molti casi, rivelarsi estremamente lontana dalla realtà e, dunque, si rende necessario inserire un ulteriore elemento di complessità, quale l'interazione strategica, al fine di riflettere la reale dinamica decisionale dei soggetti coinvolti. Cfr. F. COLOMBO, *Introduzione alla teoria dei giochi*, Carocci Editore, Roma 2011, p. 11 ss.; E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 257 ss.; ma anche J.C. HARSANYI - R. SELTEN, *A General Theory of Equilibrium Selection in Games*, The MIT Press, Cambridge, 1988.

⁸⁷ Per un inquadramento degli studi in tema di teoria di giochi si rimanda a O. MORGENSTERN, *Teoria dei giochi. Uno strumento per lo studio dei fatti economici e sociali*, Boringhieri, Torino, 1969. Si veda altresì D.M. KREPS, *Teoria dei giochi e modelli economici*, Il Mulino, Bologna, 1992. La teoria in questione è suscettibile di essere applicata a più scenari con diversi gradi di complessità, partendo dal noto gioco degli scacchi sino ad arrivare alla regolamentazione di un mercato e degli scambi economici ivi effettuati.

⁸⁸ Dunque, a fronte di un determinato numero di giocatori, con altrettante strategie a disposizione e di un set di "payoff" (ovvero risultati del singolo giocatore, negativi o positivi) che deriveranno da ogni combinazione di strategie possibile, il gioco può essere riassunto per mezzo della c.d. matrice dei payoff che raggruppa i risultati di ogni giocatore per ogni loro combinazione di strategie. Cfr. K. BINMORE, *Game Theory: A Very Short Introduction*, Oxford University Press, Oxford, 2007.

L'equilibrio di Nash è identificabile con un profilo di strategie che, al suo interno, è composto da singole strategie che rappresentano la migliore risposta alle strategie a disposizione degli altri giocatori⁸⁹. L'equilibrio di Nash - e, più in generale, il concetto di equilibrio⁹⁰ - riveste un ruolo fondamentale all'interno della teoria dei giochi analitica.

Occorre altresì tenere presente che i giochi possono presentare una sequenza di mosse, ossia più fasi: il gioco, in tale caso, è detto "sequenziale". Può dunque esservi la presenza di un "sotto-gioco", in cui un giocatore deve adottare la propria strategia a seguito di quella adottata dall'altro giocatore durante la fase precedente. In questo caso, all'interno del sotto-gioco, è stato elaborato il concetto dell'equilibrio perfetto da sotto-gioco, che racchiude ogni strategia rappresentante un equilibrio di Nash per ogni sotto-gioco⁹¹.

Ciò detto, si deve rilevare che la teoria dei giochi analitica ha avuto larga diffusione anche al fine di fornire un'interpretazione descrittiva e normativa del comportamento dei soggetti, quando si trovano a dover interagire strategicamente tra di loro. La teoria dei giochi (e qui viene in rilievo il concetto di razionalità) afferma che agenti razionali, nel momento in cui interagiscono strategicamente, dovrebbero scegliere - e sceglieranno - una strategia di equilibrio⁹².

Tuttavia, dal momento che - all'interno di un gioco - possono esistere più equilibri di Nash⁹³, la teoria dei giochi analitica non indica quale equilibrio sarà raggiunto dai giocatori lasciando, dunque, una notevole incertezza sulla strategia

⁸⁹ Pertanto, se tutti i giocatori hanno adottato una strategia e nessuno di questi potrà trarre alcun beneficio da un mutamento di quest'ultima, fintanto che gli altri giocatori mantengono immutata la loro strategia, ciò significa che è stato raggiunto un equilibrio di Nash. Cfr. M. J. OSBORNE - A. RUBINSTEIN, *A Course in Game Theory*, Cambridge, MIT Press., 1994, p. 14.

⁹⁰ Si ha una situazione di "equilibrio" nel momento in cui nessuno dei giocatori desidera modificare la propria condotta in modo unilaterale a fronte del comportamento degli altri giocatori.

⁹¹ Cfr. M. HELLWIG - W. LEININGER, *On the existence of subgame-perfect equilibrium in infinite-action games of perfect information*, in *Journal of Economic Theory*, 1987, p. 55 ss. Risulta possibile distinguere tra (i) giochi di conflitto puro, noti anche come a "somma zero", tra i quali rientrano ad esempio gli scacchi (ii) i giochi di coordinamento puro, ove vi è coincidenza di interessi (iii) i giochi misti, in cui entrambi i giocatori possono vincere ma possono sussistere situazioni di conflitto a fronte di un disallineamento degli interessi dei giocatori.

⁹² Invero, sia che venga presa in considerazione l'interazione tra imprese, giocatori di scacchi o politici, la teoria dei giochi incorpora al suo interno la teoria della scelta razionale. Cfr. C. BICCHIERI, *Rationality and Game Theory*, in *The Oxford Handbook of Rationality*, A.R. Mele, P. Rawling (ed.), Oxford, Oxford University Press, 2003, p. 182 ss.; ma anche S.A. HUETTEL - G. LOCKHEAD, *Psychologically rational choice: selection between alternatives in a multiple-equilibrium game*, in *Cognitive Systems Research*, 2000, p. 143 ss.

⁹³ Cfr. R. COOPER, *Dynamic Behavior of Imperfectly Competitive Economies with Multiple Equilibria*, in *The Economic Journal*, 1994, p. 1106 ss.

(ed il conseguente comportamento) che sarà adottato nel caso specifico dai soggetti da essa considerati⁹⁴.

In questo contesto entrano in gioco i recenti studi riguardanti la teoria dei giochi comportamentale che, mediante un raffronto con quanto affermato dalla teoria dei giochi analitica, mira a comprendere se (e in che misura) il comportamento reale delle persone - nel momento in cui si trovano ad interagire strategicamente tra di loro - si conformi a quanto previsto dalla teoria standard⁹⁵.

Una particolare tipologia di gioco, l'*ultimatum game*, prevede una suddivisione in due round (o sequenze), giocati da un proponente e da un ricevente. Nel primo round il proponente, dotato di una cifra che, per comodità, assumiamo pari a 100 in valuta corrente, offre al ricevente una parte o l'intero della dotazione iniziale. Nel secondo round, il ricevente può accettare o rifiutare la suddivisione (e relativa proposta) del proponente.

Se il ricevente accetta, entrambi i giocatori riceveranno le somme così come divise nel primo round; in caso contrario, i giocatori non riceveranno nulla⁹⁶. Nel gioco dell'*ultimatum* esiste un solo equilibrio perfetto da sotto-gioco, in base al quale il proponente non offre nulla (o poco più) e il ricevente accetta ogni offerta⁹⁷.

Tali previsioni, tuttavia, non trovano conferma nell'osservazione empirica del gioco. Gli economisti sperimentali hanno infatti osservato risultati regolari che indicano un'offerta media, nel primo round, pari a 30/40, dove le offerte sotto 20 sono rifiutate dal ricevente nella maggioranza dei casi⁹⁸.

Ai nostri fini, appare interessante prendere in esame anche un'altra particolare tipologia di gioco, chiamata "gioco dei beni pubblici". In tale gioco, ad

⁹⁴ Cfr. E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 276 ss.

⁹⁵ Cfr. S. GÄCHTER, *Behavioral Game Theory*, in *Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making*, D.J. Koehler, Nigel Harvey (ed.), Hoboken, Blackwell Publishing, 2004, p. 485 ss.; H. GINTIS, *The Bounds of Reason: Game Theory and the Unification of the Behavioral Sciences*, Princeton, Princeton University Press, 2009, p. 49 ss.; C.F. CAMERER, *Progress in Behavioral Game Theory*, in *Journal of Economic Perspectives*, 1997, p. 167 ss.

⁹⁶ In tale tipologia di gioco diviene rilevante anche il concetto di razionalità futura, il quale richiede che il soggetto proponente - nel momento in cui decide quanto offrire della propria allocazione iniziale - cerchi di prevedere la risposta del ricevente a fronte di una proposta "x". Si veda F. COLOMBO, *Introduzione alla teoria dei giochi*, cit., p. 198 ss.; C.F. CAMERER, R.H. THALER, *Anomalies: Ultimatums, Dictators and Manners*, in *Journal of Economic Perspectives*, 1995, p. 209 ss.

⁹⁷ Cfr. E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 278 ss.; J. GALE - K.G. BINMORE - L. SAMUELSON, *Learning to be imperfect: The ultimatum game*, in *Games and Economic Behavior*, 1995, p. 56 ss.

⁹⁸ Si veda C.F. CAMERER - R.H. THALER, *Anomalies: Ultimatums, Dictators and Manners*, in *Journal of Economic Perspectives*, 1995, p. 209 ss.

n giocatori è affidata una dotazione iniziale in valuta corrente. A ogni giocatore, nell'unico passaggio del gioco, è data la possibilità di destinare la totalità o una porzione della propria allocazione iniziale in un fondo comune; il denaro versato nel fondo da parte dei giocatori viene dunque moltiplicato per un fattore pari a due (o anche tre) e, successivamente, diviso fra tutti i giocatori⁹⁹.

In questo gioco, l'ottimo paretiano¹⁰⁰ è raggiunto allorché tutti i giocatori versino la totalità della propria dotazione iniziale nel fondo, soluzione che massimizza l'utilità di tutti i giocatori per il tramite di una loro contribuzione omogenea. Tuttavia, l'equilibrio di Nash non corrisponde, in questo caso, con il risultato Pareto ottimale¹⁰¹, in quanto l'unico equilibrio di Nash del gioco è rappresentato dal versamento pari a 0 della dotazione iniziale da parte di tutti i partecipanti: ciò in quanto il giocatore "non contribuente" beneficerà del versamento degli altri giocatori e, tale strategia, rappresenta la migliore risposta a eventuali strategie opportunistiche degli altri giocatori.

Anche in questo gioco, poiché è presente un unico equilibrio, la teoria dei giochi analitica dovrebbe essere in grado di prevedere quale strategia sarà adottata dai giocatori¹⁰².

Ancora una volta, gli studiosi di teoria dei giochi comportamentale hanno osservato un comportamento diverso da quello previsto dalla teoria dei giochi analitica. Infatti, è stato osservato che - nonostante non tutti i giocatori partecipino

⁹⁹ Cfr. J. ANDREONI, *Why free ride?: Strategies and learning in public goods experiments*, in *Journal of Public Economics*, 1988, p. 291 ss.;

¹⁰⁰ Una situazione è identificata come "ottima" (o che è stato raggiunto l'ottimo paretiano) qualora sia raggiunto un punto di equilibrio nell'allocazione delle risorse a fronte del quale, una sua alterazione, non è in grado di apportare un miglioramento alle aspettative di uno dei soggetti che competono senza peggiorare quelle di un altro soggetto. In altri termini, si ha l'ottimo paretiano qualora non esista un'altra situazione che consenta ad (almeno) un individuo di stare meglio senza, tuttavia, peggiorare la situazione di qualcun altro. Sul punto F. ESPOSITO, *Efficienza paretiana ed efficienza allocativa considerazioni teoriche per giuristi ed economisti*, in *Materiali per una storia della cultura giuridica*, 2016, p. 225 ss. ove si indaga la «relazione concettuale tra efficienza paretiana ed efficienza allocativa, da intendersi come proprietà di una situazione in cui – rispettivamente – “almeno uno sta meglio e nessuno sta peggio” e “il benessere del consumatore è massimizzato”». I. BERTHONNET, *Pareto-Efficiency from Pareto to Contemporary Economics*, in *History of Economic Ideas*, Fabrizio Serra (ed.), Pisa, 2016, p. 165 ss.

¹⁰¹ Deve infatti tenersi presente che un equilibrio di Nash non è necessariamente una soluzione pareto-efficiente. Per tale motivo, alcuni equilibri di Nash sono detti "ottimali", mentre altri, non corrispondenti con la soluzione pareto-efficiente, sono detti "sub-ottimali".

¹⁰² Ciò poiché, come già evidenziato, i giocatori dovrebbero, in una spinta verso la massimizzazione della propria utilità, adottare una strategia in linea con l'equilibrio di Nash che, in linea generale, consente al giocatore che si adatti a quest'ultimo di evitare che gli altri giocatori migliorino la propria situazione a sue spese. Si veda J.C. HARSANYI - R. SELTEN, *A General Theory of Equilibrium Selection in Games*, cit., 1988.

alla contribuzione al fondo pubblico - mediamente i soggetti versano nel fondo il 40/60 per cento della propria dotazione iniziale¹⁰³.

Cosa ci dicono i risultati derivanti dalla sperimentazione avente ad oggetto la verifica della validità descrittiva e normativa della teoria dei giochi analitica? E, soprattutto, cosa comportano tali evidenze per il diritto della crisi e la sua attuale configurazione?

3.3. L'ultimatum Game e diritto della crisi: il ruolo dell'equità percepita da parte dei giocatori del secondo round

Per quanto riguarda l'*ultimatum game*, il modello neoclassico prevede che i giocatori/individui - in situazioni come quella descritta nel gioco - agiranno seguendo strategie che siano in accordo con la massimizzazione della propria utilità¹⁰⁴. In base al modello behaviorista confermato da evidenze empiriche, invece, il soggetto ricevente è - prevedibilmente e sistematicamente - disposto ad accettare solamente una percentuale che sia al di sopra di una determinata soglia e, dunque, rifletta un'allocazione da questi percepita come *non iniqua*¹⁰⁵.

In considerazione dell'interazione strategica che si viene a creare all'interno del gioco, in aggiunta ad un'autonoma spinta verso una divisione equa della dotazione da parte anche dello stesso proponente, quest'ultimo adeguerà (come in effetti adeguata) la propria offerta¹⁰⁶.

¹⁰³ R.M. DAWES - R.H. THALER, *Anomalies: Cooperation*, in *The Journal of Economic Perspectives*, 1988, p. 187 ss. e, *ivi*, p. 189 ove si evidenzia che «while not everyone contributes, there is a substantial number of contributors, and the public good is typically provided at 40-60 percent of the optimal quantity. That is, on average, the subjects contribute 40-60 percent of their stake to the public good».

¹⁰⁴ Ciò significa, come evidenziato *supra*, che in base a tali previsioni il proponente proporrà sempre una suddivisione che lascerà poco o niente al ricevente e che quest'ultimo, in base alla regola (intuitiva) che poco è sempre meglio di niente, accetterà ogni proposta.

¹⁰⁵ Si veda C. JOLLS - C.R. SUNSTEIN - R. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, cit., p. 1492 ss.

¹⁰⁶ Il proponente, pertanto, anziché proporre una suddivisione che - con ogni probabilità - sarà rigettata (lasciandolo, dunque, a mani vuote), avanzerà una proposta di divisione che possa essere ritenuta equa dal ricevente. Invero, due diverse influenze sono generalmente individuate sul comportamento dei giocatori, laddove si proceda alla ripetizione del gioco. Da un lato, i giocatori acquistano una maggiore consapevolezza riguardo la strategia ed eventuale azione opportunistica degli altri partecipanti al gioco, dall'altro lato viene acquisita una maggiore consapevolezza riguardo i comportamenti idonei a massimizzare il *payoff* dei giocatori come singoli e gruppo. Cfr. D. GOETZE - J.M. ORBELL, *Understanding and Cooperation in Social Dilemmas*, in *Public Choice*, 1988, p. 275 ss.

In questo caso si verifica un abbandono parziale del comportamento razionale e opportunistico dei soggetti proponenti e riceventi (anche in presenza di ripetizioni del gioco e con l'aumentare delle somme in palio) a favore di una idea di equità nella distribuzione delle risorse del gioco¹⁰⁷. In questo scenario emerge, pertanto, l'importanza del ruolo dell'*equità* (percepita) da parte dei giocatori del primo e secondo round, fasi in cui questi ultimi devono compiere le rispettive scelte¹⁰⁸.

La condotta degli agenti economici non è dunque il risultato di una spinta massimizzatrice della propria utilità ed opportunistica, bensì la combinazione di un'azione strategica che tiene come fermo e fondamentale parametro di riferimento l'equità della propria condotta¹⁰⁹: tale conclusione presenta dei risvolti di primaria importanza per il diritto della crisi.

Abbiamo detto che il sistema delle procedure d'insolvenza è diviso in due round, il primo rimesso all'iniziativa del debitore, il secondo quasi completamente in mano ai creditori. Ai nostri fini, tuttavia, interessa evidenziare la presenza di un ulteriore round, che ha luogo *prima* dell'apertura dei due round sopra richiamati.

In tale round "preliminare", che si colloca tra l'iniziale emersione dei segnali della crisi e l'accesso ad una procedura di regolazione della crisi¹¹⁰, il

¹⁰⁷ Il comportamento degli individui si conforma pertanto, in modo prevedibile, ripetuto e consistente, ad un'idea di giustizia, anche a costo di ledere un proprio interesse finanziario V. W. GUTH - R. SCHMITTBERGER - B. SCHWARZE, *An Experimental Analysis of Ultimatum Bargaining*, in *J. Econ. Behav. & Org.*, 1982, p. 371 ss.; ma anche M. RABIN, *Incorporating Fairness into Game Theory and Economics*, in *Am. Econ. Rev.*, 1993, p. 1281 ss.; C.R. SUNSTEIN (ed.), *Behavioral Law & Economics*, cit., p. 8, il quale parla di *homo reciprocans*, contrapposto al suo predecessore *homo economicus*.

¹⁰⁸ Cfr. D. KAHNEMAN - J.L. KNETSCH - R.H. THALER, *Fairness and the Assumptions of Economics*, in *The Journal of Business*, 1986, p. 285 ss.; B.J RUFFLE, *More Is Better, But Fair Is Fair: Tipping in Dictator and Ultimatum Games*, in *Games and Economic Behavior*, 1998, p. 247 ss.

¹⁰⁹ Equità, come si è detto, da declinarsi come percezione equa da parte dei soggetti interagenti e riceventi nella distribuzione delle risorse. Si veda sul punto C. JOLLS - C.R. SUNSTEIN - R. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, cit., p. 1496 ove si rileva che «people judge outcomes to be "unfair" if they depart substantially from the terms of a "reference transaction" a transaction that defines the benchmark for the parties' interactions». Si veda altresì D. KAHNEMAN - J.L. KNETSCH - R. THALER, *Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market*, in *Am. Econ. Rev.*, 1986, p. 729 ss.

¹¹⁰ E, dunque, copre quella zona "grigia" del diritto societario della crisi che vede un progressivo deterioramento della situazione patrimoniale e finanziaria del debitore, senza che quest'ultimo versi già necessariamente in uno stato di insolvenza o di crisi, così come definita dal CCI all'art. 2 (ovvero, "lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate"). Particolare attenzione è stata prestata a tale fase della vita dell'impresa per mezzo dello studio dei poteri e delle responsabilità riservati all'organo gestorio nel periodo che precede il manifestarsi della crisi o insolvenza dell'impresa. Cfr. L., STANGHELLINI, *Directors' Duties and the Optimal Timing of Insolvency*, cit., p. 734 e ss.; G.

debitore si trova - suo malgrado - a dover compiere una scelta riguardo l'allocazione delle risorse di cui è dotato.

Egli potrà adottare una condotta che preservi il più possibile il valore dell'impresa e che, dunque, aumenti sensibilmente la soddisfazione assicurabile ai creditori in un secondo momento, sopportando un costo iniziale, oppure adottare una condotta in contrasto con l'utilità dei creditori (e propria) ritardando l'emersione e gestione delle proprie difficoltà e, conseguentemente, aumentando il sacrificio che dovrà essere sopportato da questi ultimi.

Analogamente a quanto avviene all'interno dell'*ultimatum game* sopra descritto, successivamente a tale prima fase, i soggetti riceventi, i creditori, sono chiamati a esprimere la propria scelta sulla proposta del debitore (ad esempio nella forma del voto nell'ambito di una procedura di ristrutturazione) che, inevitabilmente, risentirà di quanto compiuto dall'imprenditore nel corso del primo round.

In altre parole, la valutazione dei creditori sul contenuto della proposta avanzata dal debitore sarà considerevolmente influenzata dalla percezione riguardo alla sua equità, in considerazione della condotta adottata dal debitore nella fase antecedente all'accesso allo strumento di regolazione della crisi e dei suoi effetti sul patrimonio successivamente destinato alla loro soddisfazione: tale valutazione sull'equità della proposta, come dimostrato dagli studi empirici condotti nell'ambito dell'economia comportamentale, non è compiuta in astratto, bensì sulla base di quelle che erano le alternative concretamente a disposizione del giocatore nella prima fase, con ciò calibrando il concetto di equità sul caso concreto¹¹¹.

Se i creditori rifiutano la proposta del debitore e ne ricorrono i presupposti, si aprirà il secondo *round* del sistema delle procedure d'insolvenza (e dunque il

BERTOLOTTI, *Poteri e responsabilità nella gestione di società in crisi. Allerta, autofallimento e bancarotta*, Giappichelli. Torino, 2017, p. 146 ss.; S.M. BAINBRIDGE, *Much Ado About Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *Journal of Business & Technology Law*, 2007, p. 335 ss.

¹¹¹ Come chiarito dagli studi di economia comportamentale, il giudizio riguardante l'equità di una condotta e delle relative scelte è - duplicemente - influenzata tanto dall'esito delle azioni od omissioni del soggetto, quanto dalla valutazione relativamente alle opzioni concretamente percorribili da parte di quest'ultimo. È stato infatti notato che, in una variazione del gioco dell'*ultimatum*, i riceventi rifiutavano costantemente la divisione iniqua (€ 8 al proponente e € 2 al ricevente) qualora il proponente potesse scegliere tra quest'ultima e l'allocazione equa (€ 5 e € 5) mentre, diversamente, accettavano la proposta qualora il proponente avesse la scelta tra l'opzione (€ 8 al proponente e € 2 al ricevente) e la suddivisione più iniqua possibile (€ 10 e € 0). Cfr. E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 285 ss.

terzo dei tre round considerati), in cui - per proseguire con l'analogia con l'*ultimatum game* - si avrà una distruzione di valore, in conseguenza della generale perdita del *going concern*, a danno sia del debitore che del ceto creditorio: tale dinamica conferma l'importanza di un approccio sistematico all'emersione della crisi dell'impresa, che incentivi efficacemente il debitore ad affrontare tempestivamente le proprie difficoltà, anche mediante uno strumento di regolazione della crisi¹¹².

Una condotta virtuosa del debitore nelle primissime fasi di manifestazione della crisi avrà infatti un forte impatto, sistematico e prevedibile, sull'esito di un successivo confronto con i suoi creditori, i quali valuteranno tanto la consistenza della soddisfazione a questa proposta, quanto l'equità della proposta del debitore in considerazione delle fasi che hanno preceduto il momento del confronto.

Come si è già avuto modo di evidenziare, l'attivazione tempestiva dell'imprenditore al fine di gestire le proprie difficoltà consente di aumentare la soddisfazione di tutti i soggetti coinvolti. Un'emersione precoce delle difficoltà dell'impresa avrà quindi la duplice conseguenza, nel solco di quanto si è appena rilevato, di (i) aumentare la soddisfazione proposta ai creditori (ii) indirizzare la valutazione dei creditori, rispetto all'equità di quanto compiuto precedentemente dall'imprenditore, in senso favorevole a quest'ultimo, con l'effetto di determinare un sostanziale incremento delle *chances* di successo di accoglimento della proposta presentata¹¹³.

3.4. *Il gioco dei beni pubblici e il free riding: spunti per un ripensamento dell'approccio del diritto della crisi alla tematica dei common pool problems*

¹¹² Come nel gioco dell'*ultimatum game*, in cui in caso di rifiuto dell'offerta del proponente da parte del ricevente nessuno dei due riceverà alcunché, così nell'ultima sequenza delle fasi considerate dal diritto della crisi l'avvio di una procedura liquidatoria comporta - come è noto - una drastica riduzione della soddisfazione riservata ai creditori e l'azzeramento del valore della partecipazione dei soci. Si veda, *ex multis*, G. GUERRIERI, *Il nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2019, p. 809 ss.

¹¹³ Le evidenze empiriche confermano una relazione tra la precoce emersione della crisi e gli esiti delle procedure concorsuali, sia in termini di soddisfazione promessa ai creditori, sia di coerenza fra soddisfazione promessa e soddisfazione effettiva. Si veda l'analisi di A. DANOVÌ - S. GIACOMELLI - P. RIVA - G. RODANO, *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*, in *Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza*, 2018.

Anche i risultati osservati nello studio del comportamento reale degli individui, all'interno del gioco dei beni pubblici, inducono a una riflessione su alcuni elementi fondanti del diritto della crisi¹¹⁴.

Come già più volte evidenziato, l'analisi economica del diritto e la teoria dei giochi analitica è fondata sull'assunzione che gli individui sono sia razionali che egoisti e, dunque, in situazioni come quella rappresentata nel gioco dei beni pubblici, ritenuti capaci di realizzare che la *non* contribuzione (e, dunque, un loro *free riding*) è la strategia dominante, nonché sufficientemente egoisti da disinteressarsi di qualsiasi idea di equità¹¹⁵.

Tali premesse si rivelano, nella realtà, prive di fondamento, aprendo scenari inediti nello studio delle reali dinamiche tra agenti economici "umani"¹¹⁶.

I soggetti partecipanti al gioco dei beni pubblici contribuiscono al fondo comune in assenza di qualsivoglia misura coercitiva. Essi contribuiscono, in modo sistematico e prevedibile, anche in condizioni di anonimato e senza ripetizioni del gioco (condizioni che favoriscono il *free riding*), in misura consistente al fondo comune. Gli agenti economici, dunque, non applicano - o applicano in misura particolarmente meno consistente di quanto previsto dal modello tradizionale - una strategia di *free riding* nei confronti degli altri soggetti a scapito delle risorse poste a garanzia della soddisfazione dell'insieme dei giocatori¹¹⁷.

¹¹⁴ Come si è già anticipato in precedenza e come si approfondirà nei prossimi paragrafi, infatti, la crisi d'impresa si articola in varie fasi che, con una lettura approntata sulla base degli studi in materia di teoria dei giochi, possono corrispondere a vari *round* di un gioco. In tale "gioco", non necessariamente cooperativo, avremo due giocatori (o, meglio, categorie giocatori) di principali: da un lato, il debitore, a cui è rimesso il primo *round* e, dall'altro lato, i creditori che si trovano a interagire strategicamente con il debitore all'interno del secondo *round*. Si veda per una lettura che suddivide in *round* le varie fasi di confronto tra debitore e creditori nell'ambito della crisi di impresa L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, cit., *passim*.

¹¹⁵ Cfr. C. HILBE - K. SIGMUND, *Incentives and opportunism: from the carrot to the stick*, in *Proceedings of the Royal Society B*, 2010, p. 2427 ss.; ma anche C.W.L. HILL, *Cooperation, Opportunism, and the Invisible Hand: Implications for Transaction Cost Theory*, in *Academy of Management Review*, 1990, p. 500 ss.; R.M. DAWES - R.H. THALER, *Anomalies: Cooperation*, in *The Journal of Economic Perspectives*, cit., p. 187 ss.

¹¹⁶ C. JOLLS - C.R. SUNSTEIN - R. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, cit., p. 1492 ss.

¹¹⁷ Il "free rider" può essere identificato come colui che usufruisce di un bene pubblico senza pagare il prezzo a ciò associato, in quanto questo sarà sopportato da una comunità più o meno estesa. Sul tema si veda P.A. SAMUELSON, *The Pure Theory of Public Expenditure*, in *Review of Economics and Statistics*, 1954, p. 387 ss.; P. MOLANDER, *The Prevalence of Free Riding*, in *The Journal of Conflict Resolution*, 1992, p. 756 ss.; G. MARWELL - R.E. AMES, *Experiments on the Provision of Public Goods. I. Resources, Interest, Group Size, and the Free-Rider Problem*, in *American Journal of Sociology*, 1979, p. 1335 ss. M. OLSON, *La logica dell'azione collettiva*, Feltrinelli, Milano, 1990. In base agli esperimenti condotti dagli studiosi di *behavioral economics*, il fenomeno del *free riding* non è stato osservato nella versione del gioco c.d. *single-shot*, ovvero

È possibile domandarsi nuovamente se e in che modo tali conclusioni, raggiunte dalla scienza economica, possano rivelarsi rilevanti per il diritto e, in particolare, per il diritto della crisi ove l'opportunità degli attori da questo considerati assume una rilevanza primaria tanto nell'ambito dell'interpretazione dei fenomeni ivi disciplinati, quanto nella struttura delle regole che lo formano.

Si è detto che il diritto fallimentare prevede al suo interno norme volte a regolare e gestire situazioni in cui si ha la presenza di un c.d. *common pool problem*¹¹⁸. A tal riguardo merita evidenziare che uno dei principali effetti di una procedura d'insolvenza è rappresentato dal divieto di azioni esecutive individuali imposto ai creditori, avente come effetto quello di evitare la distruzione di valore per mezzo di azioni che produrrebbero un danno alla collettività dei creditori (e non solo)¹¹⁹.

Dopo tale evoluzione normativa, grande attenzione è stata prestata agli effetti che l'insieme delle norme di diritto fallimentare produce, *ex ante*, sul comportamento del debitore e del proprio management che precede il verificarsi di un evento che giustifichi l'applicazione di tale disciplina¹²⁰.

Se, da un lato, la diversa considerazione dell'impatto dell'opportunità e del fenomeno del *free riding* non sembra richiedere un ripensamento del divieto di azioni esecutive individuali imposto ai creditori¹²¹, dall'altro lato appare invece

senza ripetizioni. Diversamente, laddove vi siano più ripetizioni del gioco e solamente qualora i giocatori siano a conoscenza del numero esatto di ripetizioni, allora è osservabile un aumento del fenomeno del *free riding* che, tuttavia, rimane ben al di sotto di quanto previsto dalla "teoria standard". Si veda J. ANDREONI, *Why Free Ride? Strategies and Learning in Public Goods Experiments*, in *Journal of Public Economics*, 1988, p. 291 ss.

¹¹⁸ Questa è considerata ancora oggi la cifra caratterizzante della disciplina del diritto della crisi. Cfr. R.J. DE WEIJS, *Harmonisation of European Insolvency Law and the Need to Tackle Two Common Problems: Common Pool and Anticommons*, in *International Insolvency Review*, 2012, pp. 67-83. Alcuni autori giungono ad enucleare la necessità e superiorità del diritto fallimentare, rispetto alle semplici azioni esecutive riservate ai creditori, nella possibilità per la disciplina in questione di evitare la distruzione di valore e coordinare le azioni di più creditori. Su tutti, cfr. T.H. JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, cit., *passim*.

¹¹⁹ Tale divieto ha infatti l'effetto di impedire azioni individualmente razionali che potrebbero andare a colpire, ad esempio, un bene strumentale che sia in grado di produrre ricchezza. Si veda L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, cit., p. 54 ss.

¹²⁰ Cfr. R.K. RASMUSSEN, *The Ex Ante Effects of Bankruptcy Reform on Investment Incentives*, in *Wash. U. L.Q.*, 1994, p. 1159 ss.; Con particolare riferimento al processo decisionale dei manager e ai diversi incentivi cui sono sottoposti nel momento in cui devono adottare decisioni cruciali per la società si rimanda a S. ROSE-ACKERMAN, *Risk Taking and Ruin: Bankruptcy and Investment Choice*, in *J. Legal Stud.*, 1991, p. 277 ss.; A. SCHWARTZ, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, in *Yale L.J.*, 1998, p. 1807 ss.

¹²¹ Invero, qualora si manifestasse la volontà, anche solo di alcuni creditori, di procedere con l'esperimento di azioni esecutive ai danni dell'impresa del debitore in difficoltà, allora anche i creditori che fossero stati inizialmente disposti a non procedere con il recupero coattivo del proprio

opportuno soffermarsi sulle conseguenze che tali evidenze empiriche sono suscettibili di produrre nell'ambito dell'analisi del processo decisionale del debitore e, quindi, delle norme volte ad incidere su quest'ultimo¹²².

La concezione standard del fenomeno del *free riding*, figlia dell'impostazione derivante dal modello economico neoclassico, ha rivestito un ruolo di fondamentale importanza nello studio e nell'analisi delle cause che ritardano l'emersione della crisi dell'impresa.

La premessa in base alla quale gli agenti economici - siano essi investitori o soggetti chiamati a svolgere funzioni gestorie - sono illimitatamente razionali ed opportunisti ha contribuito a sviluppare la discussione sugli incentivi rivolti a tali soggetti intorno ad un modello ideale di agente che è perfettamente conscio della situazione che lo circonda e, in presenza di decisioni da compiere che possano (anche solo potenzialmente) danneggiare un altro soggetto, non esiterà a perseguire il proprio esclusivo interesse.

Nell'ambito della crisi dell'impresa, tale premessa ha assunto un particolare rilievo in quelle situazioni in cui, eroso completamente il capitale di rischio fornito dagli *shareholders*, l'impresa - anziché essere ricapitalizzata o messa in liquidazione - continua ad essere gestita con un trasferimento del relativo rischio a carico dei creditori.

credito (e, dunque, a favore di un coordinamento) potrebbero subire una spinta a partecipare a quella che è comunemente denominata "race to debtor's assets". Sul punto R.K. RASMUSSEN, *Behavioral Economics, the Economic Analysis of Bankruptcy Law and the Pricing of Credit*, cit., p. 1683 ss.

Un diverso ragionamento sarebbe stato possibile qualora gli studi di *behavioral economics* avessero evidenziato l'assenza del fenomeno del *free riding* in tutte le situazioni del gioco. In tal caso, la disciplina che previene tutti i creditori dal trovare soddisfazione immediata delle proprie ragioni, in attesa della conclusione di un processo di coordinamento tra le varie istanze creditorie, avrebbe potuto essere soggetta ad un ripensamento, proprio in assenza delle basi fattuali che (sebbene estremamente ridimensionate, trovano ancora una parziale conferma) ne hanno richiesto l'introduzione. In altri e più sintetici termini, qualora non vi fosse il fenomeno del *free riding*, qualsiasi norma volta a contrastarlo perderebbe la sua ragion d'essere, ma così non è.

¹²² Sia mediante l'utilizzo di un sistema di incentivi e disincentivi, sia mediante l'imposizione di obblighi che vincolino la condotta dell'organo gestorio. Come evidenziato precedentemente, con l'aggravarsi del dissesto e l'avvicinarsi dell'insolvenza dell'impresa, nei vari ordinamenti è riscontrabile un aumento dell'incisione sulle prerogative gestionali riservate all'organo amministrativo (ed ai soci), fino ad arrivare al completo trasferimento - in capo ai creditori - del potere di compiere le scelte volte a massimizzare il soddisfacimento ricavabile dall'impresa dissestata. Cfr. A. KEAY, *The Shifting of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *INSOL International Insolvency Review*, 2015, p. 140 ss.; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, cit., p. 24 ss.; DI MARZIO, *Insolvenza dell'imprenditore e conservazione dell'impresa*, in *Giustizia Civile.com*, 24 marzo 2017; L.M. LOPUCKI, *A General Theory of the Dynamics of the State Remedies/Bankruptcy System*, in *Wis. L. Rev.*, 1982, p. 311 ss.

A quest'ultimo riguardo, si è rinvenuta la motivazione di tale diffuso fenomeno nell'atteggiamento opportunistico degli *insiders* dell'impresa societaria che, protetti dalla responsabilità limitata assicurata loro dall'ordinamento, sarebbero inseriti in una situazione caratterizzata dal rischio di un *moral hazard* e, dunque, pronti a scommettere - assumendo rischi sproporzionati rispetto al possibile ritorno della scommessa - sulla "risurrezione dell'impresa". Tale fenomeno è ricollegato alla mancanza di incentivi volti ad evitare l'assunzione di rischi di cui manager e soci possono beneficiare senza, tuttavia, rispondere delle eventuali conseguenze negative¹²³.

In altre parole, affrontando la questione da un diverso punto di vista, gli stessi *insiders* si renderebbero *free riders* ai danni dei creditori, in quanto beneficerebbero della continuazione dell'attività d'impresa ormai finanziata esclusivamente da risorse altrui e cioè, dalla finanza di debito apportata dai creditori. Gli studi di *behavioral economics*, tuttavia, sembrerebbero smentire, almeno in parte, tale ricostruzione e - al contempo - suggerire una diversa interpretazione del fenomeno della prosecuzione dell'attività di impresa in forma societaria, una volta che il capitale di quest'ultima sia evaporato.

I risultati empirici della ricerca comportamentale consentono infatti di affermare che gli individui sono caratterizzati da una razionalità limitata, da intendersi altresì come limitata conoscenza dei fattori dell'ambiente economico-giuridico in cui essi agiscono, nonché caratterizzati da un opportunismo e incidenza del *free riding* estremamente ridotti rispetto a quanto tradizionalmente affermato dalla teoria neoclassica¹²⁴.

¹²³ Sul tema è possibile rinvenire un'ampia letteratura: cfr., *ex multis*, C. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Governo dell'impresa e responsabilità dei gestori - Giornata di studio in ricordo di Salvatore Pescatore*, A. Rosa Adiutori (a cura di), Cedam, 2012, p. 151 ss.; S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori: incentivi azionari e creazione di valore*, Giuffrè, Milano, 2005, p. 60 ss.; J. DECAMPS - A. FAURE-GRIMAUD, *Bankruptcy Costs, Ex Post Renegotiation and Gambling for Resurrection*, cit., p. 71 ss.; F. BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, cit., p. 83; M. PASSALACQUA, *Il diritto del rischio nei mercati finanziari*, Cedam, Padova, 2012, p. 11 ss.

¹²⁴ Cfr. J. ANDREONI, *Why free ride?*, cit., p. 291 ss.; L.A. DUGATKIN - M. BEKOFF, *Play and the evolution of fairness: a game theory model*, in *Behavioural Processes*, 2003, p. 209 ss.; V. PRASNIKAR - A.E. ROTH, *Considerations of Fairness and Strategy: Experimental Data From Sequential Games*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1992, p. 865 ss.; M.A. NOWAK - K.M. PAGE - K. SIGMUND, *Fairness Versus Reason in the Ultimatum Game*, in *Science*, 2000, p. 1773 ss.; A. DIEKMANN, *The Power of Reciprocity: Fairness, Reciprocity, and Stakes in Variants of the Dictator Game*, in *Journal of Conflict*, 2004, p. 487 ss.

Se si considerano tali conclusioni in tema di opportunismo degli agenti economici e, insieme a queste, si valutano gli effetti di alcune delle *cognitive illusions*, di cui già si è accennato (e che saranno analizzate più nel dettaglio *infra*, il fenomeno della prosecuzione dell'attività d'impresa a danno dei creditori sembra doversi ricollegare più all'incapacità del debitore di adottare una condotta che risponda ai caratteri dell'*homo oeconomicus*, piuttosto che a una volontà opportunistica di quest'ultimo di trarre un (indebito) vantaggio dalla mutata situazione in cui si trova l'impresa¹²⁵.

Da un mutamento della prospettiva "standard", avente ad oggetto le cause del ritardo nell'accesso a uno strumento o procedura volti ad affrontare la crisi d'impresa da parte del management e dei soci di controllo, deriva la necessità di un diverso approccio normativo per la regolazione del fenomeno in esame. Se il processo decisionale del *management* della società è sistematicamente e prevedibilmente influenzato da *cognitive illusions* e queste rappresentano il principale ostacolo ad un'emersione tempestiva della crisi, allora un sistema di incentivi e di obblighi incentrato principalmente sul concetto di opportunismo potrebbe non cogliere nel segno (come in effetti accade¹²⁶).

Potrebbe, invece, produrre risultati soddisfacenti un sistema di norme che preveda incentivi e obblighi in grado di intercettare efficacemente il processo decisionale dell'agente economico; un sistema che tenga in considerazione la presenza provata delle *cognitive illusions* e ne riduca sensibilmente l'impatto¹²⁷.

A tal fine, come sarà analizzato nel terzo capitolo, è possibile fare riferimento ai recenti studi in tema di c.d. architettura delle scelte che, per mezzo di un'analisi approfondita del processo decisionale degli "Umani", così come

¹²⁵ Invero, tale ultima impostazione si porrebbe in contrasto con i caratteri effettivamente osservati negli agenti economici ed evidenziati dagli studi di *behavioral economics*. Per prendere in prestito la proverbiale sinteticità ed efficacia delle espressioni d'oltreoceano, gli *insiders* potrebbero essere più "dumb but honest" rispetto alla considerazione neoclassica che vede questi ultimi onniscienti e opportunisti.

¹²⁶ Cfr. L. STANGHELLINI - R. MOKAL - C.G. PAULUS - I. TIRADO, *Best practices in European restructuring*, cit., p. 5 ss., in cui è dato atto del ritardo, ancora oggi diffuso, nella rilevazione della crisi dell'impresa. Per utilizzare una similitudine presa in prestito dal campo della medicina, è come tentare di curare un'influenza con un antibiotico. È possibile che l'antibiotico produca un minimo miglioramento - in quanto un piccolo focolaio batterico può essere associato alla patologia principale - e tuttavia una cura basata sulla somministrazione del solo antibiotico non risulterà efficace nel combattere la malattia.

¹²⁷ Nella costruzione della norma sarà, quindi, considerato anticipatamente il verificarsi di uno dei *bias* analizzati dagli studi di economia comportamentale e, conseguentemente, ne verranno neutralizzati gli effetti. Si veda A. AMBROSINO, *Law & Economics e economia cognitiva*, cit., p. 165.

contrapposti agli “Econi”, hanno individuato una linea d’azione normativa che consente di arginare gli effetti delle *cognitive illusions* che affliggono gli individui, al fine di indirizzare la condotta di questi ultimi verso il fine desiderato¹²⁸.

4. Il possibile ambito di applicazione degli studi di *behavioral law and economics* oltre il diritto della crisi di impresa

4.1 Il diritto societario non della crisi e i benefici di un’analisi e di incentivi calibrati sugli “Umani”

Le riflessioni esposte nei precedenti paragrafi lasciano intravedere le potenzialità di un approccio da parte dell’interprete, nell’analisi di fenomeni complessi come quelli che interessano il diritto della crisi, che tenga conto delle reali dinamiche decisionali degli attori da esso contemplati. Non si deve tuttavia trascurare il potenziale impatto che un’analisi economica del diritto arricchita dai risultati dell’economia comportamentale potrebbe produrre anche in altri campi del diritto societario, non necessariamente collegati a una fase di crisi dell’impresa¹²⁹.

Invero, la condotta dei principali attori del diritto societario, a partire dagli amministratori e dai soci delle varie tipologie di società, risulta influenzata da numerose *cognitive illusions* anche nelle fasi non patologiche dell’impresa, laddove (i) la complessità delle scelte da compiere rimane elevata anche in tali fasi antecedenti, fattore che come abbiamo evidenziato in precedenza amplifica gli effetti dei bias sul processo decisionale degli individui (ii) la natura “umana” di coloro che si trovano a operare nell’ambito societario permane a prescindere dal fatto che questi siano inseriti in un contesto organizzato¹³⁰.

¹²⁸ Cfr. J.F. TOMER, *Advanced Introduction to Behavioral Economics*, cit., p. 80 ss.; R.H. THALER - C.R. SUNSTEIN - J. BALZ, *Choice Architecture*, in *The Behavioral Foundations of Public Policy*, E. Shafir (ed.), Princeton University Press, Princeton, p. 428 ss.; ma anche D. LOW, *Behavioral Economics and Policy Design: Examples from Singapore*, World Scientific, Londra, 2012.

¹²⁹ Si rimanda sul punto a F. VELLA, *Il pericolo di un’unica storia: il diritto (commerciale) e le nuove frontiere dell’interdisciplinarietà*, cit., p. 737, ove l’A. mette in evidenza le potenzialità di un approccio interdisciplinare potenziato dai risultati dell’economia comportamentale «allo studio delle diverse articolazioni della governance, nelle sue sfaccettature, pubbliche e private, tra loro connesse», chiarendo che il giurista «deve considerare anche gli esiti di analisi sociologiche e financo comportamentali (in fin dei conti gli organi di governo sono sempre gruppi di donne e uomini che decidono)».

¹³⁰ Si veda su tutti H.A. SIMON, *A behavioral model of rational choice*, cit., p. 99 ove si rileva con riferimento al processo di coloro che si trovano ad agire all’interno di un contesto

L'influenza delle *cognitive illusions* sul processo decisionale delle varie figure che operano nell'ambito societario dovrà essere declinata diversamente a seconda della posizione e della funzione che tali figure ricoprono, venendosi a creare un "mosaico" di interrelazioni tra *bias* di diversa natura: ciò nonostante, come si avrà modo di evidenziare nel terzo capitolo, è possibile individuare un *fil rouge* che collega le principali *cognitive illusions* anche al fine di consentire l'adozione di misure volte a ridurre gli effetti¹³¹.

4.2. *L'analisi dei rapporti "interni" alla società per il tramite di una lente di behavioral law and economics*

Il diritto societario contempla numerose situazioni in cui i soggetti che operano all'interno della società, a parti dai soci, gli amministratori e i componenti dell'organo di controllo (se presente) devono adottare decisioni e interagire tra di loro: ciò nel solco dei poteri e doveri a essi riferibili che, come dirà nel secondo capitolo, possono subire un mutamento a seconda della fase in cui si trova l'impresa.

Senza alcuna pretesa di esaustività, le principali interazioni che si instaurano in ambito societario tra gli attori sopra richiamati sono rappresentate dal confronto (i) tra soci all'interno dell'assemblea, (ii) tra l'assemblea dei soci e l'organo

organizzato che all'«broadly stated, the task is to replace the global rationality of economic man with a kind of rational behavior that is compatible with the access to information and the computational capacities that are actually possessed by organisms, including man, in the kinds of environments in which such organisms exist». Si veda altresì S. GUDMUNDSSON - C. LECHNER, *Cognitive Biases, Organization, and Entrepreneurial Firm Survival*, in *European Management Journal*, 2013, p. 278, ove si evidenzia che le *cognitive illusions* all'interno dell'organizzazione dell'impresa assumono un ruolo centrale per la comprensione delle vicende e del loro processo decisionale: nell'ambito di tale ricerca si pone in risalto l'influenza dell'*overconfidence bias* e dell'*optimism bias* (su cui ci si soffermerà ampiamente nel prossimo capitolo) rispetto alle sorti dell'impresa e alle decisioni ivi assunte. Con riferimento, invece, alla relazione tra complessità della scelta ed effetti delle *cognitive illusions* Cfr. R.H. THALER - C.R. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, cit., p. 42.

¹³¹ Nel terzo capitolo saranno indicate delle soluzioni elaborate in seno agli studi di economia comportamentale che hanno il fine principale di contrastare e ridurre gli effetti dei vari *bias* sul processo decisionale degli agenti economici. Rimandando a tale sede l'approfondimento sul tema, risulta opportuno anticipare che alcune misure volte a supportare l'organo gestorio nel momento della scelta, al pari di una ricalibrazione degli incentivi che tenga conto dell'insensibilità degli agenti economici "umani" rispetto a input marginali, può fornire una risposta efficace alle problematiche qui esposte. Si rimanda per una panoramica delle linee di intervento auspicabili in tale ambito a OECD (2019), *Tools and Ethics for Applied Behavioural Insights: The BASIC Toolkit*, OECD Publishing, Parigi, disponibile al seguente indirizzo <https://doi.org/10.1787/9ea76a8f-en>. Sul tema si veda anche R.H. THALER - C.R. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, cit., p. 91 ss.

amministrativo, (iii) tra l'organo amministrativo e l'organo di controllo e, in via residuale, (iv) tra assemblea dei soci e l'organo di controllo¹³².

L'analisi economica del diritto in tale ambito, condotta con la lente del modello economico neoclassico, fa propria la premessa che gli attori sopra richiamati, nel momento in cui sono chiamati ad assumere una decisione, possiedono le caratteristiche dell'"Econe"¹³³: pertanto, sia l'interpretazione dei fenomeni che interessano le dinamiche tra i vari organi della società (così come le dinamiche interne a tali organi) sia la normativa volta a regolare tali interazioni riflettono tale impostazione in termini di incentivi, di poteri e di obblighi rivolti ai suoi destinatari¹³⁴.

I numerosi studi e le analisi condotte in relazione ai costi di agenzia e ai rapporti tra mandante ("principal") e agente ("agent") testimoniano l'approccio e le premesse che hanno caratterizzato e caratterizzano l'analisi economica del diritto societario, ove i caratteri dell'opportunismo e della razionalità degli attori ivi

¹³² L'argomento, in ragione della sua ampiezza, non è riassumibile neanche per sommi capi. Si rinvia per un'analisi dei rapporti endosocietari e delle dinamiche che ivi si instaurano G.B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Abbadessa e Portale (diretto da), II, Torino, 2006; M. MAUGERI, *Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, II, 86 ss.; G. BIANCHI, *Amministrazione e controllo delle nuove società di capitali*, Ipsoa, Milano, 2003; P. ABBADESSA - A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 269 ss.; D. SCARPA, *Specificazione di responsabilità e segmentazione gestoria nell'amministrazione di s.p.a.*, in *La Responsabilità Civile*, 2011, p. 486 ss.; M. MARULLI, *La delega gestoria tra regole di corporate governance e diritto societario riformato*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 85 ss.; P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975, p. 29 ss.; M. SCIUTO - P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. Colombo - G.B. Portale (diretto da), Torino, 2004, p. 60 ss.; G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956.

¹³³ L'approccio in questione emerge con chiarezza nei lavori degli studiosi che hanno posto le basi per quella che è l'attuale impostazione dell'analisi economica in ambito societario. Si veda E.F. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, in *Journal of Political Economy*, 1980, p. 288; R. PRENTICE, *The Case of the Irrational Auditor's Securities Fraud: A Behavioral Insight into Securities Regulation*, in *Northwestern University Law Journal*, 2000, p. 133 ss.

¹³⁴ Si rimanda a C. MARCHETTI, *La "Nexus of Contracts" Theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Giuffrè Editore, Milano, 2000, p. 37 ss. Deve rilevarsi a tal riguardo l'influenza esercitata dal pensiero di R. Coase, cristallizzato nel saggio *The Nature of the Firm*, in *Economica*, 1977, p. 386 ss. ove si introduce una nuova teoria e concezione dell'impresa e dei rapporti interni ed esterni a questa, così come della successiva elaborazione della teoria del "nexus of contracts", sviluppata partendo dall'intuizione di Coase, e in base alla quale l'impresa è vista come un intreccio di rapporti contrattuali per il cui tramite i c.d. *input owners* organizzano e gestiscono i fattori di produzione. Si veda A. ALCHIAN - H. DEMSETZ, *Production, Information, and Economic Organization*, in *Am. Econ. Rev.*, 1972, p. 777 ss. Si veda altresì F. EASTERBROOK - D. FISCHEL, *Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, 1991; ma anche W. BRATTON JR., *The "Nexus of Contracts" Corporation: A Critical Appraisal*, in *Cornell L. Rev.*, 1989, p. 407 ss. Per una lettura critica di tale teoria si veda M. EISENBERG, *The Structure of Corporation Law*, in *Col. L. Rev.*, 1989, p. 1461 ss.

contemplati rispecchiano appieno i dogmi del modello neoclassico. Si deve infatti ricordare che, generalmente, l'analisi economica nell'ambito del diritto societario e, più specificamente, lo studio dei fenomeni che riguardano la *governance* della società verte intorno al tema della separazione tra proprietà e controllo all'interno di quest'ultima e, sotto vari aspetti, si concentra sull'allineamento e coordinamento della tutela degli interessi dei soci (i mandanti) con quelli degli amministratori (gli agenti) e, a seconda della fase in cui si trova l'impresa, con gli interessi dei terzi, oltre che sul rapporto tra soci di minoranza e di maggioranza¹³⁵.

Occorre rilevare, come già accennato e come si avrà modo di approfondire in seguito, che non si intende in questa sede escludere la presenza di elementi opportunistici nel processo decisionale degli attori considerati dal diritto societario (né si potrebbe), bensì appare particolarmente interessante approfondire le conseguenze di una sistematizzazione dei limiti cognitivi nell'analisi del processo decisionale dei soggetti ivi considerati, procedendo a un ribaltamento logico rispetto all'impostazione che privilegia una visione di questi ultimi ispirata a canoni irrealistici¹³⁶.

Invero, nel momento in cui la condotta degli attori contemplati dal diritto societario si allontana dalle previsioni neoclassiche, ciò conduce a un'incomprensione da parte dell'interprete che affronta fenomeni all'apparenza "irrazionali", così come a un'inefficacia degli istituti chiamati a regolare tali fenomeni.

¹³⁵ Un costo di agenzia è una tipologia di costo interno alla società che deriva dalle azioni di un agente che agisce per conto di un mandante. I costi di agenzia sorgono generalmente in conseguenza di situazioni di inefficienza nella strutturazione dei rapporti tra mandante e agente, così come di conflitti di interesse che, tradizionalmente (ma non esclusivamente), sono studiati e inquadrati nel rapporto tra soci e amministratori. Si veda su tutti H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *Problemi di «agency» e strategie normative*, in Aa.Vv., *Diritto societario comparato*, Il Mulino, Bologna, 2006, p. 29 ss; M. DEWATRIPONT - P. REY - P. AGHION, *Agency costs, firm behaviour and the nature of competition*, Centre for economic policy research, Londra, 1999. Si veda per lettura comparata dei vari studi condotti in numerosi ordinamenti S. AGARWAL - A. SINGH, *Corporate Governance: Literature Review on Agency Costs and Pieces of Evidence on Different Perspectives*, in *UP Journal of Corporate Governance*, 2021, II, p. 49 ss.

¹³⁶ Si veda con riferimento alle potenzialità di un'analisi delle dinamiche interne alla società con una lente che valorizzi le deviazioni, sistematiche, del processo decisionale degli amministratori e dei componenti dell'organo di controllo rispetto agli assunti del modello e analisi economica del diritto neoclassica O. MARNET, *Behavior and Rationality in Corporate Governance*, in *Journal of Economic Issues*, 2005, p. 613 ove si pone in risalto la circostanza che «monitors are frequently assumed to be rational actors. Findings from cognitive psychology and behavioral studies, however, indicate that judgment, decision making, and behavior are not exclusively based on logical reasoning but are also subject to numerous heuristics and cognitive bias».

4.3. *Segue: l'analisi dei rapporti "esterni" alla società per il tramite di una lente di behavioral law and economics*

Quanto appena evidenziato in relazione alle dinamiche endosocietarie è applicabile anche a tutte quelle situazioni e rapporti che si instaurano nello svolgimento delle funzioni affidate agli amministratori e che coinvolgono soggetti estranei alla società. Come è noto il diritto societario si occupa altresì di regolare, sotto numerosi aspetti, i rapporti tra l'impresa societaria e i soggetti che si trovano a interagire con quest'ultima, a partire dai creditori e gli altri *stakeholders* quali i lavoratori, i fornitori e gli appartenenti alla comunità di riferimento dell'impresa¹³⁷.

Il tema è in continua evoluzione ed eccede l'oggetto del presente scritto ma fornisce alcuni spunti interessanti per una breve riflessione.

Invero, ferma la presenza di varie discipline anche non appartenenti necessariamente al diritto societario volte a regolare i rapporti tra la società i suoi diversi *stakeholders*¹³⁸, si è evidenziato che - con particolare riferimento ai creditori - le principali strategie normative diffuse nell'Europa continentale e poste a salvaguardia dei rapporti con questi ultimi sono sintetizzabili in: (i) più o meno stringenti requisiti del capitale minimo della società o, comunque, del patrimonio netto (ii) regole per la conservazione di quest'ultimo (iii) una disciplina articolata dei gruppi societari, nonché (iv) come è noto e come sarà evidenziato nel prossimo

¹³⁷ Come correttamente evidenziato in dottrina, la necessità di tutelare gli stakeholders della società non comporta automaticamente che sia il diritto societario a dover fornire tale tutela. Vi sono tuttavia situazioni e assetti di interessi per cui appare maggiormente efficiente che tale disciplina sia attratta nel diritto societario per il tramite di norme, standards e incentivi. Sul punto G. HERTIG - H. KANDA, *La tutela dei creditori*, in Aa.Vv., *Diritto societario comparato*, cit., p. 89. Un'apertura sempre maggiore a interessi "altri" rispetto a quelli tradizionalmente contemplati dal diritto societario è testimoniata dallo sviluppo di un'ampia letteratura sullo scopo della società e le varie modalità tramite cui è possibile includere gli interessi degli *stakeholders* all'interno del processo decisionale della società. Sul tema si rimanda a U. TOMBARI, *Corporale purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra "short-termism" e "stakeholder empowerment"*, in *ODC*, 2021, p. 29 ss. ove si propone di incrementare l'influenza degli *stakeholders* all'interno della società per il tramite dell'attribuzione a questi ultimi della facoltà di presentare i propri interessi all'interno del consiglio di amministrazione, al fine di consentire l'elaborazione di piani strategici di lungo termine sulla base anche di interessi esterni alla società; ma anche C. ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, in Aa.Vv., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010.

¹³⁸ Si pensi su tutti alla disciplina di dettaglio dei rapporti in materia di lavoro, oggetto di un apparato normativo separato, così come la disciplina in materia di tutela ambientale che si occupano di regolare e tutelare una serie di diritti e interessi al di fuori dell'ambito normativo del diritto societario.

capitolo, una disciplina che regola la responsabilità degli amministratori, dei sindaci e, in alcune ipotesi, dei soci nei confronti dei creditori e dei terzi¹³⁹.

Anche in questo caso, l'insieme delle norme in questione e la loro interpretazione - in particolar modo la disciplina che regola la responsabilità degli amministratori e dei soci - è il frutto di una concezione neoclassica degli attori economici che operano nella (e interagiscono con) la società: il forte affidamento su regole che operano *ex ante* ed *ex post* e finalizzate principalmente a contrastare l'opportunismo degli *insiders* dell'impresa societaria ha in più casi mostrato i limiti di tale impostazione¹⁴⁰.

Può essere particolarmente interessante dunque, anche nell'analisi dei "rapporti extrasocietari", tentare un approccio che incorpori una visione completa delle cause e delle finalità che muovono l'agire degli attori contemplati dal diritto societario, al duplice fine di comprendere i fenomeni non efficacemente descrivibili con la lente economica neoclassica, nonché di stimolare una riflessione su una diversa strutturazione degli incentivi e delle regole volte a regolare i rapporti in tale ambito.

Come si avrà modo di analizzare all'interno del terzo capitolo, parte delle soluzioni proposte per contrastare gli effetti delle *cognitive illusions* qui considerate si inseriscono e operano in una fase "ordinaria" dell'impresa societaria, non

¹³⁹ In questo senso G. HERTIG - H. KANDA, *La tutela dei creditori*, in Aa.Vv., *Diritto societario comparato*, cit., pp. 108-110. Si veda in relazione al ruolo delle regole per la conservazione del capitale e all'impatto che, nel nostro ordinamento, ha prodotto la sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione ad opera dell'art. 6 del d.l. 8 aprile 2020, n. 23, come modificato dall'art. 1, comma 266, della l. 30 dicembre 2020, n. 178 (legge di bilancio 2021) e ulteriormente prorogato con d.l. 30 dicembre 2021, n. 228, convertito con l. 25 febbraio 2022, n. 15 G. D'ATTORRE, *Disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale ed obblighi degli amministratori di società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 597 ss.; I. DONATI, *La gestione non conservativa della società con patrimonio insufficiente*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 796 ss.; G. FERRI JR, *La sospensione dell'obbligo di riduzione del capitale per perdite tra passato prossimo e futuro remoto*, in *Riv. not.*, 2021, p. 3 ss. Quanto invece alla disciplina della responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori e dei terzi si rimanda a P. MONTALENTI - F. RIGANTI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2017, p. 775 ss.; G.D. MOSCO - S. LOPREIATO, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 117 ss. e a quanto sarà evidenziato nel prossimo capitolo in relazione all'attuale sistema di obblighi e incentivi nel momento in cui l'impresa si avvia in una fase di crisi.

¹⁴⁰ Si veda sul tema L.A. BEBCHUK - J.M. FRIED, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, in *Yale Law Journal*, 1996, p. 857 ss.; ma anche G. HERTIG - H. KANDA, *La tutela dei creditori*, in Aa.Vv., *Diritto societario comparato*, cit., p. 90 ove si rileva che «in fondo, creditori di debitori individuali e creditori di debitori aventi natura societaria si trovano ad affrontare lo stesso tipo di comportamenti opportunistici da parte del debitore. Ex ante - cioè prima di ottenere un finanziamento - i debitori possono mentire circa la consistenza del loro patrimonio. Ex post - dopo averlo ottenuto - i debitori possono violare i termini degli accordi».

caratterizzata da una situazione di crisi, al fine di garantire il corretto funzionamento dei suoi organi: si rinvia dunque a tale sede per un loro approfondimento.

CAPITOLO II

LE *COGNITIVE ILLUSIONS* E L'IMPRENDITORE IN CRISI

SOMMARIO: **1. Le *cognitive illusions* e l'influenza, trascurata, sul processo decisionale dell'imprenditore in crisi.** - 1.1. La rilevanza delle *cognitive illusions*: la loro sistematicità e prevedibilità. - 1.2. Quali sono le *cognitive illusions* che ostacolano l'emersione della crisi? - **2. L'*endowment effect* e la *loss aversion*: la condotta del debitore umano.** - 2.1. Il c.d. effetto dotazione e la *loss aversion*. - 2.2. Il teorema di Coase e il diritto della crisi - 2.3. Gli effetti dell'*endowment effect* sul processo decisionale del debitore e sull'emersione della crisi. - 2.4. La *loss aversion* e la condotta del debitore nell'ambito della crisi di impresa. - 2.5. Il debitore e la tendenza, sistematica e prevedibile, a mantenere la situazione inalterata. - **3. L'*overconfidence bias* e la crisi d'impresa, un'analisi di *behavioral law & economics*.** - 3.1. L'*overconfidence bias*: la distorsione da eccesso di fiducia e il suo impatto sul processo decisionale dell'attore economico. - 3.2. L'aumento della complessità della valutazione e la maggiore incidenza dell'*overconfidence bias*: la crisi quale scenario complesso e l'imprenditore eccessivamente "fiducioso". - 3.3. Il debitore e la propria convinzione, irrazionale, di poter gestire la situazione: un eccesso di ottimismo da razionalità limitata? - **4. L'*hyperbolic discounting* e il processo decisionale del debitore** - 4.1. Il modello tradizionale e il comportamento dell'agente economico: l'*hyperbolic discounting*. - 4.2. L'incoerenza temporale del debitore ed i benefici presenti del "non fare" - **5. L'ombra delle *cognitive illusions* sugli incentivi per l'emersione tempestiva della crisi di impresa.** - 5.1. L'attuale conformazione degli incentivi rivolti al debitore: l'ombra della legge distorta dal *bias*. - 5.2. La responsabilità civile degli amministratori e la rilevazione tempestiva della crisi di impresa - 5.3. La responsabilità penale degli amministratori e la rilevazione tempestiva della crisi di impresa - 5.4. Gli assetti per la rilevazione della crisi e gli incentivi fissati dal Codice della crisi per l'emersione tempestiva delle difficoltà dell'impresa - 5.5. Il regime premiale previsto dal Codice della crisi a seguito dell'attivazione tempestiva per la gestione delle difficoltà - 5.6. Il sistema di misure sanzionatorie e incentivanti nel diritto italiano della crisi alla prova delle *cognitive illusions*. - 5.7. Una ricostruzione alternativa della procrastinazione dell'imprenditore: opportunismo o razionalità limitata?

1 Le *cognitive illusions* e l'influenza, trascurata, sul processo decisionale dell'imprenditore in crisi

1.1. La rilevanza delle cognitive illusions: la loro sistematicità e prevedibilità

Il processo decisionale dell'agente economico considerato dal modello economico behaviorista è - come già evidenziato - influenzato da numerosi *bias* che producono profonde differenze tra la condotta attesa da un agente razionale e quella effettivamente adottata dall'agente "umano"¹⁴¹.

Tra le novità che gli studi in questione hanno posto in risalto e che, a livello scientifico, rappresenta un punto di interesse primario è la sistematicità e prevedibilità con cui le *cognitive illusions* producono i propri effetti sul processo decisionale dell'agente economico¹⁴².

La possibilità di osservare gli effetti dei *bias* ipotizzati dagli studiosi in campo economico, unita alla ricerca di una loro ripetizione sistematica e, soprattutto, il suo successivo consolidamento all'interno di un modello economico consente, oggi, di trasferire ed utilizzare i risultati di tali ricerche in più campi scientifici¹⁴³. Come già anticipato, le *cognitive illusions* studiate nell'ambito della ricerca behaviorista vedono amplificata la portata della propria influenza in quei contesti caratterizzati da un elevato grado di complessità delle scelte da adottare da parte dell'agente economico, nonché dall'assenza di un *feedback* immediato rispetto alle scelte compiute¹⁴⁴.

Le caratteristiche appena elencate rappresentano gli elementi fondanti dello scenario in cui nasce e si sviluppa la crisi d'impresa.

L'imprenditore, infatti, all'insorgere dei primi segnali di difficoltà, si trova posto dinanzi ad un vasto ventaglio di scelte che potrà adottare al fine di fronteggiare la situazione in cui si trova la propria attività: si tratta di scelte

¹⁴¹ Cfr. A. INNOCENTI, *Economia cognitiva*, Carocci, Roma, 2009, p. 21 e ss.; A. DAMASIO, *L'errore di Cartesio. Emozione, ragione e cervello umano*, Adelphi, Milano, 1995; E. CARTWRIGHT, *Behavioral Economics*, cit., p. 38; R. HASTIE - R.M. DAWES, *Rational Choice in an Uncertain World: The Psychology of Judgement and Decision Making*, 2^a ed, Sage Publications, Los Angeles, 2010.

¹⁴² Si veda G. LIACE, *Sulle emozioni e le reazioni dell'investitore irrazionale*, in *Giur. comm.*, 2020, p. 114 ss.; C. JOLLS - C.R. SUNSTEIN - R. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, cit., p. 1471 ss.

¹⁴³ Cfr. V. ZENCOVICH, *Il lato oscuro della legge: diritto e superstizione*, cit., p. 309 ss.; A. GRANDORI, *Reframing Corporate Governance: Behavioral Assumptions, Governance Mechanisms and Institutional Dynamics*, in *Corporate Governance and Firm Organization*, a cura di A. Grandori, Oxford, Oxford University Press, 2004, *passim*.

¹⁴⁴ Cfr. R.H. THALER - C.R. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile*, cit., p. 100 ss.

connotate, nella grande maggioranza dei casi, da un elevato livello di tecnicità e dall'esito incerto¹⁴⁵. Ciò posto, deve altresì rilevarsi che, una volta compiuta una scelta, generalmente l'imprenditore verrà a conoscenza dell'esito, positivo o negativo di quest'ultima, solamente dopo che sia trascorso un periodo di tempo che può variare, a seconda dei casi, da qualche mese a più anni¹⁴⁶.

Pertanto, alla luce di quanto rilevato in relazione all'effetto delle *cognitive illusions* e, in particolare, ai fattori che ne aumentano l'intensità, è possibile comprendere la ragione per cui la crisi d'impresa e l'analisi dei fenomeni che la interessano rappresenta il campo di elezione per un approccio che valorizzi i risultati dell'economia comportamentale.

Ciò posto, una volta evidenziata la presenza nell'ambito del diritto della crisi di tutti i principali elementi amplificatori degli effetti delle *cognitive illusions*¹⁴⁷, è necessario comprendere quali - tra queste ultime - assumano maggiore rilievo nello studio delle dinamiche proprie della crisi d'impresa: come si avrà modo di chiarire, è possibile individuare un'azione congiunta di più *bias* che, a scapito della condotta attesa dall'imprenditore "econe" genererà una deviazione, prevedibile e sistematica verso una procrastinazione nell'affrontare le difficoltà emerse.

1.2. *Quali sono le cognitive illusions che ostacolano l'emersione della crisi?*

Le *cognitive illusions* che assumono maggiore rilevanza nell'ambito della crisi di impresa sono, per i motivi che saranno di seguito illustrati, il c.d. *status quo bias* e la c.d. *loss aversion*. Invero, i due fenomeni in questione possono, qualora opportunamente declinati all'interno delle dinamiche che interessano il debitore nella gestione della propria impresa, nonché delle difficoltà che ne mettono a repentaglio la continuità aziendale, fornire una interessante spiegazione sul motivo

¹⁴⁵ La complessità, tecnicità e costante evoluzione delle norme che regolano il diritto della crisi sono elementi caratterizzanti di tale settore del diritto. Non è un caso che tra i principali principi ispiratori della riforma del d.lgs. 14/2019 figurino la semplificazione e razionalizzazione della disciplina delle procedure concorsuali, unitamente all'esigenza di assicurare maggiore celerità alle procedure in questione. Cfr. A. NIGRO, *I principi generali della nuova riforma "organica" delle procedure concorsuali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2020, p. 12 ss.

¹⁴⁶ Si veda con riferimento all'eccessiva durata delle procedure concorsuali nel nostro ordinamento A. FERRETTI, *La "lunga durata" delle procedure concorsuali: soluzioni normative e prassi*, in *Osservatorio-oci.org*, 2014, p. 5.

¹⁴⁷ Cfr. R.H. THALER - C.R. SUNSTEIN, *Nudge. Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness*, cit., p. 42.

per il quale, ancora oggi, si verificano gravi ritardi nell'emersione della crisi d'impresa e nell'avvio di un confronto con i creditori¹⁴⁸.

Invero, le *cognitive illusions* appena richiamate, come si vedrà *infra*, influenzando sistematicamente e direttamente il processo decisionale dell'imprenditore nel momento in cui è richiesto a questi di adottare misure volte ad affrontare difficoltà economiche o finanziarie non più trascurabili, rappresentano un fattore di particolare rilievo per l'analisi e comprensione della condotta osservata nelle imprese in crisi.

Occorre tuttavia tenere presente che tali *cognitive illusions* non esauriscono il novero dei *bias* che influenzano il debitore nel contesto della crisi di impresa: come si avrà modo di analizzare in dettaglio più avanti, anche l'*overconfidence bias* e l'*hyperbolic discounting* rivestono un ruolo fondamentale nel processo decisionale dell'imprenditore in crisi laddove, per ragioni diverse, conducono ugualmente al mancato tempestivo ricorso a uno strumento di regolazione della crisi. Mentre l'*overconfidence bias* porta l'imprenditore a sovrastimare le proprie capacità di affrontare e gestire eventi avversi e, per tale motivo, ne riduce la capacità di reazione nel momento in cui dovrebbe entrare in una fase di "allerta", il *bias* dell'*hyperbolic discounting* genera la tendenza, sistematica e prevedibile, di quest'ultimo a minimizzare i costi e benefici futuri a favore, invece, di una visione di breve termine che, come è intuitivo e come sarà chiarito più avanti, si pone in contrasto con l'avvio di un percorso di risanamento dell'impresa.

Come rilevato nel precedente paragrafo, l'azione congiunta della *loss aversion*, dell'*overconfidence bias* e dell'*hyperbolic discounting* rappresenta un argine, intrinseco nella natura umana di coloro che sono investiti di un potere decisionale all'interno dell'impresa, che causa gravi inefficienze nella emersione e successiva gestione della crisi: l'attuale sistema di incentivi e sanzioni, si vedrà, non è pensato per far fronte a tali fenomeni e, per tale motivo, si rivela inefficace.

¹⁴⁸ Si è già rilevato che, anche in considerazione degli incentivi posti dal legislatore al fine di favorire l'emersione tempestiva della crisi, l'imprenditore "econe" (perfettamente razionale) dovrebbe sempre essere in grado di (i) rilevare lo stato di difficoltà della propria impresa (ii) adottare, senza ritardo, misure volte a contrastare la crisi rilevata (cfr. Cap. I). Diversamente, la condotta delle imprese in crisi è ancora oggi fortemente connotata da un grave ritardo nell'affrontare il proprio stato di difficoltà, con grave danno per l'intero sistema economico L. STANGHELLINI - R. MOKAL - C.G. PAULUS - I. TIRADO, *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, cit., p. 5

2. *L'endowment effect e la loss aversion: la condotta del debitore umano*

2.1. *Il c.d. effetto dotazione e la loss aversion*

Una delle *cognitive illusions* che ha attratto maggior attenzione nell'ambito degli studi di economia comportamentale è rappresentata dal c.d. effetto dotazione (altresì noto come *endowment effect*). Tale illusione cognitiva, osservata in numerosi contesti ed esperimenti, è sintetizzabile come il *bias* per cui un individuo, per cedere un bene, pretende più di quanto non sarebbe disposto a pagare per acquistarlo¹⁴⁹.

Questa situazione rappresenta un'anomalia rispetto all'assunto per il quale gli agenti economici hanno preferenze stabili e definite e che, dunque, opereranno scelte coerenti con queste ultime¹⁵⁰. L'anomalia appena descritta è riconducibile all'asimmetria di valore nota come *loss aversion* che, come già anticipato nel primo

¹⁴⁹ Il *bias* in commento si verifica nel momento in cui sopravvalutiamo un bene in nostro possesso a prescindere dal suo valore oggettivo di mercato. *L'endowment effect* è osservabile in tutti quei contesti ove gli individui si rifiutano di cedere un bene in loro possesso a fronte del suo equivalente in denaro senza che vi sia una valida motivazione in termini di attaccamento al bene o di suo utilizzo. In ragione dell'*endowment effect*, quindi, gli individui attribuiscono un valore maggiore ai beni una volta che questi entrano nel loro possesso. Si veda con riferimento a tale fenomeno G. ORTONA - F. SCACCIATI, *Endowment Effect, "Status Quo" Bias And Contingent Valuation*, in *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, 2003, p. 397 ss.; K.M. MARZILLI ERICSON - A. FUSTER, *The Endowment Effect*, in *Annual Review of Economics*, 2014, p. 555 ss.; E. CARTWRIGHT, *Behavioral Economics*, cit., p. 48 ss. D. KAHNEMAN - J. KNETSCH - R. THALER, *Anomalie: effetto dotazione, avversione alle perdite e distorsione da status quo*, in *Economia cognitiva e sperimentale*, M. Motterlini, F. Guala (a cura di), Università Bocconi Editore, Milano, 2005, p. 131 ss. Questi ultimi hanno condotto uno dei più famosi esperimenti volti a dimostrare l'esistenza della *cognitive illusion* in commento, procedendo alla divisione in due gruppi di alcuni soggetti a cui sono state mostrate delle tazze da caffè del tutto identiche. Dopo aver regalato ad alcuni membri dei due gruppi le tazze in questione, è stato chiesto a coloro che avevano ricevuto la tazza l'importo minimo per cederla (c.d. "WTA"). Diversamente, a coloro che non hanno ricevuto la tazza è stato chiesto l'importo minimo che avrebbero pagato per acquistare una delle tazze (c.d. "WTP"). Dal momento che non è presente alcun valore affettivo verso il bene attribuito e che la scelta dei soggetti a cui regalare la tazza è avvenuta in modo totalmente casuale, il modello neoclassico prevede che WTA e WTP coincidano senza rilevanti differenze. È stata invece osservata una WTA pari a circa il doppio rispetto alla WTP dei soggetti che non hanno ricevuto la tazza. D. KAHNEMAN - J. KNETSCH - R. THALER, *Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem*, in *Journal of Political Economy*, 1990, p. 1325 ss.; M. ISIK, *An experimental analysis of impacts of uncertainty and irreversibility on willingness-to-pay*, cit. p. 67 ss.; I. BISCHOFF, *Endowment effect theory, prediction bias and publicly provided goods: an experimental study*, cit., p. 283 ss.; G.C. MORRISON, *Understanding the disparity between WTP and WTA: endowment effect, substitutability, or imprecise preferences?*, cit., p. 189 ss.

¹⁵⁰ Si veda U. MORERA - M. MARCHISIO, *Finanza, mercati e regole... ma soprattutto persone*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, p. 1, ove si evidenzia che secondo il modello economico classico "gli investitori selezionano, tra le alternative di investimento disponibili sul mercato, quelle che massimizzano la propria utilità, sulla base di preferenze stabili, coerenti ed obiettive ed all'esito di un meccanismo di scelta ispirato ai canoni della razionalità economica"; E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, 1970, p. 383 ss.

capitolo, è riassumibile nel fenomeno per cui l'agente economico attribuisce maggior valore alle perdite rispetto ai guadagni, a parità di preferenze dell'agente e, in via generale, a prescindere dal contesto in cui la scelta è compiuta¹⁵¹.

La scoperta e analisi delle distorsioni sopra evidenziate, prevedibili e sistematiche, rappresenta uno spunto formidabile per il giurista che intenda comprendere le cause e gli effetti di determinate condotte tenute da parte degli agenti economici: tali condotte che prima dell'evoluzione (più volta richiamata) nel campo della psicologia e, successivamente, dell'economia, erano semplicemente considerate irrazionali, paradossi o, al più, frutto di una condotta opportunistica, trovano oggi una spiegazione diversa e più aderente alla realtà.

2.2. *Il teorema di Coase e il diritto della crisi*

L'insieme delle norme che hanno ad oggetto la crisi d'impresa è chiamato, in linea generale, a regolare l'interazione tra debitore e creditori, ad assicurare la maggior soddisfazione possibile a questi ultimi anche per il tramite del risanamento dell'impresa in crisi, nonché a disciplinare la distribuzione dell'eventuale valore residuo tra gli aventi diritto¹⁵².

Al debitore è rimessa, durante le prime fasi della crisi e, in particolare, durante il c.d. *primo round* l'iniziativa sulla attivazione e contenuto di uno strumento o procedura di ristrutturazione preventiva. Successivamente ed eventualmente, nel corso del c.d. *secondo round* (che segue un infruttuoso o mancato esperimento del *primo round* da parte dell'imprenditore, v. Capitolo I), i creditori assumono un ruolo di maggior rilievo con riferimento all'emersione e gestione della crisi dell'impresa, con un conseguente e rilevante affievolimento del

¹⁵¹ Sul punto si rimanda a D. KAHNEMAN - J. KNETSCH - R. THALER, *Anomalie: effetto dotazione, avversione alle perdite e distorsione da status quo*, cit., p. 139; T. BAKER - P. SIEGELMAN, *Behavioral Economics and insurance law, the importance of equilibrium analysis*, in *The Oxford Handbook of Behavioral Economics and the Law*, E. Zamir, D. Teichman (a cura di), Oxford, Oxford University Press, p. 500; ma anche; U. SCHMIDT - H. ZANK, *What is Loss Aversion?*, in *Journal of Risk and Uncertainty*, 2005, p. 157 ss.

¹⁵² Cfr. G. MEO, *La difficile via normativa al risanamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, p. 611 e ss., il quale rileva che la gestione della crisi che aspiri al risanamento, da intendersi come «accompagnamento dell'impresa verso il ritorno all'ordinata gestione», richiede la tutela di tutti gli interessi coinvolti; L. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1041 e ss., il quale evidenzia che la giustificazione teorica delle procedure di insolvenza risiede nel trasferimento del «controllo dell'impresa ai creditori quando essi siano divenuti residual claimants, e nel creare un'organizzazione perché i creditori possano effettivamente esercitare il controllo», tanto nell'ottica di una liquidazione del patrimonio quanto di una ristrutturazione finanziaria.

marginale di discrezionalità dell'imprenditore a favore degli altri *stakeholders* dell'impresa.

Lo schema di fondo che sottostà all'intero impianto normativo del diritto della crisi è, come noto, figlio di una sistematizzazione del comportamento degli agenti economici che risale al modello economico neoclassico¹⁵³.

Una delle caratteristiche principali del diritto della crisi è il fatto che, in modo diretto o indiretto, è attuato un trasferimento di risorse tra gli attori economici coinvolti, sia che ciò avvenga all'interno di uno strumento che assicuri la continuità aziendale dell'impresa sia che ciò avvenga, invece, nell'ambito di una procedura di liquidazione¹⁵⁴. Il teorema di Coase a tal riguardo afferma, in estrema sintesi, che - in assenza di costi di transazione - l'allocatione iniziale di un bene non influirà sulla sua attribuzione finale all'esito di una contrattazione¹⁵⁵.

La validità di tale teorema, in particolare in tutte le situazioni in cui il valore del bene oggetto della contrattazione non è chiaramente etero-determinato, è stata seriamente posta in discussione dalla scoperta dell'*endowment effect* che, al contrario, postula l'influenza dell'attribuzione iniziale di un bene nelle scelte compiute da parte dall'agente economico, anche in assenza di costi di transazione¹⁵⁶.

Si è già visto che le procedure concorsuali hanno la propria ragion d'essere proprio nel trasferimento e riallocazione di risorse, a seguito di una negoziazione

¹⁵³ Si veda S. BRUNO, *Efficienza e modelli di amministrazione e controllo*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 1021 ss. Come già anticipato in precedenza, la teoria del c.d. *creditors' bargain*, che espressamente richiama ed eccheggia una soluzione ideale della crisi, una soluzione che sarebbe raggiunta da debitore e creditore in uno stato del mondo con a disposizione illimitate risorse negoziali (e tempo), è una testimonianza evidente di tale approccio, si veda D.G. BAIRD - A. CASEY - R.C. PICKER, *The Bankruptcy Partition*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2018, p. 1675 ss.

¹⁵⁴ Cfr. M. FABIANI, *La nomenclatura delle procedure concorsuali e le operazioni di ristrutturazione*, in *Fallimento*, 2018, p. 289, il quale rileva che, nonostante eventuali profili coattivi nella tutela dei diritti dei creditori possano risultare, quantomeno parzialmente, edulcorati dalla formazione di un accordo fra creditori e debitore, «resta il fatto decisivo che questa partizione del diritto è indirizzata all'attuazione della garanzia patrimoniale emblematicamente sintetizzata nell'art. 2740 c.c.». Si veda altresì A. JORIO, *Le crisi d'impresa. Il fallimento*, in *Tratt. dir. priv.*, G. Iudica e P. Zatti (a cura di), Milano, 2000, p. 94.

¹⁵⁵ Cfr. R.H. COASE, *The Problem of Social Cost.*, in *J. Law & Econ.*, 1960, p. 1 ss. Per un efficace illustrazione e analisi del teorema in questione si rimanda a G. CHIRICHIELLO, *Esternalità ed il teorema di Coase: un teorema, nessun teorema, o molti teoremi? Una introduzione critica*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 673 ss.

¹⁵⁶ Con riferimento alle conseguenze che la scoperta dell'*endowment effect* ha prodotto sulla validità del Teorema di Coase si rimanda, su tutti, a D. KAHNEMAN - J.L. KNETSCH - R.H. THALER, *Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem*, in *Journal of Political Economy*, 1990, p. 1325 ss.; ma anche S. JACQUES, *The Endowment Effect and the Coase Theorem*, in *American journal of agricultural economics*, 1992, p. 1316 ss.

tra il debitore e i suoi creditori, al fine di consentire il raggiungimento di un equilibrio economico-finanziario dell'impresa in crisi o, in alternativa, una liquidazione ordinata dei valori di quest'ultima¹⁵⁷.

È noto, altresì, che sono presenti elevati costi di transazione nell'ambito delle contrattazioni e interazioni che avvengono tra il debitore e i suoi creditori e che, pertanto, l'attribuzione iniziale degli *asset* (ovvero dell'impresa) al debitore, sia esso in forma societaria o individuale, influenzerà notevolmente l'allocazione finale di tali beni¹⁵⁸. Quel che, invece, risulta meno noto è che - anche qualora non vi fossero costi di transazione e, quindi, potesse realizzarsi la situazione ideale di assenza di costi ipotizzata da Coase - in presenza di una procedura concorsuale "perfetta", priva di costi di transazione (o con costi particolarmente ridotti), l'allocazione finale dei beni rimessi alla gestione del debitore sarebbe, in ogni caso, influenzata dalla loro attribuzione iniziale a quest'ultimo.

Come si avrà modo di evidenziare nei prossimi paragrafi, tale conclusione non è priva di conseguenze tanto dal punto di vista interpretativo, nell'ambito dell'analisi della condotta dell'imprenditore in uno stato di crisi, quanto dal punto di vista prescrittivo e normativo.

Invero, sulla base di quanto evidenziato dagli studi di economia comportamentale, il debitore nel momento in cui è chiamato - tanto dall'attivazione di misure di allerta interne alla propria gestione, quanto da stimoli esterni provenienti dagli stessi creditori - ad avviare un'interlocuzione con i creditori al fine di individuare una soluzione alla crisi d'impresa, presenterà un attaccamento

¹⁵⁷ La fase negoziale tra debitore e creditori, sia che questa si collochi in una fase antecedente all'apertura di una procedura concorsuale sia questa si collochi successivamente al deposito di una domanda di accesso a una procedura di ristrutturazione è di primaria importanza. Non occorre trascurare, infatti, che il concetto primo di crisi risiede proprio nel fatto di una rottura dell'equilibrio preesistente tra imprenditore e creditori, il quale può essere ristabilito solo per il tramite dell'individuazione di un accordo con questi o - in alcuni casi - una maggioranza qualificata di questi ultimi. Cfr. M. FABIANI, *La nomenclatura delle procedure concorsuali e le operazioni di ristrutturazione*, cit., p. 291, il quale evidenzia che «non c'è crisi o insolvenza in assenza di una rottura dell'equilibrio fra creditore e debitore». Per un'attenta analisi delle tecniche e modalità attuative delle operazioni di riorganizzazione si veda F. GUERRERA - M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 17 ss.

¹⁵⁸ Il tema dei costi relativi alle procedure concorsuali è stato in più occasioni affrontato a livello legislativo, al fine di consentirne una riduzione di questi ultimi e quindi garantire maggiori *chance* di successo a tentativi di ristrutturazione o, in ogni caso, assicurare un maggior soddisfacimento ai creditori a seguito di un'eventuale liquidazione del patrimonio. Si veda sul punto M. FABIANI, *La variabile dei costi nei procedimenti di regolazione della crisi*, in *Fallimento*, 2017, p. 1091 ss.; ma anche A. MAZZONI, *Procedure concorsuali e standards internazionali: norme e principi di fonte Uncitral e Banca Mondiale*, in *Giur. comm.*, 2018, p. 43 ss. in cui si evidenzia la presenza, all'interno della legge delega n. 155 del 2017, all'art. 2, comma 1, lett. l), di indicazioni in tema di misure per la riduzione dei costi delle procedure.

verso i beni e la gestione dell'impresa che deriva dal *bias* del c.d. effetto dotazione e, più in generale, dalla propria *loss aversion*¹⁵⁹.

Fermo quanto si rileverà nel prossimo paragrafo, occorre rilevare che la non neutralità dell'imprenditore, ovvero degli amministratori e dei soci nell'impresa societaria, rispetto alla sorte dei beni che saranno oggetto di negoziazione ed eventuale trasferimento - siano essi la partecipazione nella società, o il mantenimento della posizione all'interno di questa, laddove non coincidano - comporterà un importante sbilanciamento verso una strategia "conservatrice"¹⁶⁰ del debitore, a parità di costi di transazione.

Tale situazione, se trascurata nel momento in cui si interpreta la condotta degli agenti economici che operano nel contesto della crisi di impresa, così come nella strutturazione degli incentivi a questi rivolti (come si avrà modo di analizzare nel terzo capitolo), rischia di rendere un enigma la condotta dell'imprenditore che, sotto numerosi aspetti, si pone in contrasto con le aspettative della teoria dell'utilità attesa e, più in generale, del modello neoclassico.

Ciò posto, occorre domandarci quali sono le conseguenze che l'*endowment effect* produce sul processo decisionale del debitore nel momento in cui è chiamato a compiere una scelta con riferimento alla gestione delle proprie difficoltà? E, soprattutto, l'emersione tempestiva della crisi ne risulta inficiata?

2.3. *Gli effetti dell'endowment effect sul processo decisionale del debitore e sull'emersione della crisi*

L'*endowment effect*, si è detto, comporta una supervalutazione del bene attribuito a un soggetto e, in ultima analisi, è strettamente collegato alla c.d. *loss aversion* e allo *status quo bias* che, come è noto, comporta una particolare preferenza dell'agente economico per il mantenimento della situazione presente, a

¹⁵⁹ Invero, il debitore e il proprio *management* si trovano, nel momento in cui sono chiamati a prendere decisioni che riguardano la gestione della crisi e la necessaria riallocazione e distribuzione di risorse - anche per il tramite di una negoziazione con i creditori - in una situazione simile a quella in cui è stato osservato il *bias* in questione. Si veda per una riflessione approfondita sugli effetti e le interazioni tra diverse configurazioni delle pretese in sede fallimentare e le dinamiche tra i principali attori in tale sede A. CASEY, *Bankruptcy's Endowment Effect*, in *Emory Bankruptcy Developments Law Journal*, 2016, p. 141 ss.

¹⁶⁰ Con tale espressione si intende richiamare tutte quelle condotte che vedono una sostanziale continuità con il passato nella gestione dell'impresa. Il profilo d'azione in questione si sostanzia, in generale, nella prosecuzione ordinaria dell'attività senza il ricorso a uno strumento di regolazione della crisi.

discapito di mutamenti del proprio stato, anche qualora questi siano necessari e urgenti¹⁶¹.

Si è anticipato che l'imprenditore è chiamato - con crescente intensità a seconda dello stadio di crisi in cui si trova l'impresa - a prendere in considerazione e a condurre una trattativa con i propri creditori, al fine di risolvere lo stato di crisi (o insolvenza) in cui si trova¹⁶². Fatta salva la situazione in cui l'impresa sia già in una situazione di conclamata insolvenza e i creditori di quest'ultima abbiano già attivato strumenti per il recupero concorsuale del proprio credito, l'imprenditore può, alternativamente, decidere di: (i) affrontare le difficoltà dell'impresa, ovvero (ii) proseguire con la gestione ordinaria della propria attività, mantenendo (virtualmente) inalterata la propria situazione.

Nel corso del primo capitolo è già stato dato atto della presenza di una serie di norme che prevedono poteri e obblighi a carico degli amministratori nella fase di crisi e pre-crisi dell'impresa, nonché incentivi e disincentivi perché questa venga emersa tempestivamente¹⁶³.

È stato altresì evidenziato nel precedente capitolo che, fatta eccezione per la c.d. regola ricapitalizza o liquida, che si attiva esclusivamente in presenza di perdite che superino una determinata soglia e a differenza della condotta collettiva dei creditori nel corso del *secondo round*, in generale, la condotta del debitore - *prima* che sia attivata una procedura concorsuale - non è soggetta a (i) a un'eterodirezione

¹⁶¹ Si veda K.M. MARZILLI ERICSON - A. FUSTER, *The Endowment Effect*, in *Annual Review of Economics*, 2014, p. 559, in cui si rileva che «other contemporaneous work also informed and broadened the endowment effect. For instance [...] that status quo bias - a tendency to stick with the current state of affairs - is present in a variety of decision-making environments. Some of those contexts touch directly on the endowment effect and have a natural loss-aversion explanation, whereas others are more naturally interpreted through other theories».

¹⁶² Sul punto D. SEGA, *Allerta e prevenzione: nuovi paradigmi della crisi di impresa*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, p. 1103, la quale richiama il tema dell'adeguatezza degli assetti organizzativi interni all'impresa al fine di consentire un efficace monitoraggio da parte del management sullo stato di salute dell'attività e, conseguente, mettere in condizione quest'ultimo di attivare uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi. Sul punto si rimanda anche a P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, 2020, p. 829 ss.; V. DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. soc.*, 2017, p. 311 ss.

¹⁶³ Cfr. L. STANGHELLINI, *Directors' Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A reassessment of the "Recapitalize or Liquidate" Rule*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da Benazzo, Cera e Patriarca, Torino, 2011, p. 734 e ss.; R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 304 ss.; F. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 1027 ss.

che imponga (o vieti) una determinata condotta o, comunque, (ii) a controlli e, in ipotesi, autorizzazioni da parte di un soggetto terzo¹⁶⁴.

La condotta del debitore rispecchierà, quindi, in modo fedele, l'esito del processo decisionale del debitore e del suo *management*, una volta emersi i segnali di crisi dell'impresa.

Come anticipato, l'esito di tale processo decisionale è, prevedibilmente e sistematicamente, indirizzato verso il mantenimento dello *status quo* che, nella fase iniziale di emersione delle difficoltà dell'impresa, così come nella fase di pre-crisi e crisi (ancora non manifestatasi all'esterno), è rappresentato dalla prosecuzione dell'attività ordinaria d'impresa, senza soluzioni di continuità rispetto al passato¹⁶⁵.

Invero, nel periodo che va dall'insorgere delle prime difficoltà dell'impresa sino al manifestarsi della crisi, il contesto fattuale in cui l'imprenditore si trova ad agire è caratterizzato dalla (quasi) assenza di ostacoli che impongano un cambio di strategia nella gestione della propria attività: il mantenimento della situazione che ha caratterizzato la vita dell'impresa fino al momento presente è, nella prospettiva dell'imprenditore, un esito in linea con la gestione del passato e favorita dall'influenza dello *status quo bias*.

L'imprenditore, così facendo, continuerà a disporre - fintanto che non si apre il *secondo round* - degli *asset* e dei poteri gestionali di cui era dotato in

¹⁶⁴ Invero, a seguito dell'apertura di una procedura concorsuale, i creditori - in ragione del divieto di azioni esecutive e cautelari nei confronti del debitore che ha presentato domanda di concordato preventivo o di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti vedono la propria condotta vincolata e soggetta alle regole della procedura concorsuale avviata. Sempre a titolo esemplificativo, lo stesso può dirsi con riferimento al regime dei finanziamenti concessi ai sensi dell'art. 101 CCI, il quale ne riconosce la prededucibilità a condizione che siano rispettate le regole sottese alla loro erogazione. Si veda sul tema G. LO CASCIO, *La prededuzione nelle procedure concorsuali: vecchi e nuovi profili normativi ed interpretativi*, in *Fallimento*, 2015, p. 5 ss.

Sempre a seguito dell'apertura di una procedura concorsuale si assiste, questa volta dal lato del debitore, a una (quantomeno) parziale cessione di potere gestorio da parte dell'imprenditore a favore di un regime autorizzativo da parte dell'autorità giudiziaria, al fine di assicurare che tale residuo potere «si declini in coerenza con il piano alla base della proposta di concordato o di accordo di ristrutturazione»: cfr. P. BENAZZO, *Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 272.

¹⁶⁵ L'imprenditore, infatti, a causa dello *status quo bias* vede riflesso, nella prosecuzione ordinaria dell'attività di impresa, un terreno che ben conosce e che ritiene di poter gestire, a differenza dell'insieme di iniziative, norme e procedure che dovrebbe affrontare nell'ipotesi di un ricorso a una procedura di ristrutturazione, qualora ancora perseguibile. La situazione appena descritta caratterizza, come più volte rilevato, il contesto in cui si inserisce la crisi di impresa - soprattutto nelle PMI - ed amplifica l'effetto della *cognitive illusion* in commento, con un conseguente e prevedibile ritardo nell'emersione della crisi.

precedenza, in ragione della sua ritrosia ad adottare le misure contemplate dal diritto della crisi¹⁶⁶.

Tali misure, infatti, richiedono che il *management* del debitore si attivi tempestivamente, in presenza di segnali che indichino una situazione di rischio per il mantenimento del *going concern*, al fine di preservare il valore dell'impresa¹⁶⁷.

L'attivazione del debitore richiesta dalla legge implica, tuttavia, di abbandonare il terreno sicuro in cui l'imprenditore è abituato ad operare, a favore di un confronto con le proprie difficoltà e, in molti casi, con i propri creditori.

Orbene, le risultanze degli studi *behavioristi* con particolare riguardo allo *status quo bias* forniscono una possibile spiegazione sul perché si verifichi, in numerose occasioni, un ritardo nell'emersione della crisi d'impresa: l'imprenditore è, sistematicamente e prevedibilmente, soggetto a un *bias* che ne riduce la capacità di reazione a fronte di segnali che imporrebbero di tenere una diversa condotta: tale fenomeno, come sarà ampiamente analizzato nel prossimo capitolo, può essere efficacemente affrontato per il tramite dell'utilizzo di sistemi di allerta appositamente calibrati per eliminare o, comunque, ridurre fortemente l'influenza dei *bias* analizzati.

2.4. La loss aversion e la condotta del debitore nell'ambito della crisi di impresa

Come già evidenziato in precedenza, tra i *bias* che assumono primaria rilevanza nell'ambito della crisi di impresa figura anche la c.d. *loss aversion*¹⁶⁸.

¹⁶⁶ Ritrosia ampiamente rilevata e osservata da attenta dottrina, G. MEO, *La difficile via normativa al risanamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, p. 611 e ss.; L. PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, in *Società*, 2014, p. 83 ss. e, ivi, p. 87 ove si rileva che «i soci in caso d'insolvenza perdono il diritto ad essere soddisfatti prima dell'integrale pagamento dei creditori sociali (salvo la rinuncia di questi ultimi a parte dei loro crediti), non è dubbio che essi possano essere restii a rinunciare al controllo della società, quando siano titolari della maggioranza della partecipazione sociale o siano in grado altrimenti di condizionare la nomina degli amministratori»; ma anche E. BRODI, *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente «sistema di allerta e composizione»*, in *Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza*, 2018, p. 10 ss.

¹⁶⁷ Si veda A. ROSSI, *Il presupposto oggettivo, tra crisi dell'imprenditore e risanamento dell'impresa*, in *Fallimento*, 2021, p. 1501 ss. e, ivi, p. 1505, dove si rileva che l'obiettivo della continuità aziendale, che alla fine corrisponde al «risanamento dell'impresa [...] può essere perseguito in via diretta, tramite la prosecuzione dell'attività d'impresa da parte del medesimo soggetto imprenditore, ovvero in via indiretta, tramite la cessione (o il conferimento) dell'azienda».

¹⁶⁸ Con riferimento a tale bias si veda su tutti A. TVERSKY, D. KAHNEMAN, *Loss Aversion in Riskless Choice*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1991, p. 1039 ss.; P.R. BLAVATSKYY, *Loss aversion*, in *Economic Theory*, 2011, p. 127 ss.; C. CAMERER, *Three Cheers--Psychological, Theoretical, Empirical--For Loss Aversion*, in *Journal of Marketing Research*, 2005, p. 129 ss.

La *cognitive illusion* dell'avversione alle perdite, come è noto, comporta che la funzione di utilità di un agente economico sia più ripida nel campo delle perdite rispetto al campo dei guadagni, con la conseguenza che quest'ultimo attribuirà maggior rilievo a cambiamenti che comportino una perdita rispetto a un guadagno equivalente¹⁶⁹.

Il fenomeno sopra descritto induce, in modo sistematico, il soggetto chiamato a compiere una scelta che comporti un sacrificio a privilegiare una situazione di inerzia, con la conseguenza dunque di una forte propensione a privilegiare lo *status quo*¹⁷⁰: ciò anche quando il cambiamento risulterebbe nell'interesse dell'imprenditore¹⁷¹.

Il diritto della crisi e gli strumenti da esso previsti richiedono importanti e numerosi cambiamenti nella sfera giuridica e patrimoniale degli attori coinvolti: in ragione di quanto sopra, la *cognitive illusion* in esame assume un ruolo di primo piano nell'ambito del diritto societario della crisi, influenzando sotto molteplici e cruciali aspetti il processo decisionale dei relativi *decision-maker*, primo tra tutti l'imprenditore.

Quest'ultimo, invero, all'insorgere di difficoltà che imporrebbero l'adozione di correttivi al fine di evitare il peggioramento della situazione dell'impresa, nonché di risolvere quelle che sono le criticità che hanno condotto alla situazione di crisi, è spesso chiamato a sopportare un sacrificio.

Il sacrificio in questione è, nella fase iniziale, rappresentato, generalmente, dal costo dei professionisti a cui - in prima battuta - è richiesto di analizzare e valutare la situazione in cui si trova l'impresa¹⁷². Tali costi sono, come è noto, non

¹⁶⁹ Si veda U. SCHMIDT - H. ZANK, *What is Loss Aversion?*, in *Journal of Risk and Uncertainty*, 2005, pp. 157-167.

¹⁷⁰ Cfr. A. TVERSKY - D. KAHNEMAN, *Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model*, 106 Q.J. Econ. 1991, p. 1039 ss.; E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 61 ss.; W. SAMUELSON - R. ZECKHAUSER, *Status Quo Bias in Decision Making*, in *J. Risk & Uncertainty*, 1988, 47; E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, Londra, 2017, p. 76 ss.; sempre su tale tema si veda R.H. THALER, C.R. SUNSTEIN, *Nudge. Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness*, cit., p. 43

¹⁷¹ Si veda con riferimento alle anomalie e all'incoerenza delle scelte compiute nell'ambito dei mercati finanziari da parte dei soggetti investitori N. LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail: Le indicazioni di policy della Finanza comportamentale*, in *Quaderno di Finanza n. 66*, Consob, 2010, p. 4 ss.

¹⁷² Il tema dell'elevato costo dei professionisti coinvolti nell'ambito delle procedure concorsuali è noto e ampiamente oggetto di discussione, in particolare negli ultimi anni G. VERNA, *Brevi note sulla prevedibilità dei crediti per compensi professionali sorti in funzione di una procedura concorsuale*, in *Dir. fall.*, 2016, p. 1526 ss.

trascurabili e si inseriscono in un contesto in cui, spesso, è già presente un problema di liquidità dell'impresa¹⁷³.

In seguito, l'imprenditore dovrà formulare una proposta, rivolta ai propri creditori e generalmente contenuta in un piano di ristrutturazione, in cui sarà delineato il percorso e le misure necessarie al fine di superare lo stato di crisi: le misure ivi contenute prevedono, sempre in linea generale, interventi e sacrifici che ricadranno, nella proporzione che risulterà dalle trattative con i creditori, non solo su questi ultimi ma ovviamente anche sul debitore¹⁷⁴.

Ebbene, in tale situazione, all'imprenditore si prospetta la seguente scelta: sostenere un costo certo nell'immediato e conseguire, successivamente, un guadagno di entità (almeno per l'imprenditore) incerta, oppure trascurare i segnali della crisi ed evitare tale costo. Ancora una volta un'analisi economica del diritto condotta tenendo presenti quelle che sono le risultanze degli studi economici più recenti in materia behaviorista consente, al giurista che ne fa uso, di comprendere e fornire una spiegazione di una possibile causa della condotta del debitore.

Tale condotta sarà, anche in questo caso, ispirata ad una procrastinazione nell'affrontare la crisi d'impresa, in quanto l'avversione alle perdite, rappresentate tanto dai costi immediati dei professionisti, quanto da quelle di breve-medio termine relative al (rischio) di perdita di controllo dell'impresa, influirà sensibilmente sul processo di *decision-making* dell'imprenditore chiamato a compiere la scelta sopra descritta.

¹⁷³ Cfr. M. MIOLA, *Profili del finanziamento dell'impresa in crisi tra finalità di risanamento e doveri gestori*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, p. 1079 ss. e, ivi, p. 1083 ove si evidenzia la stretta correlazione tra emersione della crisi ed eventi a ciò collegati quali il «crollo della redditività ed alla crisi di liquidità che siano indotti da una repentina restrizione nell'erogazione del credito»; ma anche N. ROCCO DI TORREPADULA, *La crisi dell'imprenditore*, in *Giur. comm.*, 2009, p. 216 ss.

¹⁷⁴ Cfr. L. PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, cit., p. 90 ss., in cui si evidenzia la perdita o comunque il sostanziale affievolimento da parte dell'imprenditore, nel contesto di una procedura concorsuale, dei poteri di gestione e controllo, nonché di una riduzione (o azzeramento) della partecipazione nella società ristrutturanda; G. FERRI JR., *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 477 e, ivi, p. 485. Sul tema della disciplina e gli effetti degli strumenti stragiudiziali di composizione della crisi nel Codice della crisi si rimanda ad A. ZORZI, *Piani di risanamento e accordi di ristrutturazione nel codice della crisi*, in *Fallimento*, 2019, p. 993 ss.; con riferimento all'incentivazione l'utilizzo degli strumenti alternativi al concordato preventivo si veda C. TRENTINI, *Accordi di ristrutturazione e piano attestato, le soluzioni alternative al declino del concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2016, p. 1095 ss.

2.5. *Il debitore e la tendenza, sistematica e prevedibile, a mantenere la situazione inalterata*

L'insieme delle influenze esaminate nei precedenti paragrafi indurrà, sistematicamente, il debitore a rispondere in ritardo ai segnali di crisi e, in alcuni casi, a non reagire proprio alla situazione di crisi¹⁷⁵.

Come già evidenziato nel primo capitolo, tale condotta comporta - in linea generale - un ridimensionamento della "torta" a disposizione tanto del debitore, quanto dei suoi creditori¹⁷⁶.

Dal lato del debitore, infatti, la ritardata od omessa gestione della crisi conduce, nella quasi totalità dei casi, a un aggravamento di quest'ultima con una conseguente, rilevante (i) diminuzione dei valori aziendali che - *medio tempore* - vede messi a rischio i propri *asset* fondamentali (ii) riduzione dei margini di manovra dell'imprenditore nelle trattative con i creditori, anche a causa della diminuzione delle riserve liquide dell'impresa¹⁷⁷.

¹⁷⁵ Oltre a quanto appena evidenziato in relazione all'influenza della *loss aversion*, deve altresì rilevarsi la tendenza da parte dell'agente economico ad "ancorare" il proprio processo decisionale a un elemento iniziale considerato rilevante e che, successivamente, influenza la decisione dell'individuo, inducendo quest'ultimo a conservare lo *status quo*. Tale fenomeno di "ancoraggio" conduce, dunque, l'individuo a trascurare i nuovi input e informazioni e, in ultima analisi, produce un ostacolo al cambiamento. Il fenomeno in questione è riconducibile nel solco dell'euristica c.d. della similarità, in ragione della quale è stata osservata una propensione da parte degli individui a «valutare le situazioni esclusivamente in base a condizioni pregresse già verificatesi attraverso un utilizzo errato del pregiudizio». Così F. VELLA, *Arbitri e giudici che decidono*, in *Giur. comm.*, 2018, II, p. 317-318.

¹⁷⁶ Invero l'emersione tempestiva della crisi consente di aumentare sensibilmente le probabilità di successo di un intervento volto a risanare l'impresa, salvaguardando la continuità aziendale e i valori economici ad essa collegati V. DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, cit., p. 314.; A. GUIOTTO, *I sistemi di allerta e l'emersione tempestiva della crisi*, in *Fallimento*, 2019, p. 409 ss. Per un inquadramento del tema a livello europeo si veda L. STANGHELLINI, *La proposta di Direttiva UE in materia di insolvenza*, in *Fallimento*, 2017, p. 873 ss.; N. SOLDATI, *La Direttiva (UE) 2019/1023 e l'evoluzione delle procedure concorsuali nell'ottica della continuità aziendale e dell'emersione tempestiva della crisi d'impresa*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2020, p. 217 ss.

¹⁷⁷ Il deterioramento della situazione economico-finanziaria dell'impresa in crisi comporta una drastica diminuzione della capacità di reazione dell'imprenditore, che vede ridursi in modo esponenziale sia il tempo a disposizione per il raggiungimento di un accordo con i propri creditori, nonché del potere negoziale a sua disposizione. Difatti, con l'aggravarsi della propria situazione debitoria e una (spesso) corrispondente diminuzione delle disponibilità liquide, le alternative concretamente percorribili per una ristrutturazione della società si assottigliano notevolmente. Sul punto si veda A. PALETTA, *Tempestiva emersione dello stato di crisi e qualità dei piani di concordato: prime evidenze empiriche*, in *Fallimento*, 2013, p. 1037 ss. e, ivi, p. 1038 ove evidenzia che «la tempestiva emersione della crisi e la sua gestione all'interno di un ambiente istituzionale protetto, può fare la differenza sul piano delle concrete possibilità di offrire ai creditori sociali proposte soddisfattive normalmente migliori rispetto a quelle realizzabili in uno stadio avanzato di decadimento economico finanziario e di erosione del patrimonio netto aziendale» ma anche A. GUIOTTO, *I sistemi di allerta e l'emersione tempestiva della crisi*, cit., p. 409, ove si rileva che la previsione di strumenti volti ad agevolare l'emersione tempestiva della crisi si basa sul «presupposto

Dal lato dei creditori, ugualmente, si assisterà a una drastica riduzione del valore eventualmente distribuibile nell'ambito di una successiva procedura, in cui il *going concern* sarà molto più difficile da preservare, con un aggravio del sacrificio che i creditori stessi saranno costretti sopportare.

La condotta del debitore risultante anche dall'insieme dei *bias* dello *status quo*, così come della *loss aversion* è, dunque, causa di una forte inefficienza nella gestione della crisi d'impresa e, in ultima analisi, ne amplifica le conseguenze negative.

Come anticipato, nel terzo capitolo, si analizzerà gli strumenti a disposizione del legislatore per contenere gli effetti dei *bias* sopra analizzati, ricorrendo, nel caso della *loss aversion*, a una tecnica normativa che faccia leva proprio sull'avversione alle perdite dell'imprenditore e quindi, mediante un ribaltamento della prospettiva delle perdite a cui andrà in contro quest'ultimo in assenza di una risposta tempestiva, ne razionalizzi la condotta¹⁷⁸.

L'attuale panorama legislativo in cui si inserisce la crisi d'impresa e il processo decisionale del debitore sembra trascurare le dinamiche sopra evidenziate, depotenziando così l'efficacia degli strumenti di ristrutturazione messi a disposizione dell'impresa in crisi.

Proprio per tale motivo, si impone una riflessione e un ripensamento sull'esistente sistema di incentivi e disincentivi nell'ambito del diritto societario della crisi, così da aumentare le *chance* di sopravvivenza dell'impresa in crisi e, al contempo, assicurare al ceto creditorio una maggiore soddisfazione delle proprie pretese.

3. L'*overconfidence bias* e la crisi d'impresa, un'analisi di *behavioral law & economics*

che le possibilità di salvaguardare i valori di un'impresa in difficoltà siano direttamente proporzionali alla tempestività dell'intervento risanatore».

¹⁷⁸ Il riconoscimento dell'esistenza, sistematica e prevedibile, delle influenze descritte in questa sede sembra richiedere, necessariamente, un ripensamento di quelle che sono le impostazioni dell'attuale sistema di incentivazione al ricorso di procedure di ristrutturazione, ideate e calibrate sulla base di assunzioni e di modelli economici in larga parte superati. Si veda, E. BRODI, *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente «sistema di allerta e composizione»*, cit., p. 20 ove, dopo aver rilevato l'ampia presenza di errori cognitivi che inficiano la capacità di giudizio dell'imprenditore, rinvia nella Direttiva 1023/2019 un principio di risposta a tale situazione laddove “*formalizza un dovere in capo ai dirigenti dell'impresa di tenere debitamente conto degli interessi dei creditori e delle altre parti interessate, qualora sussista una probabilità di insolvenza*”.

3.1. *L'overconfidence bias: la distorsione da eccesso di fiducia e il suo impatto sul processo decisionale dell'attore economico*

L'*overconfidence bias*, anche noto come *bias* da “eccesso di fiducia”, è una *cognitive illusion* che comporta una tendenza, da parte degli individui, a dare una valutazione priva di aderenza con la realtà delle proprie capacità, del proprio intelletto e delle proprie risorse: si tratta, in breve, della convinzione, prevedibile e sistematica, di essere migliori di quanto siamo in realtà¹⁷⁹.

In altri termini, le persone sono sistematicamente e irragionevolmente ottimiste riguardo alla propria capacità di affrontare i problemi che si pongono davanti a loro, così come lo sono nella valutazione delle probabilità di essere esposte a eventi negativi rispetto ad altri individui che si trovino nella loro stessa situazione (c.d. *optimism bias*)¹⁸⁰.

A tal riguardo merita evidenziare che anche agenti economici esperti nei propri campi di specializzazione, ivi compresi gli amministratori di società, manifestano le proprie convinzioni (e si comportano di conseguenza) con un grado di certezza che risulta successivamente, in modo sistematico e prevedibile, superiore a quanto razionalmente possibile¹⁸¹.

Oltre a ciò, occorre altresì rilevare che gli effetti dell'*overconfidence bias* aumentano sensibilmente con l'aumentare della complessità della valutazione da compiersi da parte del soggetto: come si vedrà più avanti, tale circostanza assume un rilievo notevole nel contesto della crisi d'impresa¹⁸².

¹⁷⁹ Cfr. A.E. BERNARDO - I. WELCH, *On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurs*, in *Journal of Economics & Management Strategy*, 2001, p. 301 ss.; U. MALMENDIER - T. TAYLOR, *On the Verges of Overconfidence*, in *The Journal of Economic Perspectives*, 2015, p. 3 ss.

¹⁸⁰ Il *bias* in questione è stato ampiamente analizzato anche con riferimento al processo decisionale e alla condotta degli amministratori, laddove è emersa una sistematica e prevedibile irrazionalità rispetto alle scelte compiute nella gestione della società e, più in generale, nella valutazione e gestione del rischio. Si veda J.B. HEATON, *Managerial Optimism and Corporate Finance*, in *Financial Management*, 2002, p. 33, ove si evidenzia che «managers are "optimistic" when they systematically overestimate the probability of good firm performance and underestimate the probability of bad firm performance»; R. THALER - C.S. SUNSTEIN, *La spinta gentile*, cit. p. 40.

¹⁸¹ Numerosi studi confermano che la *cognitive illusion* in commento è presente e produce i propri effetti anche nell'ambito delle dinamiche proprie della *corporate governance* e del processo decisionale degli amministratori di società. Si veda M.H. BAZERMAN - D.A. MOORE, *Judgment in Managerial Decision Making*, 8ª ed., John Wiley & Sons, 2013.; E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, Londra, 2017, p. 138 ss.; ma anche S.P. FERRIS - N. JAYARAMAN - S. SABHERWAL, *CEO Overconfidence and International Merger and Acquisition Activity*, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2013, p. 137 ss.

¹⁸² Si veda con specifico riferimento all'analisi di dinamica in relazione alla condotta dell'imprenditore I.S. SALAMOURIS, *How overconfidence influences entrepreneurship*, in *Journal of*

Quali sono le maggiori conseguenze che tale *bias* produce sul processo decisionale dell'imprenditore in crisi? E soprattutto, quali sono i cambiamenti che la presenza dell'*overconfidence bias* impone sull'analisi economica del diritto in tale ambito?

3.2. *L'aumento della complessità della valutazione e maggiore incidenza dell'overconfidence bias: crisi quale scenario complesso e imprenditore eccessivamente "fiducioso"*

Come già anticipato, la valutazione della situazione dell'impresa, nonché la scelta avente ad oggetto le misure da adottare nell'ambito della crisi di impresa sono estremamente complesse¹⁸³.

La complessità del quadro normativo di riferimento, l'interdisciplinarietà delle competenze richieste per affrontare e gestire la crisi d'impresa, così come le numerose difficoltà nel recuperare dati completi e attendibili sulla situazione dell'impresa e il suo andamento contribuiscono a rendere lo scenario della crisi d'impresa particolarmente complesso.

Tale situazione, ossia la complessità dello scenario in cui si inserisce il processo di *decision-making* dell'attore economico, come dimostrato da molteplici studi, acuisce sensibilmente gli effetti dell'*overconfidence bias* e amplifica, quindi, lo scostamento tra la condotta ideale teorizzata dal modello economico neoclassico e quanto osservato nella realtà.

L'imprenditore, nell'ambito della pianificazione della propria attività e, in particolare, in presenza di segnali di difficoltà o vera e propria crisi dell'impresa può, come più volte rilevato, adottare misure volte ad affrontare e gestire la crisi (con una soluzione di continuità rispetto al passato), ovvero proseguire con la "normale" gestione dell'impresa.

Innovation and Entrepreneurship, 2013, p. 4, ove si evidenzia che «the more difficult the task, the greater the chance of overconfidence to kick in and increase».

¹⁸³ Come evidenziato in precedenza, il contesto economico-giuridico in cui si inserisce la crisi di impresa è caratterizzato da una notevole complessità e incertezza, che inevitabilmente incide sulla capacità dell'imprenditore di avere piena consapevolezza della situazione in cui versa l'impresa e, come osservato in precedenza, acuisce gli effetti di numerose *cognitive illusions*. Si veda con riferimento alla complessità che contraddistingue il diritto fallimentare P. MONTALENTI, *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 820 ss. Si veda invece con riferimento all'acuirsi dei fenomeni in esame con l'aumentare della complessità degli scenari di riferimento E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 138 ss.

Ebbene, la prosecuzione dell'attività d'impresa senza che vi sia l'adozione da parte dell'imprenditore di misure idonee a fronteggiare le proprie difficoltà, ovvero senza accedere a uno strumento di risoluzione della crisi, qualora ne ricorrano i presupposti, può essere spiegata anche in ragione di una sopravvalutazione, dovuta all'*overconfidence bias*, da parte dell'imprenditore delle proprie capacità di gestire eventi avversi¹⁸⁴.

Occorre infatti rilevare che, in stretta connessione con l'*overconfidence bias*, è stato osservato il fenomeno noto come *illusion of control*, che può essere riassunto come la tendenza, sistematica e prevedibile, degli individui a ritenere di avere il controllo di una situazione quando, nella realtà, il controllo è in parte o del tutto assente¹⁸⁵; tale fenomeno si verifica, principalmente, in ragione di una sopravvalutazione da parte dell'individuo della propria abilità di controllare e gestire eventi negativi¹⁸⁶.

Merita altresì evidenziare che dall'inaccurata valutazione del rischio deriva, inevitabilmente, l'incapacità di gestirlo adeguatamente, con conseguenze negative sia, da un lato, in termini di adozione di adeguate misure preventive sia, dall'altro lato, di misure dirette ad affrontare la situazione avversa, una volta che si sia verificata¹⁸⁷. Tali limiti nella gestione del rischio si manifestano con estrema

¹⁸⁴ Invero è stata analizzata una sistematica sottostima, da parte degli amministratori di società, del rischio di essere sottoposti a eventi avversi e, più in generale, a un deterioramento dell'attività d'impresa, riflessa nelle strategie adottate da questi ultimi. Cfr. J.B. HEATON, *Managerial Optimism and Corporate Finance*, cit., p. 33 ss. e, ivi, p. 35 ove l'A. rileva che «managerial optimism causes systematically upward biased cash flow forecasts and causes managers to overvalue the firm's investment opportunities». Si veda sul tema della sottovalutazione del rischio e da parte degli amministratori e delle conseguenze che ciò produce sulle decisioni da questi adottate J.G. MARCH - Z. SHAPIRA, *Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking*, in *Management Science*, 1987, p. 1404 ss.; U. MALMENDIER - G. TATE, *CEO Overconfidence and Corporate Investment*, Harvard University Working Paper, 2001.

¹⁸⁵ Si è osservato in molteplici studi ed esperimenti che gli individui, in modo prevedibile e sistematico sono convinti di avere il controllo della situazione in cui sono inseriti anche quando ciò non trova riscontro nella realtà. E.J. LANGER, *The illusion of control*, in *Journal of Personality and Social Psychology*, 1975, p. 311 ss.

¹⁸⁶ L'illusione del controllo è stata ampiamente analizzata e rilevata nell'ambito di studi che hanno preso in considerazione la condotta degli amministratori di società e le motivazioni da questi fornite in relazione a determinate scelte imprenditoriali. Si veda G.R. SALANCIK - J.R. MEINDL, *Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control*, in *Administrative Science Quarterly*, 1984, p. 238 ss.

¹⁸⁷ A tal riguardo viene in rilievo anche la c.d. fallacia della disgiunzione (*disjunction fallacy*), ossia quella *cognitive illusion* che comporta in modo prevedibile e sistematico una sottostima della probabilità del verificarsi di un evento negativo, ciò in ragione della sottovalutazione delle probabilità del verificarsi di un evento negativo che colpisca almeno una delle fasi che compongono un procedimento/sistema complesso diviso in più fasi. Cfr. E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 122 ss. Tale ultimo fenomeno non deve essere sottovalutato in relazione ai potenziali effetti che possono prodursi nel momento in cui l'imprenditore in crisi è chiamato a elaborare un piano di ristrutturazione: quest'ultimo,

evidenza nel contesto di crisi e pre-crisi dell'impresa, il cui scenario, come rilevato nei precedenti paragrafi, è caratterizzato da notevole complessità e incertezza.

Nel solco dei rilievi sopra compiuti è possibile allora iniziare a gettare luce su una delle possibili (con)cause che portano alla prosecuzione ordinaria dell'attività di impresa in presenza di segnali che imporrebbero, al contrario, di adottare misure volte a fronteggiare le difficoltà emerse.

3.3. *Il debitore e la propria convinzione, irrazionale, di poter gestire la situazione di crisi: un eccesso di ottimismo da razionalità limitata?*

La sopravvalutazione delle proprie capacità da parte dell'imprenditore, unitamente alla sottovalutazione del rischio di eventi avversi nell'esercizio dell'attività di impresa da questi condotta, rappresenta un elemento fondamentale nella comprensione delle dinamiche che conducono al ritardo nella emersione della crisi di impresa.

Ciò in quanto, da un confronto tra, l'imprenditore "econe", perfettamente consapevole delle proprie capacità e l'imprenditore "umano", intrinsecamente limitato nelle proprie capacità di valutazione, emerge con chiarezza una delle principali cause dello scostamento tra la condotta desiderata dal legislatore e quella spesso effettivamente tenuta dall'imprenditore in crisi¹⁸⁸.

Le *cognitive illusions* qui esaminate non riguardano, come nel caso della *loss aversion* (esaminata *supra*) o dell'*hyperbolic* discounting, che sarà esaminata più avanti, un approccio irrazionale nella valutazione dei costi e dei benefici futuri

necessariamente suddiviso in più fasi e sottoposto a molteplici fattori di rischio nella sua attuazione ed esecuzione, si presta a una sottovalutazione del rischio di fallimento della ristrutturazione. Si veda sul tema dell'esecuzione di quanto previsto nel piano di concordato e sulle conseguenze di un eventuale inadempimento di quanto ivi previsto A. ROSSI, *L'esecuzione del concordato di risanamento, tra governance e conflitti*, in *Fallimento*, 2017, p. 1005 ss.

¹⁸⁸ La consapevolezza da parte del legislatore italiano ed europeo sulla necessità di consentire e incentivare l'emersione tempestiva della crisi dell'impresa è oramai ampiamente consolidata. Nell'ottica di perseguire tale risultato, si è quindi provveduto a - tanto a livello nazionale con il Codice della crisi e successivi correttivi, tanto a livello europeo con la Direttiva 1023/2019 - a richiedere la previsione e adozione di misure di allerta che segnalino all'imprenditore, per tempo, eventuali difficoltà. Come si avrà modo di rilevare ampiamente nel successivo capitolo, la previsione di "infrastrutture segnaletiche", per sofisticate e articolate, in assenza di una effettiva capacità dell'imprenditore di prendere consapevolezza delle proprie difficoltà e, soprattutto, della necessità di agire, rischia di essere, nella pratica, vanificata.

di una determinata condotta, bensì una falsa percezione della propria situazione attuale, nonché della propria capacità di gestire quest'ultima¹⁸⁹.

Orbene, tale erronea percezione del rischio e delle proprie capacità da parte dell'imprenditore può condurre quest'ultimo ad adottare strategie di (non) gestione delle difficoltà dell'impresa che, in ultima analisi, si pongono in contrasto con l'interesse proprio e del ceto creditorio¹⁹⁰.

La sovraesposizione al rischio e la mancata o errata gestione della crisi, quindi, trova una diversa e alternativa spiegazione rispetto alla classica ricostruzione che individua nel *moral hazard* dell'imprenditore e nel disallineamento del rischio da questi sopportato nella prosecuzione dell'attività di impresa, una volta erosa la propria partecipazione nella società, una condotta calcolata e opportunistica ai danni dei creditori, divenuti *de facto* unici finanziatori della società¹⁹¹.

¹⁸⁹ Deve infatti rilevarsi che tanto l'*overconfidence bias* quanto la c.d. *illusion of control*, influiscono in modo prevedibile e sistematico sulla capacità dell'imprenditore di compiere una valutazione precisa e ponderata della propria situazione, alterandone e inficiando la percezione delle difficoltà a cui si trova esposto. Cfr. I.S. SALAMOURIS, *How overconfidence influences entrepreneurship*, cit., p. 1 ss.; G.R. SALANCIK - J.R. MEINDL, *Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control*, cit., p. 238 ss.

¹⁹⁰ Una percezione distorta della situazione economico-finanziaria in cui si inserisce l'impresa, al pari di una sopravvalutazione da parte dell'imprenditore delle proprie capacità di controllo dei fattori esterni e interni con cui si trova a interagire produce, inevitabilmente, una discrasia tra la condotta idealizzata dal modello economico neoclassico, che incorpora la teoria della scelta razionale, e la condotta effettivamente tenuta dall'imprenditore "umano". Si veda anche con specifico riferimento alle scelte compiute dagli amministratori in relazione a diverse tipologie di investimento e alla massimizzazione dell'utilità nel lungo termine per l'impresa J.B. HEATON, *Managerial Optimism and Corporate Finance*, in *Financial Management*, 2002, p. 33 ss.

¹⁹¹ Si è anticipato e vi si tornerà sopra in dettaglio più avanti che, in base alla ricostruzione tradizionale delle cause che conducono al ritardo, da parte dell'imprenditore, nella denuncia della propria crisi gioca un ruolo fondamentale l'azzardo morale di questi che, tenuto oramai a ricapitalizzare o liquidare la società in base alle regole contenute agli artt. 2446 - 2447 c.c. (nelle s.r.l. 2482-bis e 2482-ter c.c.), prosegue senza soluzione di continuità l'attività di impresa, compiendo una "scommessa" a spese dei soli creditori. Si veda con riferimento all'attribuzione ai soci, in una situazione di crisi, di una propensione ad assumere rischi e adottare scelte ad elevato rischio, in considerazione dell'erosione del capitale di rischio investito nella società M. MIOLA, *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, 2011, p. 609, ove l'A. rileva che sullo sfondo della crisi d'impresa «aleggia il noto rischio di condotte opportunistiche perseguite dai soci, specie di controllo, per tramite degli amministratori, e volte ad estrarre vantaggi dal patrimonio della società a favore del proprio patrimonio personale: risultati, questi, cui si perviene sia sotto forma di un'accentuata corresponsione di dividendi - a sua volta supportata da valutazioni ottimistiche circa la consistenza del patrimonio sociale - sia attraverso le più svariate operazioni a contenuto patrimoniale in grado di produrre, anche indirettamente, il disinvestimento di capitale di rischio e la sostanziale traslazione del rischio di impresa in capo ai creditori sociali». S. BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, New York, 2002, p. 259 ss.; L.M. LOPUCKI, *A General Theory of the Dynamics of the State Remedies/Bankruptcy System*, in *Wis. L. Rev.*, 1982, p. 311 ss. Per un'analisi approfondita delle dinamiche, dei costi di agenzia e dei potenziali conflitti di interessi tra soci e amministratori all'interno della società nel contesto della crisi di impresa si veda F. DRESCHER, *Insolvency Timing*

Come è noto, l'azzardo morale implica l'assunzione di un rischio eccessivo a causa di un disallineamento tra il soggetto esposto ai costi o effetti negativi della scommessa e il beneficiario dell'eventuale esito positivo di quest'ultima¹⁹².

L'azzardo morale fa propria, con riferimento alle intenzioni di chi ha assunto il rischio, la presunzione di un preciso calcolo costi-benefici da parte di chi vi è esposto insieme alla volontà di trarne un vantaggio¹⁹³.

Proprio tale ultima assunzione potrebbe rivelarsi, con riferimento all'imprenditore in crisi, priva di fondamento alla luce dei rilievi di cui sopra che, come già evidenziato, delineano il profilo di un agente economico che, in numerose situazioni, in particolare quelle connotate da una complessità elevata, non è in grado di compiere una valutazione costi-benefici coerente e razionale¹⁹⁴.

Ecco allora che, come si vedrà più avanti in dettaglio, il fenomeno della prosecuzione dell'attività d'impresa una volta che sia eroso del tutto il capitale di

as an Agency Problem, in *Insolvency Timing and Managerial Decision-Making*, Springer Gabler, Wiesbaden, 2014, p. 10 ss.

Con riferimento, invece, alle conseguenze derivanti dalla rilevazione di perdite eccedenti il terzo e il minimo legale che, come già detto, impone ai soci di deliberare la ricapitalizzazione, lo scioglimento della società, ovvero la trasformazione in un tipo sociale inferiore si veda G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 605 ss. e, ivi, p. 610 ove si evidenzia che tali perdite determinano altresì «una limitazione all'operatività (più incisiva di quella derivante dall'accertamento di perdite non incidenti sul capitale minimo) degli amministratori i quali, una volta rilevate le perdite, sono tenuti - benché la legge non sia esplicita in tal senso - ad una gestione conservativa sino alla data dell'assemblea convocata ai sensi degli artt. 2447 e 2482-ter c.c.». Per un'analisi delle funzioni e del ruolo che le regole sopra richiamate sono chiamate a giocare nel nostro ordinamento si veda E. GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2013, p. 169 ss.

¹⁹² Sul punto si veda L. GHERARDI, *Dal moral hazard al rilancio della critica sociale transnazionale*, in *Studi di Sociologia*, 2013, p. 19 ss e, ivi, p. 20 ove si rileva che il concetto di moral hazard, nella sua definizione economica, implica «una presa di rischio passibile di essere ritenuto eccessivo - da cui "azzardo" - a fronte del disallineamento degli effetti del rischio stesso»; T. BAKER, *On the Genealogy of Moral Hazard*, in *Texas Law Review*, 1996, p. 237 ss.; V.M. PAULY, *The Economics of Moral Hazard*, in *American Economic Review*, 1968, p. 531 ss.

¹⁹³ La coscienza e volontà di avvantaggiarsi e far propria un'utilità in conseguenza di una valutazione dell'ambito in cui si trova il soggetto esposto al rischio morale rappresenta uno degli elementi fondamentali del fenomeno in questione. Sul punto L. GHERARDI, *Dal moral hazard al rilancio della critica sociale transnazionale*, cit., p. 20 dove si evidenzia che «la determinazione delle intenzioni di chi ha assunto il rischio, però, rimane un problema aperto che deriva dalla presunzione di un calcolo costi-benefici della presa di rischio da parte del soggetto, e può portare la nazione di moral hazard a tangerne altre, tra cui quella di frode».

¹⁹⁴ Tanto l'incompleta e, a tratti, errata valutazione della propria situazione da parte dell'imprenditore, quanto l'altrettanto irrazionale approccio alle strategie di risposta nelle difficoltà incontrate da quest'ultimo, anche frutto di un errato calcolo costi-benefici, si pone in netto contrasto con una ricostruzione che attribuisca una precisa valutazione e una corrispondente strategia di risposta allo stesso soggetto. Si veda in relazione alle distorsioni che inficiano la condotta e le strategie degli amministratori R.M. HOLMES JR - P. BROMILEY, *Management Theory Applications of Prospect Theory: Accomplishments, Challenges, and Opportunities*, cit., p. 3 ss.; L.W. BUSENITZ - J. B. BARNEY, *Differences Between Entrepreneurs and Managers in Large Organizations: Biases and Heuristics in Strategic Decision-Making*, in *Journal of Business Venturing*, 1997, p. 9 ss

rischio o che, comunque, si siano manifestati dei segnali di crisi, può essere non tanto e solo la conseguenza di un *moral hazard* ma, piuttosto, la conseguenza di molteplici *bias* cognitivi che inficiano e plasmano la capacità di risposta dell'imprenditore alla crisi d'impresa, sino a dar vita a una "*mala gestio* cognitiva", i cui i profili saranno analizzati più avanti.

Appare opportuno evidenziare sin da ora che con l'espressione *mala gestio* cognitiva si intende identificare il fenomeno, differente dal *moral hazard*, per cui l'assunzione (o mancata assunzione) di determinate scelte è il frutto non di una precisa strategia opportunistica, bensì dell'influenza combinata di più *cognitive illusions* che conducono l'imprenditore al compimento di azioni dannose per l'impresa e i suoi *stakeholders*¹⁹⁵.

Deve altresì precisarsi che con l'individuazione di una *mala gestio* cognitiva nel processo decisionale dell'imprenditore non si esclude, in alcun modo, la presenza di ulteriori e diversi (co)fattori di influenza sulle scelte dell'agente economico. Diversamente, quel che in questa sede si tenta di fare è di provare a fornire una possibile spiegazione di una concausa della condotta osservata negli imprenditori, a lungo considerata alternativamente o congiuntamente irrazionale e/o fraudolenta: come più volte rilevato, oltre a contribuire a fornire una maggiore chiarezza a livello di analisi descrittiva del fenomeno, l'eventuale riconoscimento dell'esistenza di una *mala gestio* cognitiva impone l'adozione di correttivi nel sistema di incentivi/sanzioni che non può risultare calibrato, prevalentemente o esclusivamente, su un modello di agente/imprenditore perfettamente razionale e opportunistica.

4. Hyperbolic discounting e processo decisionale del debitore

4.1. Il modello tradizionale e il comportamento dell'agente economico: hyperbolic discounting e imprenditore umano

¹⁹⁵ All'interno del concetto di *mala gestio* cognitiva si intende, in altri termini, includere e concettualizzare la situazione in cui viene a trovarsi l'imprenditore "umano", smitizzato dagli studi economici e psicologici più aggiornati, in ragione dell'influenza e gli effetti sul procedimento decisionale dell'imprenditore di molteplici limiti cognitivi che ne limitano e distorcono la condotta rispetto a quella che ci si aspetterebbe dall'imprenditore "econe", di neoclassica memoria. Per un'efficace rappresentazione delle differenze tra le due categorie di esseri ("Umani" ed "Econi") si rimanda a R.H. THALER, C.R. SUNSTEIN, *Nudge. Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness*, Yale University Press, Cambridge, 2008.

Le *cognitive illusions* esaminate nei precedenti paragrafi non esauriscono il novero dei *bias* rilevanti al fine di comprendere come - e in quale misura - il processo decisionale del debitore sia influenzato nel momento delle scelte che questi compie e, in particolare, nel periodo che ricomprende le prime fasi di manifestazione dei segnali di crisi dell'impresa¹⁹⁶.

Il fenomeno noto come *hyperbolic discounting*, che consiste nella propensione (prevedibile e ripetuta) degli individui a sottovalutare, applicando uno sconto c.d. iperbolico, i costi e benefici *futuri*, a fronte di una sostanziale sopravvalutazione dei costi e benefici *immediati*, rappresenta un ulteriore e interessante punto di contatto tra gli studi di *behavioral economics* e il diritto della crisi¹⁹⁷.

Invero, gli studi in materia economica hanno evidenziato una tendenza sistematica degli agenti economici ad adottare decisioni volte ad ottenere una gratificazione immediata, a fronte di una sostanziale sottostima delle possibilità di guadagno differite nel tempo.

A causa di tale *cognitive illusion*, è ravvisabile un altrettanto sistematico scostamento tra il comportamento astrattamente attribuito al c.d. agente razionale, che si presuppone essere coerente a livello temporale, e la condotta effettivamente osservata nella realtà da parte dei soggetti. In altri termini, in base al modello economico tradizionale, le preferenze dell'individuo dovrebbero rimanere stabili e non essere influenzate dalla collocazione temporale degli effetti delle proprie scelte, come invece è stato osservato: il modello economico che tiene conto anche del *hyperbolic discounting* ha consentito di far luce sulle cause della persistente

¹⁹⁶ Proprio nel periodo che comprende l'emersione dei primi segnali di difficoltà o crisi dell'impresa, sino al momento di emersione, volontaria o involontaria, dello stato di crisi o insolvenza dell'impresa si impongono, come già rilevato in precedenza, scelte fondamentali per la sorte dell'impresa stessa, della preservazione della continuità aziendale e, comunque, per la soddisfazione dei creditori coinvolti. Si veda con riferimento al recepimento di tale impostazione anche a livello europeo per il tramite degli strumenti di *early warning* L. STANGHELLINI, *La proposta di Direttiva UE in materia di insolvenza*, cit., p. 875 ove si rileva che «lo scopo della direttiva è, evidentemente, quello di aumentare l'autoconsapevolezza del debitore, facendo leva sugli strumenti c.d. di allerta interna e di assistenza al debitore».

¹⁹⁷ A differenza di quanto avviene con il c.d. sconto esponenziale, il quale presuppone che il comportamento dell'agente sia coerente a livello temporale, lo sconto iperbolico presenta un'incoerenza temporale nel processo decisionale dell'agente economico che incide sulla valutazione e il peso attribuito da quest'ultimo ai benefici presenti e futuri. Cfr. E. ANGNER, *Economia comportamentale*, cit., p. 228 ss.; S. FREDERICK - G. LOEWENSTEIN - T. O'DONOGHUE, *Time Discounting and Time Preference: A Critical Review*, in *Journal of Economic Literature*, 2002, p. 351 ss.; P. DASGUPTA - E. MASKIN, *Uncertainty and Hyperbolic Discounting*, in *The American Economic Review*, 2005, p. 1290 ss.

differenza tra quanto postulato dal modello economico neoclassico e quanto, nella realtà, osservato in relazione al processo decisionale dell'attore economico¹⁹⁸.

Invero, l'inclusione del *hyperbolic discounting* all'interno del processo decisionale dell'individuo *decision-maker* consente di fare chiarezza non solo sulle cause dell'incoerenza temporale dell'individuo nel momento della scelta, ma anche di comprendere eventuali condotte irrazionali nell'analisi costi-benefici da parte del soggetto economico¹⁹⁹.

Ciò posto, occorre domandarsi quali effetti produca il meccanismo appena descritto sul processo decisionale e la relativa condotta del debitore, laddove quest'ultimo si trovi in presenza di un necessario bilanciamento tra i costi (e benefici) relativi all'adozione di misure che salvaguardino il valore dell'impresa, e i costi (e benefici) relativi alla sua mancata attivazione.

4.2. *L'incoerenza temporale del debitore ed i benefici presenti del "non fare"*

Una volta delineata la natura e gli effetti del *hyperbolic discounting* sul processo decisionale dell'individuo in generale, è possibile procedere a un inquadramento del fenomeno in questione nell'ambito della crisi di impresa e del processo decisionale dell'imprenditore.

Il *management* dell'impresa in crisi, che nell'ambito delle imprese di piccola e media dimensione spesso coincide (in tutto o in parte) con la figura dei soci, si troverà - nel momento in cui iniziano a manifestarsi i primi segnali di difficoltà - nella posizione di dover prendere una decisione sul se e come affrontare il proprio stato di crisi.

¹⁹⁸ Non deve essere sottovalutata la diffusione (e le conseguenze) dell'utilizzo del tradizionale modello di sconto esponenziale, incorporato in numerosi modelli volti a predire la condotta e il verificarsi di molteplici fenomeni economici e non economici. Cfr. E. ANGNER, *Economia comportamentale*, cit., p. 227 ss. «il modello di sconto esponenziale può essere usato per spiegare una grande varietà di comportamenti. Per questa ragione, e per l'opportunità di esprimerlo in forma matematica, il modello è applicato in molte discipline. Ciò nonostante, esso non riesce a spiegare alcune cose che le persone, normalmente, fanno».

¹⁹⁹ Si è altresì osservato, nell'ambito degli studi condotti per approfondire la *cognitive illusion* in questione, che «the consequences of time inconsistency will depend on whether people know they are time-inconsistent or not» (cfr. E. CARTWRIGHT, *Behavioral Economics*, cit. p. 174). Invero, in presenza di una previsione e consapevolezza da parte del soggetto economico rispetto agli effetti della propria incoerenza temporale, si è assistito all'adozione di contromisure e strategie volte a rimediare all'adozione di scelte influenzate dal *bias* in commento: ciò senza, tuttavia, neutralizzare completamente il *bias*.

Fermo quanto si è detto con riferimento alla diversa e ulteriore *cognitive illusion* dell'*overconfidence bias*, che al pari del *hyperbolic discounting* riveste un ruolo di primo piano nell'esame del processo decisionale dell'imprenditore, si è evidenziato che l'imprenditore, in linea teorica, compie una valutazione costi-benefici delle alternative a sua disposizione, al fine di adottare una scelta che massimizzi la propria utilità²⁰⁰.

Sempre in linea generale ed astratta, l'impresa che si trovi in una situazione di pre-crisi o vera e propria crisi può adottare due distinte linee di azione: (i) rimanere inerte e non reagire al deterioramento della propria situazione economico-finanziaria, ovvero (ii) adottare contromisure volte a contrastare e risolvere le proprie difficoltà, mediante un intervento a livello operativo, finanziario (o una combinazione di entrambi) a seconda della situazione. Quest'ultima linea d'azione, utilizzando il criterio della valutazione costi-benefici, richiede di sopportare nel *breve termine* costi, anche ingenti, a fronte di benefici collocati nel medio e medio-lungo termine²⁰¹.

Si è già rilevato che i costi da sostenere sono, il più delle volte, rappresentati dall'eventuale perdita o riduzione della partecipazione e controllo degli attuali soci - anche in base al contenuto del piano di ristrutturazione - così come dai costi necessari per avviare e condurre a termine la procedura di ristrutturazione eventualmente intrapresa.

I principali benefici, invece, sono costituiti dal(l'eventuale) superamento delle difficoltà dell'impresa, con le connesse ricadute in termini di preservazione di valore a favore dei soci, nonché di neutralizzazione di profili di responsabilità degli amministratori che abbiano rilevato e si siano attivati tempestivamente per

²⁰⁰ L'obiettivo della massimizzazione della propria utilità da parte dell'agente economico rimane, in ragione dei limiti cognitivi già sottolineati in precedenza, un obiettivo ideale ma, nonostante ciò, pur sempre presente. Come rilevato nel primo capitolo, la volontà di massimizzare la propria utilità da parte del soggetto economico non deve, tuttavia, essere declinata come spinta egoistica che non ricomprende interessi altrui nella valutazione del soggetto. Si veda con riferimento al ruolo dell'equità nel procedimento decisionale dell'agente economico D. KAHNEMAN - J.L. KNETSCH - R.H. THALER, *Fairness and the Assumptions of Economics*, in *The Journal of Business*, 1986, p. 285 ss.; B.J RUFFLE, *More Is Better, But Fair Is Fair: Tipping in Dictator and Ultimatum Games*, in *Games and Economic Behavior*, 1998, p. 247 ss.

²⁰¹ Vi è infatti un disallineamento temporale tra gli effetti e le ricadute di quanto compiuto (o non compiuto) dall'imprenditore in relazione alla gestione delle proprie difficoltà che, proprio in considerazione della *cognitive illusion* qui esaminata, può aiutare a comprendere una condotta del soggetto economico diversa da quella che ci si attenderebbe da parte di un attore perfettamente razionale.

affrontare e gestire la crisi di impresa²⁰². Diversamente, la prima linea d'azione consistente, come anticipato, nella prosecuzione ordinaria dell'attività di impresa, ha come effetto quello di evitare quasi del tutto costi e sacrifici nel presente e futuro immediato mentre, parallelamente, comporta la sopportazione, nel medio e lungo e termine, di costi elevati²⁰³.

L'attore razionale considerato dal modello neoclassico, si è detto, nel condurre l'analisi dei costi e dei benefici dello scenario sopra rappresentato, compirà una valutazione bilanciata e coerente a livello temporale delle diverse possibili strategie, in modo tale da massimizzare la propria utilità. L'imprenditore "umano", invece - a causa del *hyperbolic discounting* - tenderà a sopravvalutare fortemente i costi e benefici presenti, a scapito dei costi e benefici futuri.

Qual è la conseguenza di tale situazione?

Sulla base di quanto appena evidenziato, è possibile trarre la conclusione che, sebbene i costi futuri e, in particolare, il rischio d'insolvenza (anche qualora accuratamente valutato) superino abbondantemente i costi e i "benefici" immediati dell'inerzia, lo sconto iperbolico distorcerà il processo decisionale dell'imprenditore a favore di una visione di "breve termine" nella gestione dell'impresa e della sua crisi²⁰⁴. Infatti, la presenza di costi rilevanti da sopportare

²⁰² Invero gli amministratori hanno una responsabilità, come sarà analizzato in dettaglio più avanti, nei confronti tanto della società, quanto dei creditori e dei terzi ai sensi, nelle società per azioni, degli artt. 2393 e 2393-bis c.c., nonché degli artt. 2394, 2394-bis c.c. e 2395 c.c. A seguito del manifestarsi della crisi, si è ricondotto le ipotesi di responsabilità degli amministratori in tre categorie di comportamenti, sintetizzabili nell'aver: a) cagionato e/o aggravato la crisi dell'impresa; b) nell'aver tardivamente percepito, rilevato e, comunque, reagito ai segnali di crisi; c) nell'errato utilizzo degli strumenti necessari per far fronte alla crisi si veda A. PATTI, *Crisi d'impresa e responsabilità degli amministratori di società*, in *Fallimento*, 2018, e ivi, p. 129, ove si evidenzia che «quando l'impresa entra in una condizione di crisi, gli amministratori sono esposti ad una responsabilità che assume non soltanto una cruciale delicatezza, in funzione del più oculato impegno gestorio comportato in particolare dalla scelta della via da percorrere per affrontarla (e auspicabilmente, risolverla), ma addirittura una diversa conformazione, dipendente dall'obbligo (fino ad allora inedito) di gestione conservativa del patrimonio sociale». Ma anche M. CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2019, p. 1160 ss.; P. BENAZZO, *Il controllo nelle società di capitali tra diritto 'comune' e codice della crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 1551 ss. Analoghe conclusioni possono trarsi, ai sensi dell'art. 2476 c.c., con riferimento alla società a responsabilità limitata. Cfr. A.M. LUCIANO, *La gestione della s.r.l. nella crisi pre-concorsuale*, in *Riv. soc.*, 2017, p. 405 ss.

²⁰³ La mancata attivazione per la gestione della crisi comporta, si è detto, un generale aggravamento della situazione economico-finanziaria della società con una conseguente, inevitabile, riduzione della soddisfazione che potrà essere riservata ai creditori, nonché con un importante aggravio delle conseguenze che dovranno subire i soci in relazione alla propria partecipazione alla società. Gli amministratori della società invece si vedranno esposti, come rilevato *supra*, a un accertamento della propria responsabilità risarcitoria del danno derivante dalla mancata attivazione volta alla gestione tempestiva della crisi.

²⁰⁴ E. ANGNER, *Economia comportamentale*, cit., p. 249 ss.

nell'immediato futuro comporta, per l'impresa in difficoltà, una sopravvalutazione rispetto agli esiti futuri di una condotta virtuosa.

Il beneficio del “non fare”, ossia il risparmio di costi e impiego di risorse aggiuntive per far fronte a difficoltà non più procrastinabili, assumerà la forma di una sovradimensionata “carota”, rispetto al “bastone” delle conseguenze future²⁰⁵: tale situazione e gli effetti del *bias* cognitivo in commento forniscono, in altri termini, una possibile spiegazione della attivazione tardiva di strumenti e procedure, da parte dell'imprenditore in crisi, al fine di far fronte alle proprie difficoltà.

Come anticipato, le conseguenze prodotte sul processo decisionale del debitore dalla presenza del *hyperbolic discounting* si inseriscono nel solco delle *cognitive illusions* analizzate precedentemente (i.e. *endowment effect* e *loss aversion*), contribuendo a fornire una spiegazione di una delle possibili concause della condotta dell'imprenditore nell'ambito della crisi di impresa.

Alla luce delle considerazioni svolte sin ora appare opportuno domandarsi se, e in che misura, l'attuale sistema legislativo italiano e l'insieme di incentivi ivi contemplati prenda in considerazione e affronti i limiti cognitivi e le tendenze, sistematiche e prevedibili, degli agenti da questo regolati.

5. L'ombra delle *cognitive illusions* sugli incentivi per l'emersione tempestiva della crisi di impresa

5.1. L'attuale conformazione degli incentivi rivolti al debitore: l'ombra della legge distorta dal bias

²⁰⁵ Con specifico riferimento alla condotta dell'imprenditore al presentarsi di difficoltà finanziarie, si è osservato che si assiste, in ragione dell'influenza del *hyperbolic discounting*, a una linea d'azione dell'imprenditore che privilegia una gestione delle risorse in un'ottica di breve termine, anziché di medio-lungo termine. Si veda Y. LIU, *Entrepreneurship Dynamics under Time Inconsistent Preferences*, in *Journal of Mathematical Finance*, 2015, p. 40 ss. e, ivi, p. 47 ove si rileva che «time inconsistency leads to under investment when the entrepreneurial liquid wealth is close to the liquidation boundary and over investment when the liquid wealth is far away from the exit threshold». In una situazione di pre-crisi, laddove la crisi dell'impresa sia ancora reversibile, l'adozione di misure per far fronte alle difficoltà emerse, ivi compreso il ricorso a procedure di ristrutturazione, rappresenta una condotta che consente di preservare il valore dell'impresa a favore di tutti gli attori coinvolti. Per questo motivo, condotte in contrasto con la massimizzazione dell'utilità degli agenti economici sono state, generalmente, ricondotte nel solco dell'irrazionalità o dell'opportunismo: la valorizzazione dei fattori cognitivi rilevati in questa sede consente di fornire una terza, anche concorrente, ricostruzione della condotta tenuta dall'imprenditore in crisi.

Il diritto italiano prevede già, nell'ambito della c.d. fase crepuscolare dell'impresa, un insieme di misure premiali e misure sanzionatorie volte a incentivare la tempestiva emersione della crisi d'impresa²⁰⁶.

Le principali fonti normative che regolano e disciplinano obblighi, poteri e incentivi in tale situazione sono, da un lato, il Codice civile e il sistema di responsabilità degli amministratori in relazione alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, dall'altro lato, invece, il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza che ha introdotto una serie di misure volte a (i) disciplinare gli assetti di cui si deve dotare l'impresa per la rilevazione tempestiva della crisi d'impresa, introducendo nel nostro ordinamento un sistema c.d. di allerta e a (ii) premiare l'attivazione tempestiva dell'imprenditore al manifestarsi dei primi segnali di crisi per il tramite del ricorso a uno degli strumenti messi a disposizione dall'ordinamento.

Nel prossimo capitolo ci soffermeremo sui sistemi allerta e sulla conformazione che questi dovrebbero assumere al fine di rispondere al requisito dell'adeguatezza posto dall'art. 3 CCI.

Nel prosieguo del presente capitolo si procederà, invece, all'analisi delle previsioni volte a regolare la responsabilità degli amministratori nella fase della crisi antecedente la fase concorsuale analizzando, senza alcuna pretesa di esaustività, (i) i principi che regolano la loro attività in tale fase e le conseguenze che derivano dalla loro violazione, così come, specularmente, (ii) le misure premianti previste dal Codice della crisi a seguito dell'attivazione tempestiva per la regolazione della crisi di impresa.

²⁰⁶ Con l'espressione "fase crepuscolare" si intende identificare quella fase della vita dell'impresa che «si pone a monte della manifestazione di un vero e proprio stato d'insolvenza» e a cui è riconnessa un'«alterazione dei processi decisionali dell'impresa e dei doveri degli organi sociali» al fine di «intercettare gli interessi dei creditori, prima (o in luogo) di quelli dei soci». Cfr. A. ROSSI, *Dalla crisi tipica ex CCII alla resilienza della twilight zone*, in *Fallimento*, 2019, p. 291; ma anche F. PACILEO, *Doveri informativi e libertà di impresa nella gestione di una s.p.a. in "fase crepuscolare"*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, p. 69 ss.

Nell'ambito del diritto della crisi e, in particolare, nella fase appena descritta, la combinazione e bilanciamento tra misure premiali e sanzionatorie rivolte all'imprenditore sono stati efficacemente raffigurati per il tramite del ricorso alla metafora del "bastone e della carota". Bastone e carota che possono e devono essere letti per il tramite tanto di una lente che tenga conto degli effetti sul debitore *ex ante*, quanto degli effetti *ex post*, ossia dopo che si è verificata l'insolvenza, anche al fine di poter efficacemente calibrare gli interventi rivolti all'imprenditore. Cfr. L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 108.

Come si avrà modo di vedere, l'assetto normativo che risulta da tali regole è pressoché esclusivamente basato sulla c.d. "strategia della responsabilità"²⁰⁷ e quindi, da un lato, sul "bastone" nei confronti principalmente di chi ricopre incarichi gestori e di controllo all'interno della società, in ipotesi di violazione degli obblighi su questi gravanti, dall'altro lato, sulla "carota" rappresentata nella sua quasi interezza da sconti su interessi e sanzioni tributarie. Il "bastone" in questione, i cui effetti sono incerti e la cui collocazione è comunque temporalmente lontana rispetto alle condotte indesiderate, al pari della "carota", i cui benefici sono assai limitati, avranno, come suggerito dall'economia comportamentale, da soli, uno scarso impatto sul processo decisionale degli attori coinvolti.

Diversamente, come argomentato all'interno del terzo capitolo, qualora si proceda (i) ad affiancare, come richiesto dall'art. 3 CCI, alle sopra richiamate norme un sistema di allerta fondato su assetti organizzativi, amministrativi e contabili sviluppati sulla base dei risultati degli studi behavioristi, nonché a (ii) riformulare gli incentivi rivolti ai principali attori contemplati dal diritto della crisi, modificandone l'entità e collocazione temporale, ciò può condurre a un notevole avanzamento verso un sistema capace di intercettare e indirizzare la condotta dei propri destinatari²⁰⁸.

Ma andiamo con ordine.

²⁰⁷ Si veda A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, cit., p. 30, nota 101, ove si evidenzia che tale strategia «rientra tra i quattro strumenti di diritto societario ai quali è possibile fare ricorso al fine di ridurre i rischi di abuso della responsabilità limitata». Per una lettura critica del sistema basato sulla responsabilità dell'organo gestorio e dell'affidamento su quest'ultima per regolare i potenziali conflitti di interessi tra soggetti "interni" ed "esterni" all'impresa si veda N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, in *Riv. soc.*, 2016., p. 568 ss. e, ivi, p. 573 ove si rileva che «quello dei doveri e delle responsabilità dell'organo di gestione non è l'unico terreno su cui occorre risolvere tale conflitto. La soluzione di affidarsi esclusivamente alla responsabilità dei gestori, infatti, presenta inconvenienti non trascurabili sotto diversi punti di vista [...] il rimedio risarcitorio tende a generare fenomeni di eccessiva deterrenza nelle condotte gestionali, sia perché responsabilizza il potere in misura che eccede il profitto». Ad avviso di chi scrive, come rilevato in precedenza sulla base delle evidenze empiriche raccolte nel campo degli studi di economia comportamentale, lo "spettro" di una responsabilità eventuale e futura, per quanto per importi spesso estremamente rilevanti, rischia di essere gravemente scontata a causa delle *cognitive illusions* che incidono sul processo decisionale degli amministratori e, *in primis*, il *hyperbolic discounting*.

²⁰⁸ Si veda per un inquadramento della portata innovatrice del sistema di allerta introdotto dal Codice della crisi e sull'impatto che le relative disposizioni esercitano in tema di responsabilità gestoria M. CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *NLCC*, 2019, p. 1160 ss. e, ivi, p. 1161 ove si evidenzia che «il gioco d'anticipo rispetto all'emersione della crisi si sostanzia nell'obbligo di adeguatezza degli assetti (art. 2086 c.c.), che viene espressamente correlato alla crisi stessa, rendendolo funzionale alla predisposizione di un sistema di monitoraggio»; ma anche E. TERLIZZI, *Adeguatezza degli assetti organizzativi per la gestione della crisi d'impresa*, in *Società*, 2020, p. 280 ss.

5.2. *La responsabilità civile degli amministratori e la rilevazione tempestiva della crisi di impresa*

Si è detto che il Codice civile contiene alcune norme volte a fissare obblighi e doveri gravanti sugli amministratori della società in presenza di una situazione di disequilibrio patrimoniale e finanziario, nonché volte a delineare la responsabilità dell'organo gestorio e, eventualmente, dell'organo di controllo qualora tali norme non siano rispettate e si produca, in conseguenza di ciò, un danno nei confronti della società, dei soci, dei creditori o di terzi²⁰⁹.

Per quanto attiene al sistema di regole e responsabilità volte a disincentivare l'emersione tardiva della crisi deve farsi riferimento, *in primis*, alle fattispecie regolata dagli artt. 2394 c.c. che disciplina la responsabilità degli amministratori verso i creditori sociali, qualora questi non rispettino gli obblighi relativi alla conservazione del patrimonio della società e il patrimonio della società si rilevi insufficiente per il soddisfacimento delle pretese dei creditori²¹⁰.

Il dovere degli amministratori di conservare l'integrità del patrimonio sociale, che coincide a ben vedere con l'obbligo su questi gravante di corretta e diligente gestione della società, vincola - in linea teorica - la condotta di questi ultimi in misura crescente all'avvicinarsi della crisi, ponendo vincoli sempre più stringenti al loro agire al fine di evitare un'indebita traslazione del rischio di impresa sui creditori²¹¹.

²⁰⁹ Per un inquadramento e ricostruzione normativa dello statuto della funzione gestoria dell'impresa in crisi si rimanda a A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 65 ss. Per una lettura delle novità sul tema, con particolare riferimento alla s.r.l. alla luce dell'entrata in vigore del CCI si veda F. MAROTTA, *Il dilemma della gestione di s.r.l. alla luce del primo correttivo al codice della crisi e dell'insolvenza: a fronte praecipitium, a tergo lupi*, in *NLCC*, 2022, p. 163 ss.

²¹⁰ Come è noto, la disciplina di cui all'art. 2394 c.c. è prevalentemente azionata in sede fallimentare, dove sarà il curatore - al quale è trasferita la legittimazione ad agire - a promuovere un accertamento volto ricostruire eventuali responsabilità gestorie che integrino la fattispecie prevista nell'articolo in questione, anche cumulativamente con l'azione sociale di responsabilità. Si veda con riferimento alla responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori G. GUERRIERI, *La responsabilità dell'amministratore nell'impresa in crisi*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2016, p. 574 ss.; P. MONTALENTI - F. RIGANTI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 775 ss.; M. MIOLA, *Riduzione e perdita del capitale di società in crisi: l'art. 182-sexies legge fallimentare*, in *Rivista di diritto civile*, 2014, p. 171 ss.; V. SALAFIA, *Profili di responsabilità degli amministratori di società di capitali*, in *Società*, 2005, p. 1333 ss. In relazione alla responsabilità in commento nella società a responsabilità limitata si veda M. DE ACUTIS, *Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Studium Iuris*, 2019, p. 844.

²¹¹ Sul punto si rimanda a M. MIOLA, *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, cit., p. 609 ss.; R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi*

Ciò posto, l'art. 2486 c.c., come è noto, pone un vincolo nei confronti della condotta degli amministratori laddove impone una gestione conservativa della società al verificarsi di una causa di scioglimento che, in caso di crisi della società, è generalmente, sebbene non sempre, collegata alla riduzione del capitale al di sotto del minimo legale²¹².

Ai sensi degli artt. 2446 e 2482-*bis* c.c., qualora il patrimonio netto della società scenda al di sotto della soglia dei due terzi del capitale sociale, gli amministratori sono tenuti a convocare l'assemblea perché questa adotti "gli opportuni provvedimenti" e, qualora entro l'esercizio successivo la perdita non diminuisca al di sotto di un terzo, riduca il capitale in proporzione alle perdite accertate.

Diversamente, ai sensi degli artt. 2447 e 2482-*ter* c.c., qualora il patrimonio netto della società scenda al di sotto del minimo legale, gli amministratori dovranno convocare l'assemblea al fine di deliberare, alternativamente, la ricapitalizzazione o la liquidazione della società, ovvero la trasformazione in un tipo sociale che preveda un capitale minimo compatibile col valore del patrimonio netto della società. Si è invece già anticipato che la decisione sul ricorso a uno strumento o procedura di ristrutturazione è riservato, ai sensi dell'art. 120-*bis*, primo comma, CCI, alla competenza esclusiva degli amministratori.

Il mancato rispetto delle previsioni sopra richiamate determinerà una responsabilità degli amministratori per i danni derivanti dall'inosservanza dei doveri incombenti su questi ultimi che, nei confronti dei creditori, si determinerà nella misura in cui il patrimonio della società risulti insufficiente per il soddisfacimento delle loro pretese creditorie²¹³.

dell'impresa societaria, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 304 ss.; I. DONATI, *La gestione non conservativa della società con patrimonio insufficiente*, cit., p. 796 ss.; A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, cit., p. 71 ss.; R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013, p. 670 ss.; N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 568 ss.

²¹² Si veda sul ruolo dell'art. 2086 c.c. e del verificarsi di una causa di scioglimento nell'ambito della crisi d'impresa in relazione ai doveri degli amministratori I. DONATI, *La gestione non conservativa della società con patrimonio insufficiente*, cit., p. 799; M. FABIANI, *Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 272 ss.

²¹³ Sul punto si rimanda ad A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, cit., p. 63 ss. e, in giurisprudenza, *ex plurimis*, Cass. civ., Sez. I, 5 settembre 2018, n. 21662, in *Giur. it.*, 2019. Occorre altresì presenti le conseguenze sul piano penale di una mancata attivazione da parte dell'imprenditore a seguito del verificarsi della crisi. Invero tra le disposizioni di carattere penalistico presenti nella legge fallimentare, deve darsi conto dell'art. 323 CCI, che ha

I limiti di un sistema di rilevazione della crisi e di responsabilizzazione degli amministratori basato *esclusivamente* sul capitale sociale sono ben noti, in ragione dell'insufficienza - nell'ottica di una tempestiva ricognizione dello stato di crisi o di insolvenza - di un meccanismo fondato sull'attivazione di obblighi e poteri solo a seguito della produzione di perdite che, a seconda dei casi, eccedano il terzo del capitale sociale, ovvero facciano scendere il capitale al di sotto del minimo legale²¹⁴.

È quindi anche in ragione della riconosciuta incapacità di tale meccanismo di rilevare e portare alla luce gli elementi finanziari della crisi, che si è assistito a un'evoluzione normativa che ha portato all'elaborazione e rafforzamento nel nostro ordinamento della consapevolezza sulla necessità per l'impresa di dotarsi di assetti adeguati alla rilevazione della crisi d'impresa, funzionali a un migliore monitoraggio della situazione finanziaria della società.

5.3. *La responsabilità penale degli amministratori e la rilevazione tempestiva della crisi di impresa*

Oltre alla responsabilità civile degli amministratori a fronte della violazione che ne regolano gli obblighi nelle varie fasi di vita dell'impresa, deve rilevarsi anche la responsabilità penale per bancarotta dell'imprenditore, qualora la propria

sostituito il precedente art. 217 della legge fallimentare (che disciplina l'ipotesi di reato di bancarotta semplice) ove si stabilisce la pena della reclusione da sei mesi a due anni «se è dichiarato in liquidazione giudiziale, l'imprenditore che [...] ha aggravato il proprio dissesto, astenendosi dal richiedere la dichiarazione di apertura della propria liquidazione giudiziale o con altra grave colpa». Ai sensi dell'art. 330 CCI si prevede l'applicazione delle pene previste nel precedente articolo anche agli amministratori, ai sindaci, ai direttori generali, nonché ai liquidatori qualora abbiano «concorso a cagionare o aggravare il dissesto della società con inosservanza degli obblighi ad essi imposti dalla legge». Si rimanda sul punto a G. FLORA - F. GIUNTA, *Appunti a quattro mani sulla "vecchia" bancarotta e il "nuovo" codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Penale dell'Economia*, 2020, p. 35 ss.; C. SANTORIELLO, *La bancarotta patrimoniale dopo il codice della crisi*, in *Società*, 2021, p. 849 ss.

²¹⁴ Si veda con riferimento all'inadeguatezza del sistema appena descritto per la salvaguardia dei valori aziendali, nonché dei creditori P. BENAZZO, *Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, cit., p. 259 ove si critica il criterio basato capitale nominale in quanto basato su una situazione statica e su elementi pressoché esclusivamente patrimoniali «a fronte di una situazione (quella della crisi e, prima ancora, della stessa operatività d'impresa) ontologicamente dinamica; d'acché, infine, fondato su un fattore per sua natura privo di previsionalità (patrimonio netto inferiore al minimo legale)». Per una lettura del capitale sociale che valorizzi una sua funzione segnaletica si veda invece M.S. SPOLIDORO, *Capitale sociale*, in *Enciclopedia del diritto*, IV Aggiornamento, Milano, 2000, p. 222 ss.; F. DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, p. 585 ss.

condotta integri gli elementi delle fattispecie previste per la bancarotta fraudolenta e la bancarotta semplice disciplinate, rispettivamente, agli artt. 322 e 323 CCI²¹⁵.

Particolare importanza assume, ai fini dell'emersione tempestiva della crisi, quanto disposto dall'art. 323 CCI, comma 1, lett. d), ove si prevede che è punito con la reclusione da sei mesi a due anni, qualora sia dichiarata la liquidazione giudiziale, l'imprenditore (o gli amministratori) che «ha aggravato il proprio dissesto, astenendosi dal richiedere la dichiarazione di apertura della propria liquidazione giudiziale o con altra grave colpa»²¹⁶.

Occorre rilevare che in tutte le tipologie di reati di bancarotta il bene tutelato è lo stesso, ossia l'interesse patrimoniale dei creditori a soddisfarsi sul patrimonio dell'imprenditore/società, il quale è posto a garanzia delle obbligazioni contratte nell'esercizio dell'attività d'impresa: mentre la bancarotta semplice si caratterizza, generalmente, ma non sempre, per la propria natura colposa, quella fraudolenta invece richiede l'elemento soggettivo del dolo²¹⁷.

A tal riguardo, deve evidenziarsi che, anche al fine di incentivare il ricorso tempestivo soluzioni negoziali della crisi di impresa, il Codice della crisi all'art. 324 elenca una serie di operazioni che escludono l'applicazione dei reati in questione²¹⁸.

²¹⁵ Si veda per un inquadramento dei reati in questione e, più in generale, del sistema dei reati concorsuali all'esito della riforma che ha investito il diritto della crisi con l'introduzione del Codice della crisi G. FLORA - F. GIUNTA, *Appunti a quattro mani sulla "vecchia" bancarotta e il "nuovo" Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2020, p. 1 ss.; M. GAMBARDELLA, *La nuova disciplina della crisi d'impresa e il sistema del diritto penale fallimentare*, in *Cass. pen.*, 2021, p. 1909 ss.; G. GARUTI, *Crisi d'impresa e cautele reali*, in *Cass. pen.*, 2021, p. 2309 ss.; G. MINICUCCI, *I delitti di bancarotta al crocevia tra continuità e palingenesi*, in *disCrimen*, 24 aprile 2020; F. MUCCIARELLI, *Risvolti penalistici del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: lineamenti generali*, in *Dir. pen. e proc.*, 2019, p. 1189 ss.; A. PANTANELLA, *Il diritto penale della crisi d'impresa alla prova della sindemia: tra modelli di falso e ritorno allo stellionato*, in *Cass. pen.*, 2021, p. 2244 ss.; E. PERUSIA - C. SANTORIELLO, *La valutazione dell'idoneità del modello organizzativo alla luce delle innovazioni in tema di crisi di impresa*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2019, III, p. 17 ss.; C. SANTORIELLO, *La bancarotta patrimoniale dopo il codice della crisi*, in *Società*, 2021, p. 849 ss.

²¹⁶ Invero le pene previste per i reati di cui agli artt. 322 e 323 CCI sono applicabili, ai sensi degli artt. 329 e 330 CCI anche agli amministratori, così come ai direttori generali, ai sindaci e ai liquidatori della società.

²¹⁷ Si rimanda sul punto a M. GAMBARDELLA, *I reati di bancarotta: inquadramento dogmatico, opzioni interpretative e prospettive di riforma*, in *Cass. pen.*, 2018, p. 2317 ss. e, ivi, p. 2321; L. CONTI, *I reati fallimentari*, Utet, Torino, 1991, p. 256 ss.

²¹⁸ Ciò pur essendo venuta meno la causa di non punibilità contenuta al comma 2 dell'art. 25 CCI nella sua versione antecedente all'entrata in vigore del d.lgs. n. 83/2022, con cui si è provveduto al recepimento in Italia della Direttiva (UE) 2019/1023. Si veda al riguardo M. GAMBARDELLA, *Il codice della crisi di impresa: nei delitti di bancarotta la liquidazione giudiziale prende il posto del fallimento*, in *Cass. Pen.*, 2019, p. 488 ss. L'art. 25 CCI nella sua formulazione originaria prevedeva, infatti, che laddove il danno fosse di speciale tenuità in relazione ai reati di

Con riferimento ai reati di bancarotta così come, più in generale, in relazione al sistema di reati concorsuali previsti dal Codice della crisi, è avvertita la necessità di un coordinamento con il sistema recentemente rafforzato e disciplinato nello stesso codice, in ragione del quale è richiesto all'imprenditore di gestire il rischio d'impresa, anche mediante una sua procedimentalizzazione²¹⁹. D'altronde, ciò è coerente con la crescente importanza del tema dell'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili di cui approfondiremo gli aspetti di maggior interesse nei prossimi paragrafi e nel corso terzo capitolo.

La presenza riconosciuta delle importanti limitazioni cognitive dell'imprenditore nel momento in cui questo è chiamato ad affrontare la crisi di impresa, di cui si è dato atto in precedenza, non può essere ignorata in relazione a tali reati, in ragione della diversa ricostruzione rispetto alle cause che conducono a una emersione tardiva della crisi di impresa e, in particolare, alla consapevolezza dell'imprenditore di adottare una linea d'azione in contrasto con l'interesse della società e dei creditori²²⁰.

Invero, se la procedimentalizzazione nella gestione del rischio consente, da un lato, di inquadrare e valutare con maggior facilità eventuali condotte negligenti dell'imprenditore nell'istituzione di assetti adeguati a rilevare tempestivamente la crisi di impresa, permane, dall'altro lato, in ragione dell'influenza dei *bias* sopra richiamati, un interrogativo sulla consapevolezza dell'imprenditore avente a oggetto il possibile pregiudizio per i creditori derivante dalla propria condotta, richiesta al fine di integrare il dolo nel reato di bancarotta fraudolenta²²¹.

bancarotta, non fosse punibile colui che avesse presentato tempestivamente istanza di composizione assistita della crisi, ovvero di accesso a una procedura di regolazione della crisi.

²¹⁹ Si veda sul punto G. FLORA - F. GIUNTA, *Appunti a quattro mani sulla "vecchia" bancarotta e il "nuovo" Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, cit., p. 5.

²²⁰ Si rimanda per un'analisi riguardo l'impatto che l'obbligo di istituire assetti adeguati è suscettibile di produrre nella valutazione della responsabilità penale dell'imprenditore G. MINICUCCI, *I delitti di bancarotta al crocevia tra continuità e palingenesi*, in *disCrimen*, 24 aprile 2020; F. MUCCIARELLI, *Risvolti penalistici del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: lineamenti generali*, in *Dir. pen. e proc.*, 2019, 1189 ss.

²²¹ Si veda sulla procedimentalizzazione della gestione del rischio e sull'elemento soggettivo della bancarotta G. FLORA - F. GIUNTA, *Appunti a quattro mani sulla "vecchia" bancarotta e il "nuovo" Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, cit., p. 9 ove si rileva, con riferimento agli atti compiuti in una situazione di crisi, che «nella zona di rischio tipica della bancarotta, che sarà semplice o fraudolenta in ragione dell'elemento soggettivo, la cui prova potrà avvalersi del grado di buona fede dell'imprenditore nel negare la sussistenza della crisi. La buona fede inclinerà l'elemento soggettivo a favore della colpa; la sua mancanza accrediterà il dolo»; C. CAVALLINI, *Regolamentazione dell'insolvenza e iurisdictio*, in *Riv. dir. proc.*, 2019, p. 1001 ss. La valutazione della buona fede dell'imprenditore dovrà essere compiuta anche sulla base dei rilievi di cui *supra*, riguardanti il processo decisionale di quest'ultimo e i suoi connaturati limiti che ne inficiano, sistematicamente e prevedibilmente, la capacità di valutare e gestire la propria situazione.

Ciò posto, come sarà evidenziato anche in relazione alla responsabilità civile degli amministratori all'interno del terzo capitolo, l'affidamento su un sistema risarcitorio o sanzionatorio che vede collocati i propri (eventuali) effetti in un futuro distante, rischia di essere neutralizzato dagli effetti dell'azione combinata della *loss aversion* e, soprattutto, del *hyperbolic discounting*, con una conseguente incapacità del sistema in questione di garantire l'emersione tempestiva della crisi di impresa.

5.4. *Gli assetti per la rilevazione della crisi e gli incentivi fissati dal Codice della crisi per l'emersione tempestiva delle difficoltà dell'impresa*

Nel solco di quanto appena rilevato, assume primario rilievo la lettera dell'art. 2086 c.c. che, anche alla luce delle innovazioni apportate dall'art. 375 CCI, sancisce una «responsabilizzazione dei gestori dell'impresa e degli organi di controllo verso l'attivazione tempestiva ed efficace in caso di crisi»²²².

Invero, all'imprenditore è richiesto di dotarsi di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile che sia adeguato in considerazione della natura e dimensione della propria attività, così da poter cogliere e rilevare i segnali di difficoltà e crisi dell'impresa in modo tempestivo. Sempre l'art. 2086 c.c., a chiusura del secondo comma come più volte evidenziato, richiede all'imprenditore di attivarsi senza indugio al fine di adottare (e attuare) gli strumenti messi a disposizione dall'ordinamento per il superamento della crisi, una volta rilevata.

La violazione dell'art. 2086 c.c. da parte degli amministratori e, quindi, la mancata attivazione da parte di questi ultimi per il ricorso tempestivo a uno strumento per la risoluzione della crisi di impresa, comporta l'insorgere di una responsabilità «da crisi» degli amministratori, collegata al mancato accertamento e rilevazione tempestiva della perdita della continuità aziendale, al pari della mancata attivazione al fine di farvi fronte²²³.

²²² Così L. STANGHELLINI, *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, p. 295 ss. e ivi, p. 303. Sul punto si veda anche M.S. SPOLIDORO, *Note critiche sulla "gestione dell'impresa" nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.* 2019, p. 262 ss.; L. RUTOLO, *Organizzazione di impresa e prevenzione del rischio insolvenza: dai modelli 231 ai sistemi di allerta del CCII*, in *Società*, 2020, p. 1195 ss.

²²³ L'espressa valorizzazione normativa del dovere degli amministratori di istituire assetti adeguati al fine di rilevare tempestivamente e intervenire sulla crisi di impresa sancisce l'importanza di un attento monitoraggio della situazione finanziaria della società, la quale può fornire segnali di crisi a fronte di una situazione patrimoniale che, invece, non presenta criticità. Sul punto si veda E.

Emergono quindi con chiarezza (i) il ruolo fondamentale attribuito dall'attuale sistema normativo alla predisposizione di assetti adeguati, da parte dell'organo gestorio, al fine di consentire il monitoraggio della situazione, patrimoniale economica e finanziaria dell'impresa, (ii) l'obbligo degli amministratori di attivarsi tempestivamente in caso di segnali di crisi provenienti da tali assetti (iii) così come le responsabilità e il connesso regime sanzionatorio qualora ciò non avvenga²²⁴.

5.5. *Il regime premiale previsto dal Codice della crisi a seguito dell'attivazione tempestiva per la gestione delle difficoltà*

Per quanto riguarda, invece, il regime premiale ricollegato alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi, le disposizioni introdotte dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza si concentrano sull'avvio di una procedura di composizione negoziata della crisi, disciplinata agli artt. 12 e seguenti del CCI e i benefici accordati dall'art. 25-bis CCI. Come è noto, il legislatore ha inteso introdurre delle misure volte a incentivare l'imprenditore in crisi ad accedere a uno degli strumenti messi a disposizione dall'ordinamento per la gestione delle proprie difficoltà, riconoscendo premi e benefici che, idealmente, dovrebbero fungere da

GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, cit., p. 563 ove si rileva che «risulta indubitabile alla stregua dell'art. 2086, comma 2°, c.c. che gli amministratori devono accertare e rilevare tempestivamente la perdita di continuità, nonché provare subito a porvi rimedio, del tutto a prescindere dall'eventualità che questa si manifesti in una situazione di carenza di patrimonializzazione ovvero sia unicamente legata a un problema di *cash flow*». Per una panoramica delle pronunce giurisprudenziali aventi ad oggetto il dovere in commento si rimanda a F. URBANI, *Business judgment rule e decisioni degli amministratori sugli assetti organizzativi, amministrativi e contabili: le prime (articolate) pronunce giurisprudenziali*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 1716 ss.

²²⁴ Si rimanda per un'attenta analisi dei riflessi sul sistema di responsabilità dell'organo gestorio del riformato art. 2086 c.c. F. MACARIO, *La riforma dell'art. 2086 c.c. nel contesto del codice della crisi e dell'insolvenza e i suoi riflessi sul sistema della responsabilità degli organi sociali*, in *Dirittodellacrisi.it*, 26 maggio 2020. Deve ricordarsi che la responsabilità degli amministratori in ipotesi di *mala gestio* comporta - anche in ragione dei pesanti effetti che le misure cautelari eventualmente disposte sul patrimonio degli amministratori, nonché dei rilevanti importi richiesti nell'ambito delle procedure concorsuali - conseguenze non trascurabili successivamente alla sua attivazione. Si veda, con riferimento al potenziale carattere "punitivo" che assumono tali azioni in ragione delle considerazioni sopra svolte, M. FABIANI, *Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 272 ss. e, ivi, p. 313 ove l'A. evidenzia che «l'azione di responsabilità è, per definizione, un'azione "compensativa" oververosia diretta a ristorare un pregiudizio subito. Tuttavia, per una concatenata serie di ragioni è vissuta, spesso, come un'azione dal sapore fortemente punitivo».

“contraltare” rispetto al regime sanzionatorio previsto per gli amministratori e, in alcuni casi, per i soci²²⁵.

In particolare, ai sensi dell’art. 25-*bis* CCI, l’imprenditore che abbia richiesto l’avvio di una procedura di composizione negoziata della crisi, beneficerà di un regime di favore che, come già anticipato nel precedente capitolo, prevede una riduzione degli interessi e delle sanzioni relative a debiti tributari.

Il Codice della crisi premia dunque l’imprenditore che si sia attivato tempestivamente nella rilevazione e gestione della propria crisi, assicurando benefici che - per la maggior parte - si sostanziano in riduzioni di sanzioni e interessi su debiti tributari²²⁶.

Il sistema premiale introdotto dall’art. 25-*bis* CCI, in sintesi, prevede che dall’accettazione dell’incarico dell’esperto in seno a una procedura di composizione negoziata della crisi e sino alla conclusione delle trattative, vi sia: (i) una riduzione degli interessi che maturano sui debiti tributari dell’imprenditore nella misura legale, (ii) l’applicazione in misura minima delle sanzioni tributarie qualora il termine per il pagamento di quest’ultime scada dopo la data di presentazione dell’istanza, (iii) la rateazione, fino a un massimo di settantadue rate mensili, delle somme dovute e non versate a titolo di imposte.

Dall’esame della norma emerge, dunque, la concentrazione esclusiva delle misure premiali volte all’emersione tempestiva della crisi di impresa sul lato tributario, ove queste ultime hanno principalmente a oggetto le relative sanzioni e gli interessi a carico dell’imprenditore, così la possibilità di accedere a una rateizzazione degli importi dovuti.

²²⁵ Si veda con riferimento alla natura premiale delle disposizioni introdotte con il Codice della crisi, successivamente modificate in sede di recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023 G. BONFANTE, *Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza - Le misure d’allerta*, in *Giur. it.*, 2019, p. 1974 ove si evidenzia che «le misure premiali perseguono lo scopo di incentivare l’imprenditore all’adozione di tempestive misure di superamento della crisi “premiandolo” comunque, anche quando la composizione della crisi non abbia esito positivo, purché egli si sia adoperato tempestivamente nell’adeguarsi alle prescrizioni normative sull’avvio dell’allerta».

²²⁶ La concentrazione da parte del legislatore esclusivamente su interessi e sanzioni collegati a debiti tributari comporta che, qualora questi non siano presenti - o siano presenti in minima parte - l’intera disciplina prevista all’art. 25-*bis* CCI non potrà trovare applicazione. Si è già evidenziato che l’unica disposizione di potenziale rilievo dell’art. 25-*bis* è quella contenuta al quarto comma, con cui si prevede la facoltà per l’imprenditore di ottenere una rateizzazione sino a un massimo di 72 rate mensili. Si rimanda sul punto F. RANDAZZO, *Le misure premiali nella composizione negoziata della crisi d’impresa*, in *Diritto e Pratica Tributaria*, 2022, p. 83 ss.; L. GAMBI, *Le misure premiali nel Codice della crisi d’impresa*, in *Il Fallimentarista.it*, 12 luglio 2019. Per una lettura critica e che evidenzia la prevedibile marginalità delle misure in questione nella versione delle misure in esame antecedente all’attuale si v. R. CREPALDI, *Le misure premiali nel codice della crisi: tra indeterminatezza e rigidità normative*, in *Società*, 2020 p. 473 ss.

Qualora non siano presenti debiti di tale natura, le misure premiali in questione saranno, ancor prima che inefficaci, inapplicabili.

Come si vedrà nel prossimo paragrafo, in ogni caso, anche qualora l'impresa presenti esposizioni verso l'Erario, l'entità e collocazione temporale delle misure previste dall'art. 25-*bis* CCI rischia di renderne marginali gli effetti di queste nel contesto della crisi d'impresa.

5.6. *Il sistema di misure sanzionatorie e incentivanti nel diritto italiano della crisi alla prova delle cognitive illusions*

Le misure sopra richiamate, sanzionatorie e premiali, sono idonee a raggiungere l'obiettivo di consentire l'emersione tempestiva della crisi d'impresa?

L'imprenditore "econe", si è detto, è capace di valutare, intercettare e sfruttare ogni singola variazione che si verifica nell'ambito economico e giuridico in cui opera. Questi sarà dunque attratto dalla possibilità di far propri vantaggi economici e rifuggirà sanzioni e penalità: ciò a prescindere dall'entità, anche marginale, del vantaggio, nonché dal suo collocamento temporale: diversamente, l'imprenditore "umano" non possiede le stesse (astratte) abilità dell'agente economico considerato dal modello neoclassico. Quest'ultimo, infatti, si vede limitato da una capacità di memoria, di calcolo e, più in generale, cognitiva ridotta, che ne riduce sensibilmente la capacità di reazione agli stimoli economici esterni.

Ebbene, alla luce dei *bias* cognitivi esaminati nel presente capitolo, è possibile evidenziare la tendenza, sistematica e prevedibile, dell'imprenditore "reale" a (i) sopravvalutare le perdite rispetto ai guadagni ad (ii) attribuire maggior rilievo ai costi e benefici che si collocano nel breve termine, rispetto a quelli più distanti nel futuro nonché a (iii) sopravvalutare le proprie capacità di gestire eventi avversi²²⁷.

²²⁷ Resta inteso che le *cognitive illusions* richiamate nei precedenti paragrafi non esauriscono il novero di limiti cognitivi che influiscono sull'imprenditore, tanto nella fase di crisi dell'impresa, quanto nella fase "ordinaria" di gestione di quest'ultima. I tre *bias* esaminati in precedenza, e i cui effetti congiunti sul processo decisionale dell'imprenditore saranno oggetto di analisi nei prossimi paragrafi, sono stati individuati in considerazione dell'influenza di questi ultimi - osservata in numerosi studi empirici - sul processo decisionale dell'imprenditore (e, in caso di impresa societaria, sugli amministratori e i soci). Si rimanda a J.B. HEATON, *Managerial Optimism and Corporate Finance*, cit., p. 33 ss.; A.E. BERNARDO - I. WELCH, *On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurs*, cit., p. 301 ss

Gli incentivi e disincentivi introdotti dal legislatore sono, dunque, visti dall'imprenditore attraverso la lente deformante dei propri limiti cognitivi, alterandone la percezione e, in ultima analisi, l'efficacia: in altri termini, l'ombra proiettata dalla legge sul processo decisionale del debitore potrebbe risultare distorta agli occhi dell'imprenditore in crisi da molteplici fattori che, insieme, causano uno scostamento tra la condotta attesa e quella effettivamente tenuta da quest'ultimo²²⁸.

Ciò posto, prendendo in esame le misure che introducono profili sanzionatori o risarcitori in caso di mancata attivazione tempestiva dell'imprenditore, occorre osservare che gli effetti di queste ultime sono, generalmente, collocati in un futuro distante: invero, anche in ragione delle note problematiche relative ai tempi della giustizia, l'esercizio di azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori e il conseguente accertamento (anche penale) della condotta da questi tenuta può richiedere più anni²²⁹.

Ciò senza considerare la problematica relativa agli importi effettivamente recuperati all'esito di lunghi e complessi procedimenti, che vedono spesso una sostanziale frustrazione delle aspettative recuperatorie della massa in ragione della relativa modestia degli importi recuperati, ma anche del rischio di incapienza del patrimonio dei singoli amministratori rispetto alle eventuali condanne²³⁰.

²²⁸ L'abbandono dell'impostazione contenuta all'art. 25 CCI che regolava le misure premiali nella versione del Codice della crisi anteriore al recepimento del correttivo e che - già nella sua formulazione, più "sostanziosa" in termini di incentivi rispetto a quella attuale, risultava comunque poco efficace - lascia qualche dubbio. Invero, come si avrà modo di evidenziare all'interno del terzo capitolo e come si è già anticipato nel primo, la previsione di incentivi "marginali" rischia di produrre una sostanziale vanificazione questi ultimi, sistematicamente ignorati dall'imprenditore "umano".

²²⁹ In altri termini è ravvisabile un periodo di tempo prolungato tra il compimento dell'azione da parte dell'imprenditore, in potenziale conflitto con la normativa a tutela della conservazione del patrimonio della società così come dei creditori, e le eventuali conseguenze di tale condotta in termini risarcitori. Le cause di tale ritardo nell'accertamento e condanna di eventuali condotte in contrasto con gli obblighi imposti dalla legge sono da imputarsi, prevalentemente, nella strutturale lunghezza dei procedimenti a cognizione piena del nostro sistema giustizia, al pari dell'elevato tecnicismo che caratterizza la ricostruzione delle condotte degli amministratori e del danno da questi causato, che nella quasi totalità dei casi richiede l'esperimento di un'elaborata istruttoria. Sul punto si veda S. DELLE MONACHE, *Concessione abusiva di credito e legittimazione del creditore*, in *Fallimento*, 2021, p. 1329 ss.; ma anche N. DE LUCA, *Pagamenti preferenziali e azioni di responsabilità. spunti di riflessione*, in *Fallimento*, 2018, p. 663 ss.

²³⁰ Le azioni di responsabilità promosse nei confronti degli amministratori da parte degli organi delle procedure concorsuali presentano, inizialmente, richieste risarcitorie per importi estremamente elevati che, tuttavia, vengono poi considerevolmente ridotti tanto in sede transattiva, quanto eventualmente in via esecutiva, a seguito dell'impossibilità del patrimonio dei singoli amministratori di far fronte a condanne risarcitorie di elevato importo. Un discorso a parte può essere riservato all'ipotesi di copertura assicurativa dell'amministratore, pur tenendo presente che anche in tali casi sono spesso presenti esclusioni e limitazioni della polizza che danno vita, a loro volta, a

L'eventuale costo dell'inazione da parte dell'imprenditore, pertanto, collocato in un futuro distante ed è percepito come eventuale e aleatorio, rispetto a quelli che sono percepiti come costi certi e temporalmente vicini: ciò in particolar modo nel contesto delle PMI ove, si è già detto, vi è una sostanziale assimilazione tra soci e organo gestorio della società e, dunque, un allineamento tra gli incentivi e disincentivi rivolti agli amministratori e ai soci.

Come precedentemente anticipato, invece, i benefici del “non fare” - che per lo più consistono in un risparmio in termini di costi relativi ai professionisti e di impiego di risorse volte a una ricapitalizzazione o, comunque, a un riequilibrio economico-finanziario - si collocano nell'immediato futuro. La principale conseguenza che tale situazione è idonea a produrre sul processo decisionale dell'imprenditore, in considerazione del sopra descritto *bias* del *hyperbolic discounting*, è la prevedibile tendenza di quest'ultimo a ritardare (o completamente omettere) l'adozione di misure volte ad affrontare la crisi di impresa²³¹.

Difatti, l'analisi costi-benefici dell'imprenditore, così come limitata dai *bias* cognitivi illustrati in precedenza, sarà notevolmente sbilanciata a favore di una visione di breve termine, nonché di una gestione volta a mantenere lo *status quo* anche laddove ciò non sia più possibile mediante una gestione ordinaria dell'attività di impresa. Non deve infatti trascurarsi che, oltre al *hyperbolic discounting*, anche lo *status quo bias* influisce sul processo decisionale dell'imprenditore che, quindi,

contenziosi tra amministratori e compagnie assicurative chiamate in garanzia all'interno dei procedimenti giudiziali aventi ad oggetto l'accertamento della responsabilità degli amministratori garantiti. Sul tema si rimanda a A. BARTALENA, *Le azioni di responsabilità nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fallimento*, 2019, p. 298 ss.; ma anche N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, in *Riv. soc.*, 2016., p. 568 ss. e, ivi, p. 574 ove l'A. evidenzia che «se si guarda poi alla funzione compensativa o riparatoria della responsabilità, è ragionevole ipotizzare che, per la parte non assicurata, l'obbligo risarcitorio finisca normalmente per ricadere sul patrimonio di persone fisiche che non sono in grado di assicurare la soddisfazione dei creditori che s'intendono tutelare. Né va dimenticato che un risarcimento adeguato è spesso messo a rischio dalla prassi di transigere le controversie a valori che scontano l'alea e i tempi dei giudizi di responsabilità (i quali, soprattutto nel nostro ordinamento, esprimono elementi di ponderazione non irrilevanti)».

²³¹ Coerentemente con quanto rilevato in precedenza relativamente agli effetti del *hyperbolic discounting* sul processo decisionale dell'attore economico nel momento in cui è chiamato a compiere una scelta, deve evidenziarsi nel contesto di crisi l'allineamento di più fattori idonei a plasmare e indirizzare, in assenza di adeguati correttivi, la condotta dell'imprenditore e la propria strategia per far fronte al mutato scenario economico (e giuridico), così come derivante dalla situazione di crisi. Si veda per un'ampia analisi condotta in Italia con particolare riguardo alle PMI e agli effetti dei *bias* sulle decisioni degli imprenditori nella gestione del rischio, in conflitto con gli assunti relativi alla propria razionalità e, in generale, con il proprio interesse E.M. CERVELLATI - F. COREA - P. ZANGHERI, *Entrepreneurs' behavioural biases, risk misperception and company underinsurance*, in *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 2019, p. 49 ss.

privilegerà oltre a una visione di breve termine, anche una gestione conservativa dell'impresa.

In definitiva, la linea d'azione dell'imprenditore nel momento in cui è chiamato a fronteggiare la crisi potrebbe porsi in aperto contrasto con la finalità e le norme che regolano tale situazione proprio in ragione della conformazione e collocazione temporale dei principali effetti della crisi di impresa, che alimentano il prodursi di sistematici e prevedibili alterazioni del processo decisionale dell'imprenditore e, in ultima analisi, causano un ritardo nella emersione e gestione della crisi.

5.7. *Una ricostruzione alternativa della procrastinazione dell'imprenditore: opportunismo o razionalità limitata?*

Abbiamo già avuto modo di rilevare che la condotta dell'imprenditore in una situazione di crisi che veda (i) già eroso il capitale di rischio e, tuttavia, (ii) la prosecuzione dell'attività d'impresa senza l'adozione delle misure richieste dalla legge, è stata tradizionalmente ricostruita - tanto con riferimento all'organo gestorio quanto ai soci - valorizzando il *moral hazard* cui sarebbero sottoposti questi ultimi nel momento della scelta²³². Con riferimento agli amministratori tale ricostruzione è generalmente compiuta valorizzando la volontà di questi ultimi di mantenere la propria posizione (e, quindi, la propria retribuzione), vedendo influenzato il proprio processo decisionale a favore di un rinvio nell'adozione delle misure idonee a contrastare la crisi dell'impresa²³³.

²³² Sul punto A.M. LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, cit., p. 4 ss. Si veda altresì S. BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, cit., p. 259 ss. Si è evidenziato nel precedente capitolo che l'evaporazione del capitale di rischio apportato dai soci rende (di fatto) i creditori, come già anticipato, gli unici finanziatori dell'impresa senza, tuttavia, avere alcuna voce sulla gestione di quest'ultima. I soci di controllo ed il management - posticipando l'adozione delle misure necessarie ad affrontare la crisi ed il necessario confronto con i creditori - di fatto estendono la durata della propria *call option* sui beni dell'impresa, in tal modo aumentandone il valore. Sul punto si rimanda a L. STANGHELLINI, *Directors' Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A reassessment of the "Recapitalize or Liquidate" Rule*, cit., p. 734 e ss.; F. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, cit., p. 1027 ss.; M. MAUGERI, *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, cit., 135 ss.; F. BRIOLINI, *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, cit., 64 ss.; M. MARGIOTTA - R. MILLER, *Managerial Compensation and the Cost of Moral Hazard*, cit., p. 669 ss.

²³³ Si veda, con riferimento al ruolo del *moral hazard* e alla ricostruzione delle dinamiche tra amministratori e soci in una situazione di crisi dell'impresa, F. DRESCHER, *Insolvency Timing as an Agency Problem*, in *Insolvency Timing and Managerial Decision-Making*, cit., p. 10 ss. C. GOODHART, *The moral hazard of limited liability*, in *VoxEu CEPR*, 30 luglio 2021. Si è già rilevato che, nell'ambito delle piccole e medie imprese, la sostanziale commistione tra partecipazione e

Emerge, pertanto, il ruolo fondamentale rivestito dall'attribuzione agli attori del primo *round* della crisi d'impresa (soci e management) di una forte inclinazione opportunistica propria dell'attore economico idealizzata dal modello neoclassico che, come già evidenziato, attribuisce a quest'ultimo caratteristiche quali una capacità di calcolo, di memoria e un opportunismo illimitati²³⁴.

Come già rilevato nei precedenti paragrafi, l'adozione da parte dell'imprenditore di una condotta in conflitto con gli interessi dei creditori e in ultima analisi con i propri interessi, potrebbe essere la conseguenza non tanto di un preciso piano d'azione, bensì, all'opposto, la conseguenza dell'insieme dei principali *bias* studiati in campo economico e descritti nel presente capitolo e, più in generale, della *bounded rationality* dei soggetti coinvolti.

La ricostruzione alternativa qui proposta delle cause dell'emersione tardiva della crisi d'impresa è, peraltro, corroborata dagli studi condotti in campo economico e comportamentale in tema di opportunismo che, come è noto, rappresenta un elemento chiave del *moral hazard* e del suo inserimento all'interno del processo decisionale degli agenti economici²³⁵. Come già anticipato, tali studi hanno fortemente ridimensionato gli assunti neoclassici relativi all'influenza dell'opportunismo sul processo decisionale degli individui che, come è noto, rappresenta una delle premesse su cui si basa il modello "standard" adottato nell'ambito dell'analisi giuseconomica delle dinamiche endo ed extra societarie²³⁶.

controllo comporta un'identificazione degli interessi che muovono soci-amministratori, i quali si vedranno, da un lato, esposti al regime di responsabilità che regola l'operato dell'organo gestorio, dall'altro lato, esposti alle conseguenze e agli effetti delle dinamiche che interessano il capitale della società e, più in generale, la sorte della partecipazione dei soci all'esito di interventi di ristrutturazione.

²³⁴ Cfr. C. JOLLS - C.R. SUNSTEIN - R. THALER, *A behavioral approach to law and economics*, cit., p. 1471 ss.

²³⁵ Sul punto si rimanda a D. KAHNEMAN - J.L. KNETSCH - R.H. THALER, *Fairness and the Assumptions of Economics*, cit., p. 285 ss.; M. RABIN, *Incorporating Fairness into Game Theory and Economics*, in cit., p. 1281 ss.; C.R. SUNSTEIN (ed.), *Behavioral Law & Economics*, cit., p. 8; B.J. RUFFLE, *More Is Better, But Fair Is Fair: Tipping in Dictator and Ultimatum Games*, cit., p. 247 ss.; V. W. GUTH - R. SCHMITTBERGER - B. SCHWARZE, *An Experimental Analysis of Ultimatum Bargaining*, cit., p. 371 ss.

²³⁶ Si veda con riferimento al ruolo dell'opportunismo nel diritto commerciale e all'impatto che l'utilizzo di clausole generali può produrre F. DENOZZA, *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un'analisi funzionale*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2013, 2, p. 1 ss. e, ivi, p. 16 in nota ove si rileva «questi ultimi (gli interventi del legislatore) si rendono necessari, e sono legittimati, là (e solo là) dove questo meccanismo venga inceppato dalla razionalità limitata (in particolare, da deficit previsionali e informativi) e dall'opportunismo degli agenti»; ma anche E. BOCCHINI, *Sostituzione giuridica nell'attività d'impresa e asimmetria informativa*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, p. 341 ss.; D. SCARPA, *Lettura della disciplina del contratto di mandato nell'ottica dell'informazione*, in *Contratto e impresa*, 2010, p. 1053 ss.

Dal ridimensionamento dell'opportunismo in seno al processo decisionale dell'agente economico, unitamente alla valorizzazione delle *cognitive illusion* previamente analizzate, emerge quindi il profilo di un imprenditore che sembra essere più soggetto a una "*mala gestio* cognitiva", anziché a un *moral hazard* nel momento in cui è chiamato a compiere scelte fondamentali per il futuro dell'impresa.

Proprio sulla base di quest'ultima considerazione appare dunque opportuno condurre un'analisi su (e, se necessario, rimodulare) il sistema di incentivi posti al fine di favorire l'emersione tempestiva della crisi d'impresa che, in ragione delle evidenze emerse dai più aggiornati studi in ambito economico e psicologico, sono rivolti a un soggetto "umano", meno opportunistica e, tuttavia, vincolato in termini di facoltà cognitive rispetto al competitor (ideale) rappresentato dall'"Econe" che, fino a oggi, ha rappresentato il punto di riferimento dell'analisi economica del diritto.

Ciò posto, occorre chiarire sin da subito che - con la lettura qui fornita delle dinamiche infra ed extra societarie nell'ambito della crisi di impresa - non si intende (né si potrebbe) escludere l'impatto di influenze opportunistiche nel processo decisionale dell'imprenditore, nel momento in cui è chiamato ad affrontare la crisi. In altri termini, nell'analisi delle cause che conducono al ritardo nell'emersione della crisi di impresa, appare opportuno considerare *anche* i limiti cognitivi degli *insiders* dell'impresa, dimostrati e particolarmente rilevanti nel contesto della crisi di impresa, affiancando a tali limiti il rischio di condotte opportunistiche da parte dei soci e degli amministratori.

CAPITOLO III

PROBLEMI E STRATEGIE

SOMMARIO: **1. L'attuale architettura del diritto della crisi e il debitore "umano".** - 1.1. Il comportamento del debitore in contrasto con il modello considerato dal legislatore e con gli strumenti volti ad incentivare un ricorso ottimale agli strumenti del diritto della crisi. - 1.2. La strategia del bastone e della carota (pre e post crisi) rivolta al debitore *homo oeconomicus*. - 1.3. La necessità di strumenti e incentivi che tengano conto dell'irrazionalità e dei *bias* del debitore: il ruolo dei "pungoli" e del *framing effect*. - 1.4. Gli *Early warning tools* e la rilevazione della crisi d'impresa: le basi per una tempestiva emersione delle difficoltà dell'imprenditore. - **2. La mala gestio cognitiva e la necessità di un dialogo virtuoso tra assetti adeguati ed economia comportamentale.** - 2.1. Il ruolo del "mala gestio cognitiva" nel processo decisionale dell'imprenditore in crisi. - 2.2. Alcune Ipotesi di intervento legislativo nell'ambito del diritto della crisi per contrastare la *mala gestio cognitiva* - 2.3. Le perdite e i guadagni nel diritto della crisi: costi presenti e benefici futuri - **3. Gli assetti adeguati e la razionalizzazione dell'imprenditore.** - 3.1. Gli assetti organizzativi adeguati e l'emersione tempestiva della crisi. - 3.2. - I segnali di cui all'art. 3 CCI e la razionalizzazione del debitore nella rilevazione della crisi. - 3.3. La procedura di composizione negoziata della crisi e l'esperto: gli effetti sui *bias*. - 3.4. L'imprenditore umano e gli assetti organizzativi. - 3.5. Il ruolo dei creditori finanziari nel Codice della crisi per rilevazione tempestiva della crisi d'impresa - **4. L'integrazione di sistemi dotati di intelligenza artificiale con l'economia comportamentale per l'elaborazione di assetti realmente adeguati.** - 4.1. L'intelligenza artificiale e gli assetti organizzativi: l'impatto sui *bias* dell'imprenditore in crisi. - 4.2. Un'ipotesi di integrazione tra sistemi intelligenti e regole del diritto della crisi. - 4.3. Gli assetti adeguati "intelligenti" e l'*hyperbolic discounting* - 4.4. Gli assetti adeguati e l'*overconfidence bias*. - **5. Le implicazioni in termini di incentivi rivolti al debitore per l'emersione tempestiva della crisi di impresa.** - 5.1. La ricalibrazione degli incentivi sull'imprenditore "umano". - 5.2. Il ruolo dell'art. 2409 c.c. nell'avvicinamento della sanzione rispetto al rimedio risarcitorio dell'azione di responsabilità. - 5.3 Il contrasto alla *mala gestio cognitiva* mediante un sistema di incentivi "*behaviorally-informed*". - **6. Gli strumenti per garantire l'"indipendenza comportamentale" degli amministratori** - 6.1. L'indipendenza comportamentale degli amministratori come strumento per contrastare la *mala gestio cognitiva*. - 6.2. L'indipendenza formale, l'indipendenza sostanziale e l'autonomia di giudizio degli amministratori. - 6.3. L'indipendenza comportamentale degli amministratori - 6.4. L'"effetto gregge" e le decisioni degli amministratori. - 6.5. Lo *status quo bias* e i

suoi effetti sulle decisioni degli amministratori. - 6.6. Le possibili misure volte a garantire l'indipendenza comportamentale degli amministratori. - 6.7. Il ruolo delle nuove tecnologie e della *diversity* per la tutela dell'indipendenza comportamentale degli amministratori

1. L'attuale architettura del diritto della crisi e il debitore "umano"

1.1. Il comportamento del debitore in contrasto con il modello considerato dal legislatore e con gli strumenti volti ad incentivare un ricorso ottimale agli strumenti del diritto della crisi

Il vigente sistema normativo, si è anticipato, presenta principalmente due categorie astratte di misure volte a regolare e indirizzare la condotta dell'agente-imprenditore: si tratta del c.d. "bastone" e della "carota" ossia, in estrema sintesi, la previsione di sanzioni e premi al fine di, rispettivamente, disincentivare condotte indesiderate (o illegittime) o, al contrario, incentivare condotte desiderate²³⁷.

Tale impostazione ha mostrato, in più occasioni, inefficienze che appaiono difficilmente superabili per il tramite dell'impostazione sin ad oggi utilizzata per intercettare e orientare il comportamento dei principali attori della crisi d'impresa²³⁸.

Ciò, ad avviso di chi scrive, per due motivi principali.

Il primo motivo risiede nel fatto che il sistema di incentivi nel settore della crisi d'impresa non considera affatto, ad oggi, il reale processo decisionale dell'imprenditore: di qui la sostanziale inefficacia delle norme in esame, la cui

²³⁷ Si è rilevato nel precedente capitolo che l'attuale sistema normativo nell'ambito del diritto della crisi (ma non solo) contempla, principalmente, un sistema sanzionatorio incentrato sulla responsabilità degli amministratori a seguito dell'inosservanza di principi di corretta gestione della società e, parallelamente, un sistema premiale basato su sconti e riduzioni delle sanzioni e interessi su debiti tributari.

²³⁸ Sul punto la Direttiva (UE) 2019/1023 rileva al considerando n. 4 che «[...] alcuni Stati membri prevedono una gamma limitata di procedure che consentono di ristrutturare le imprese solo in una fase relativamente tardiva, nell'ambito delle procedure d'insolvenza. Altri invece permettono la ristrutturazione in una fase precoce ma le procedure disponibili sono meno efficaci di quanto potrebbero essere oppure sono molto formali». Si veda sulla necessità di ridurre le inefficienze che si pongono come ostacolo alla ristrutturazione precoce di imprese sane ma in difficoltà finanziaria A. JORIO, *La riforma della legge fallimentare tra utopia e realtà*, in *Dir. fall.*, 2019, fasc. 2, pt. 1, p. 283 ss.

efficacia è vanificata da processi decisionali degli attori della crisi che differiscono profondamente da quanto ipotizzato dal legislatore.

Il secondo motivo, invece, attiene al mancato affiancamento al tradizionale sistema del “bastone” e della “carota” di un evoluto sistema di “architettura” delle scelte che, anche facendo tesoro dei risultati raggiunti in altri settori, consenta di indirizzare efficacemente la condotta degli agenti economici mediante (i) un’adeguata struttura delle alternative messe a disposizione dell’imprenditore nel momento in cui è chiamato a compiere una scelta, nonché (ii) una presentazione delle alternative a disposizione del debitore (ma anche dei creditori) che tenga conto dei *bias* che intervengono nel momento della scelta²³⁹.

Deve evidenziarsi che un approccio normativo rivisto alla luce dei rilievi appena evidenziati, collegati da un *fil rouge* rappresentato da una considerazione maggiormente realistica dell’agire umano, consentirebbe di includere una “terza dimensione” all’analisi economica del diritto: tale arricchimento è costituito dall’inclusione dell’elemento psicologico-comportamentale all’analisi in questione, non più basata su presupposti ideali privi, per lo più, di aderenza con la realtà²⁴⁰. In altri termini, un intervento volto ad affrontare la sopra descritta situazione di inefficienza comporterebbe, ad avviso di chi scrive, un miglioramento sostanziale nella gestione dei fenomeni caratterizzanti il diritto della crisi e, nell’ambito di applicazione preso in questa sede in considerazione, l’emersione tempestiva delle difficoltà e della crisi d’impresa.

1.2. La strategia del bastone e della carota (pre e post crisi) rivolta al debitore homo oeconomicus

²³⁹ Come si avrà modo di rilevare in dettaglio più avanti, in relazione alla possibile integrazione tra assetti adeguati e tecniche di *framing*, il modo in cui un determinato input o opzione è presentato determina sostanziali variazioni rispetto alla scelta dell’individuo. Sul punto si veda G.L. LOHSE, *Defaults, Framing, and Privacy: Why Opting In-Opting Out*, in *Marketing Letters*, 2002, p. 5 ss. Con riferimento all’importanza di adottare, nell’ambito dell’attività normativa, tecniche di framing al fine di rendere maggiormente efficaci gli strumenti adottati in relazione agli obiettivi prefissati si veda OECD (2019), *Tools and Ethics for Applied Behavioural Insights: The BASIC Toolkit*, cit., p. 105.

²⁴⁰ La necessità di un’unione tra diritto, economia e psicologia al fine di ridurre fenomeni di incomprensione tanto a livello interpretativo quanto normativo è rilevata efficacemente da E. RIGHINI, *Behavioural Law and Economics*, cit., p. 111. Si veda altresì F. VELLA, *Il pericolo di un’unica storia: il diritto (commerciale) e le nuove frontiere dell’interdisciplinarietà*, cit., p. 735, ove l’A. rileva che «il contributo delle scienze comportamentali sta proprio in questo “bagno di realtà”, perché mette il giurista di fronte alla consapevolezza che la norma non può avere come punto di riferimento un destinatario stilizzato astrattamente (appunto un *Econ*)».

Nel precedente capitolo abbiamo analizzato le *cognitive illusions* che, nel contesto della crisi di impresa, hanno un ruolo di primo piano nell'influenzare la condotta dell'imprenditore e, in generale, degli *stakeholder* dell'impresa. Proprio da tale analisi sono emersi i punti di attrito tra una concezione legislativa dell'imprenditore quale *homo oeconomicus* e, dall'altro lato, i rilevanti limiti cognitivi che, nella realtà, affliggono quest'ultimo: ciò con particolare riguardo alla fase della vita dell'impresa in cui l'imprenditore deve fronteggiare delle difficoltà (o una vera e propria crisi), attivandosi per il tramite degli strumenti messi a disposizione dall'ordinamento.

E allora, al fine di rendere la “carota” realmente appetibile e il “bastone” un vero deterrente, appare necessario intervenire sulla normativa di settore: tanto sui c.d. incentivi *ex ante*, ossia quegli incentivi volti a produrre i propri effetti prima dell'eventuale apertura di una procedura concorsuale (o del verificarsi dei suoi presupposti), quanto sui c.d. incentivi *ex post*, che producono i propri effetti successivamente a tale evento²⁴¹.

Come si vedrà più avanti, le maggiori *cognitive illusions* che influenzano l'analisi costi-benefici dell'imprenditore e, conseguentemente, l'efficacia degli incentivi a questi rivolti, ossia la c.d. *loss aversion* e l'*hyperbolic discounting*, possono essere efficacemente contrastate facendo ricorso alle soluzioni suggerite dagli studi in tema di economia comportamentale²⁴².

Un discorso a parte sarà riservato al fenomeno dell'*overconfidence bias* e alle misure che l'ordinamento può introdurre al fine di mitigare gli effetti che tale fenomeno produce sulla valutazione delle proprie capacità da parte dell'imprenditore e, per tale via, facilitare un ricorso tempestivo agli strumenti di regolazione della crisi di impresa: ciò in quanto tale *bias*, a differenza degli altri

²⁴¹ Per un inquadramento cristallino di tale distinzione, nonché degli elementi che entrano in gioco quando si presenta la necessità di bilanciare correttamente gli incentivi in questione si rimanda a L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit. p. 231. Si veda altresì H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *Problemi di «agency» e strategie normative*, cit. p. 32 ss. con riferimento all'azione delle regole e degli standard nella regolazione della condotta dei soggetti che agiscono all'interno dell'impresa societaria.

²⁴² Si veda con riferimento alle potenzialità degli strumenti c.d. *behaviourally-informed* di ridurre l'impatto delle cognitive illusions e di rendere più efficace l'intervento del legislatore R. LEPENIES - M. MAŁECKA, *The ethics of behavioural public policy*, in A. Lever and A. Paoma, *The Routledge Handbook of Ethics and Public Policy*, Routledge, New York, 2019; ma anche quanto riportato nel report The Behavioural Insights Team, *Test, Learn, Adapt: Developing Public Policy with Randomised Controlled Trials*, 2013, disponibile al seguente indirizzo <https://38r8om2xjhh125mw24492dir-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/2015/07/TLA-1906126.pdf>

due sopra menzionati, non influisce direttamente sulla valutazione e percezione da parte dell'agente economico degli stimoli e incentivi a questo rivolti, bensì influisce sulla propria "autovalutazione" rispetto alla capacità di gestire i rischi e le difficoltà che affronta l'impresa.

1.3. *La necessità di strumenti e incentivi che tengano conto dell'irrazionalità e dei bias del debitore: il ruolo dei "pungoli"*

Nel corso dell'ultimo decennio i c.d. *nudge* (noti anche come "pungoli") e, più in generale, l'architettura delle scelte hanno assunto un particolare rilievo nel dibattito avente ad oggetto la struttura degli interventi legislativi e regolamentari in numerosi ambiti.

È possibile definire il *nudge* come lo stimolo derivante dall'architettura delle scelte che influisce sul comportamento delle persone in modo prevedibile e che raggiunge il proprio obiettivo senza porre obblighi o divieti²⁴³: in altri termini, i *nudge* consistono in misure, anche normative, elaborate sull'assunto che il modo in cui una scelta è presentata influenza il risultato della scelta dell'agente²⁴⁴.

Come numerose ricerche suggeriscono, i *nudge* hanno prodotto sostanziali miglioramenti nel raggiungimento degli obiettivi prefissati dalle singole normative di settore, a fronte di costi trascurabili per l'implementazione di tali strumenti²⁴⁵.

²⁴³ Con il termine *nudge* deve dunque intendersi "qualsiasi aspetto dell'architettura delle scelte che altera il comportamento degli individui in maniera prevedibile, senza proibire alcuna opzione o modificare in misura significativa gli incentivi economici" così R.H. THALER - C.R. SUNSTEIN, *Nudge. Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness*, cit., p. 12. Un'ulteriore e diversa definizione di *nudge* vede questo come un modo di influenzare la scelta senza limitare l'insieme delle scelte o senza rendere le alternative sensibilmente più costose in termini di tempo, problemi e sanzioni sociali. Cfr. D.M HAUSMAN - B. WELCH, *Debate: To Nudge or Not to Nudge*, in *Journal of Political Philosophy*, 2010, p. 123 ss.

²⁴⁴ J. JOHNSON - S. B. SHU, *Beyond nudges: Tools of a choice architecture*, in *Nudging and the Principle of Proportionality*, in K. Mathis, A. Tor (eds.), *Nudging - Possibilities, Limitations and Applications - European Law and Economics*, 2016, p. 487.

²⁴⁵ Si veda con riferimento ai notevoli vantaggi ma anche alle cautele che devono essere adottate nell'utilizzo dei *nudge* P.G HANSEN - A.M. JESPERSEN, *Nudge and the manipulation of choice: A framework for the responsible use of the nudge approach to behaviour change in public policy*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2013, p. 3 ss.

Per un'attenta analisi e raffronto dei *nudges*, anche alla luce del principio di proporzionalità, rispetto agli incentivi tradizionali v. M. SCHWEIZER, *Nudging and the Principle of Proportionality*, in K. Mathis, A. Tor (eds.), *Nudging - Possibilities, Limitations and Applications - European Law and Economics*, 2016, p. 93 ss.

Il c.d. *framing effect* è strettamente collegato ai *nudge*, in quanto può essere identificato come il fenomeno per cui due (o più) descrizioni - sostanzialmente equivalenti - della stessa circostanza o fenomeno conducono a scelte differenti²⁴⁶.

Tale effetto si produce in ragione della diversa percezione di quanto presentato ai soggetti che ricevono un determinato stimolo, influenzandone il successivo procedimento decisionale²⁴⁷.

Ciò posto, il diritto societario della crisi sembra senz'altro poter beneficiare di un approccio che utilizzi e valorizzi i risultati degli studi nell'ambito dell'economia comportamentale, così da intervenire efficacemente laddove i *bias* evidenziati nel secondo capitolo maggiormente influiscono sul processo decisionale dell'imprenditore, facendone deviare la condotta da quella desiderata²⁴⁸.

Come rilevato in precedenza, l'esigenza di supportare il processo decisionale dell'imprenditore si manifesta principalmente nella fase di iniziale emersione della crisi dell'impresa, in cui numerosi *bias* concorrono a incidere sul processo decisionale dell'imprenditore e, in ultima analisi, a vanificare eventuali incentivi a questo rivolti²⁴⁹.

1.4. *Gli early warning tools e la rilevazione della crisi d'impresa: le basi per una tempestiva emersione delle difficoltà dell'imprenditore*

La consapevolezza di dover affiancare e fornire un supporto all'imprenditore sin dalle primissime fasi della crisi si è consolidata nel corso degli ultimi anni e, a livello normativo, ha trovato consacrazione tanto a livello europeo quanto all'interno della disciplina nazionale²⁵⁰.

²⁴⁶ Cfr. E. CARTWRIGHT, *Behavioral Economics*, cit., p. 40, ove si rileva che «framing effects are where essentially equivalent descriptions of the same thing lead to different choices».

²⁴⁷ Si rimanda per un approfondimento a N.S FAGLEY - P.M MILLER, *The effects of decision framing on choice of risky vs certain options*, in *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1987, p. 264 ss. Sul punto altresì E. CARTWRIGHT, *Behavioral Economics*, cit., p. 40 ss.

²⁴⁸ Con riferimento ai benefici di un approccio tridimensionale e interdisciplinare ai fenomeni che interessano il diritto commerciale si rimanda a F. VELLA, *Il pericolo di un'unica storia: il diritto (commerciale) e le nuove frontiere dell'interdisciplinarietà*, cit., p. 723 ss.

²⁴⁹ Con riferimento all'impatto dei *bias* sul processo decisionale dell'imprenditore nel momento in cui si verifica una situazione di crisi si veda E. BRODI, *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente «sistema di allerta e composizione»*, cit., pp. 10-11.

²⁵⁰ La letteratura sul punto è particolarmente ampia. Senza pretesa di esaustività si segnala P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati*,

Una particolare attenzione sul tema è altresì testimoniata da numerose iniziative sperimentali, volte ad affiancare l'imprenditore già durante lo stato di pre-crisi, al fine di aumentare la consapevolezza di quest'ultimo in ordine alle proprie difficoltà, nonché alla necessità di agire senza ritardo per affrontare e risolvere gli ostacoli che si frappongono alla preservazione della continuità aziendale²⁵¹.

Come si vedrà più avanti, i c.d. sistemi di *early warning* e assetti adeguati infra-societari possono fornire una risposta particolarmente efficace agli effetti distorsivi prodotti dall'*overconfidence bias* dell'imprenditore che, come già rilevato in precedenza, influisce sulla valutazione del rischio e sulla capacità di risposta del *decision-maker* rispetto ad eventuali scenari negativi.

Quel che merita evidenziare sin da ora è, da un lato, la presenza di una base normativa che consente di innestare, all'interno del sistema di diritto societario della crisi italiano, una serie di misure "ottimizzate" alla luce degli studi di *behavioral economics*.

Infatti, quanto indicato dall'Art. 3 della Direttiva (UE) 2019/1023 (rubricato "Early warning and access to information"), fornisce un buon punto di partenza per l'adozione, a livello nazionale, degli incentivi frutto degli studi in tema di architettura delle scelte, soprattutto al primo comma in cui si richiede che gli Stati membri si attivino «affinché i debitori abbiano accesso a uno o più strumenti di allerta precoce chiari e trasparenti in grado di individuare situazioni che potrebbero comportare la probabilità di insolvenza e di segnalare al debitore la necessità di agire senza indugio».

rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma, in *Giur. comm.*, 2020, p. 829 ss.; M.L. VITALI, *Sistemi di allerta e crisi di gruppo nel nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: prime riflessioni (anche) alla luce delle recenti tendenze europee*, in *Dir. fall.*, 2019, p. 555 ss.; V. SANTORO, *Tendenze conservative delle imprese nel diritto europeo e italiano della crisi. I costi organizzativi*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 4/2018, pp. 711-729; L. PANZANI, *La proposta di Direttiva della Commissione UE: "early warning", ristrutturazione e seconda "chance"*, in *Fallimento*, 2/2017, p. 129.; M. BIANCA, *Allerta e dintorni: l'adozione delle misure idonee alla tempestiva rilevazione della crisi da parte dell'imprenditore individuale*, in *ODC*, 2020, p. 55 ss.

²⁵¹ Si pensi al progetto Early Warning Europe ("EWE"), cofinanziato dal programma COSME dell'Unione europea che ha coinvolto oltre 15 ordinamenti e numerose istituzioni, una cui descrizione dettagliata è disponibile al seguente indirizzo www.earlywarningeurope.eu/rescewe. Ma anche al progetto Gestione Consapevole ("GE.CO.") dell'Università di Firenze, volto ad affiancare le imprese di minori dimensioni al fine di favorire lo sviluppo di una cultura imprenditoriale attenta al proprio stato di salute, anche per il tramite della formazione delle micro e piccole imprese. Per una descrizione dettagliata del progetto è disponibile al seguente indirizzo www.giurisprudenza.unifi.it/p514.html.

A tal ultimo riguardo, il legislatore italiano ha cristallizzato all'interno dell'art. 3 del Codice della Crisi l'obbligo per l'imprenditore di dotarsi di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla rilevazione tempestiva della crisi d'impresa, prevedendo altresì obblighi di segnalazione posti a carico di soggetti qualificati, nonché di obblighi organizzativi gravanti sull'imprenditore²⁵².

In ragione dell'adozione delle misure riconducibili nel solco dei c.d. strumenti di allerta, al verificarsi di determinate condizioni, perverranno all'imprenditore input e informazioni volti a segnalare a quest'ultimo la presenza di una situazione di crisi²⁵³.

Come si avrà modo di analizzare in dettaglio più avanti, l'adeguatezza degli assetti di cui si deve dotare l'imprenditore ai sensi dell'art. 2086 c.c. e dell'art. 3 CCI al fine di segnalare e consentire la gestione di una situazione di crisi o insolvenza, passa necessariamente dall'effettività capacità di questi di incidere sulla condotta dell'imprenditore: perché l'allerta "suoni" deve essere percepita come tale da quest'ultimo.

In altri termini, onde evitare che eventuali segnalazioni di crisi o difficoltà derivanti dal sistema sopra descritto non restino "lettera morta" - come spesso avviene rispetto ad altri indicatori di difficoltà dell'impresa, trascurati dall'imprenditore - è necessario che si affianchi la segnalazione a un efficace

²⁵² Il Codice della crisi pone un obbligo di segnalazione nei confronti dell'imprenditore sia a carico di enti pubblici quali l'INPS e l'Agenzia delle entrate, sia a carico delle banche e degli intermediari finanziari. L'art. 25-*novies* CCI (rubricato "Segnalazioni dei creditori pubblici qualificati") ha introdotto l'obbligo, a carico dell'Istituto nazionale della previdenza sociale, dell'Istituto nazionale per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro, nonché dell'Agenzia delle entrate, di segnalare all'imprenditore e, qualora sia presente, anche all'organo di controllo, la presenza di: (i) per l'INPS, di ritardi nel versamento dei contributi previdenziali che superino i novanta giorni con soglie diverse, seconda della presenza o meno di lavoratori subordinati o parasubordinati; (ii) per l'Istituto nazionale per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro, di un debito per premi assicurativi che sia scaduto, al pari del precedente punto, da oltre novanta giorni e, comunque, superiore euro 5.000; (iii) per l'Agenzia delle entrate, IVA non versata per un importo superiore a euro 5.000; (iv) per l'Agenzia delle entrate-Riscossione, crediti affidati per la riscossione scaduti da oltre novanta giorni, con una soglia di euro 100.000 per le imprese individuali, di euro 200.000 per le società di persone e di euro 500.000 per le altre tipologie di società. Con riferimento invece alle banche e agli intermediari finanziari, l'art. 25-*decies* CCI dispone che questi «nel momento in cui comunicano al cliente variazioni, revisioni o revoche degli affidamenti, ne danno notizia anche agli organi di controllo societari, se esistenti». Si veda sul tema S. BALSAMO TAGNANI – M. CARLONI, *Obblighi di segnalazione degli organi di controllo societari e delle banche nel nuovo CCII*, in *Società*, 2020, p. 856 ss.; V. MAZZOLETTI, *Ruolo e responsabilità delle banche nelle fasi di allerta e composizione della crisi*, in *Fall.*, 3, 2020, p. 301 ss.

²⁵³ Si veda A. GUIOTTO, *I sistemi di allerta e l'emersione tempestiva della crisi*, in *Fallimento*, 2019, p. 409 ss.

struttura di incentivi rivolti a chi, all'interno dell'impresa, è chiamato a dare concreta attuazione alle misure per risolvere i problemi che questa affronta.

La presenza di una sensibilità diffusa, a livello internazionale e nazionale, riguardo all'inefficacia degli attuali sistemi di incentivi per la rilevazione tempestiva della crisi di impresa che, seppur ognuno con le proprie peculiarità, sono calibrati su una concezione neoclassica dell'agente economico, ha consentito lo sviluppo di una riflessione sulle caratteristiche e le modalità di funzionamento dei sistemi di allerta per la rilevazione della crisi di impresa²⁵⁴.

Per tale motivo, anche in occasione del recepimento da parte dei vari Stati membri della Direttiva (UE) 2019/1023, si presenta l'opportunità per il legislatore di introdurre all'interno dell'ordinamento un sistema di rilevazione della crisi che sia "a prova di umano" e che, quindi, affronti efficacemente la *mala gestio* cognitiva che influenza il processo decisionale dell'imprenditore.

Come avremo modo di rilevare nei successivi paragrafi, un sistema di rilevazione della crisi che risponda al canone dell'adeguatezza posto dall'art. 2086 c.c., così come dall'art. 3 del Codice della crisi, potrà beneficiare dei recenti sviluppi tecnologici pur continuando a necessitare, in relazione ai diversi *bias*, di un'integrazione tra lo strumento algoritmico e apposite tecniche *behaviorally-informed*²⁵⁵.

Nel proseguo della trattazione, dopo aver richiamato in modo sintetico l'impatto della *mala gestio* cognitiva sul processo decisionale dell'imprenditore in crisi, ci si soffermerà sulla riforma del diritto della crisi - approvata con il d.lgs. n. 83/2022 con cui si è recepita la Direttiva (UE) 2019/1023 nel nostro ordinamento –

²⁵⁴ Si veda con riferimento all'ordinamento tedesco come risultante dal recepimento della Direttiva *Restructuring* C.G. PAULUS, *La recente legge tedesca sui quadri di ristrutturazione preventiva*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 1/2021, p. 9 ss. Si veda invece in relazione ai risultati di una vasta ricerca empirica svolta a livello europeo L. STANGHELLINI - R. MOKAL - C.G. PAULUS - I. TIRADO, *Best practices in European restructuring*, cit., p. 5 ss.; E. BRODI, *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa*, cit., p. 8 ss. In relazione invece al ruolo che possono rivestire le autorità A. BARACCO - G. TIEGHI, *Early warning systems (EWSs) and business crisis: building an updated co-operative multidisciplinary institutional approach for tax agencies*, in *Dir. prat. trib. int.*, 2020, p. 19 ss.

²⁵⁵ Con il termine tecniche *behaviorally-informed* si intende ricomprendere, come si avrà modo di approfondire più avanti, l'insieme di strategie e accorgimenti che, facendo ricorso ai risultati emersi nel campo dell'economia comportamentale, consentono di neutralizzare i *bias* degli individui e, in alcuni casi, di far leva su questi ultimi al fine di raggiungere gli obiettivi prefissati. Per un'analisi degli strumenti a disposizione del legislatore per un intervento con tali caratteristiche si rimanda su tutti a A. OLIVER, *Towards a New Political Economy of Behavioral Public Policy*, in *Public Administration Rev.*, 2019, p. 917 ss.; ma anche G.A AKERLOF - ROBERT J. SHILLER, *Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception*, Princeton University Press, Princeton, 2015.

e, in particolar modo, sul risultante sistema di allerta di cui si deve dotare l'imprenditore e la procedura di composizione negoziata della crisi, valutando se (e in che misura) le relative previsioni si prestano a una lettura ed eventuale adeguamento per rispondere alle esigenze rappresentate nel presente capitolo²⁵⁶.

Infine, si procederà a un'analisi delle potenzialità di un'integrazione di strumenti dotati di intelligenza artificiale all'interno del sistema di allerta dell'impresa, procedendo altresì a una disamina separata degli effetti di tale sistema in relazione alla *cognitive illusion* rappresentata dall'*hyperbolic discounting*, nonché dell'*overconfidence bias*.

2. La “*mala gestio cognitiva*” e la necessità di un dialogo virtuoso tra assetti adeguati ed economia comportamentale

2.1. Il ruolo della “mala gestio cognitiva” nel processo decisionale dell'imprenditore in crisi

Come già anticipato all'interno del precedente capitolo, la ritardata attivazione dell'imprenditore per la gestione della crisi potrebbe trovare una motivazione ulteriore rispetto alla ricostruzione incentrata esclusivamente sul *moral hazard* dell'imprenditore e nel disallineamento del rischio derivante dalla prosecuzione dell'attività di impresa, una volta evaporato il capitale di rischio investito dai soci nella società²⁵⁷.

Si è altresì evidenziato che la prosecuzione dell'attività d'impresa in tale situazione potrebbe più efficacemente ricondursi, in numerose situazioni, a un “*mala gestio cognitiva*”, conseguenza degli effetti combinati dei molteplici *bias* cognitivi descritti in precedenza.

Con l'espressione *mala gestio cognitiva* si è inteso qui definire e ricomprendere il fenomeno, differente dal *moral hazard*, per cui l'assunzione (o

²⁵⁶ Per una prima lettura delle novità introdotte con il decreto correttivo al Codice della crisi n. 83 del 17 giugno 2022 v. L. STANGHELLINI, *Il Codice della crisi dopo il d.lgs. 83/2022: la tormentata attuazione della direttiva europea in materia di "quadri di ristrutturazione preventiva"*, in sito *IlCaso.it*, 21 luglio 2022; M. FABIANI, *L'avvio del codice della crisi*, in *Dirittodellacrisi.it*, 5 maggio 2022. Per un'analisi della riforma che ha riguardato l'allerta nel Codice della crisi si veda invece S. PACCHI, *L'allerta tra la reticenza dell'imprenditore e l'opportunismo del creditore. Dal codice della crisi alla composizione negoziata*, in *Dir. fall.*, 2022, p. 501 ss.

²⁵⁷ Cfr. C. GOODHART, *The moral hazard of limited liability*, cit.; L.M. LOPUCKI, *A General Theory of the Dynamics of the State Remedies/Bankruptcy System*, cit., p. 311 ss. F. DRESCHER, *Insolvency Timing as an Agency Problem*, in *Insolvency Timing and Managerial Decision-Making*, cit., p. 10 ss.

mancata assunzione) di determinate scelte è il frutto non di una precisa strategia opportunistica dell'imprenditore, bensì dell'influenza combinata di più *cognitive illusions* che conducono quest'ultimo al compimento di azioni dannose per l'impresa e i suoi *stakeholders*²⁵⁸.

Ecco allora che facendo leva sulle evidenze empiriche emerse nel corso degli ultimi decenni, si tenterà di comprendere le conseguenze dell'attribuzione di un ruolo primario alla *mala gestio* cognitiva dell'imprenditore, riducendo fortemente, da un lato, (i) l'impatto dell'opportunismo (e di strategie opportunistiche) dell'imprenditore, dall'altro lato, (ii) aumentando l'importanza riservata ai limiti, in termini di consapevolezza dell'imprenditore rispetto alla propria situazione, nonché di capacità di elaborare strategie coerenti temporalmente e che massimizzino la propria utilità²⁵⁹.

Ciò tanto sul piano dell'analisi descrittiva del fenomeno, al fine di comprendere le cause della condotta tenuta dall'imprenditore nell'ambito delle varie fasi della crisi d'impresa, quanto sul piano predittivo, al fine di elaborare un modello che sia in grado di intercettare le dinamiche che caratterizzano l'agire dell'imprenditore e, per tale via, fornire indicazioni utili per lo sviluppo di una normativa maggiormente efficace²⁶⁰.

²⁵⁸ L'espressione in questione è stata elaborata dallo scrivente al fine di porre in evidenza le differenze tra il *moral hazard*, concetto ed espressione tradizionale dell'analisi economica basata sul modello economico neoclassico, e il diverso fenomeno a cui è esposto l'imprenditore "umano" dotato di razionalità limitata. Si tratta quindi di un punto di partenza per l'elaborazione e analisi delle diverse e molteplici caratteristiche che la *mala gestio* cognitiva presenta, anche al fine di comprendere gli effetti e le contromisure che possono essere adottate per farvi fronte, necessariamente differenti, in tutto o in parte, da quelle elaborate per il fenomeno del *moral hazard*.

²⁵⁹ Come si analizzerà in dettaglio nel proseguo, al fine di sistematizzare l'insieme di tecniche e di informazioni relative alle strategie per un intervento normativo che tenga conto dei risultati dell'economia comportamentale, è stato sviluppato un report da parte dell'OCSE rivolto ai *policy-maker* nell'ambito della loro attività legislativa e regolamentare e contenente un'analisi strategica in relazione ai diversi *bias* OECD (2019), *Tools and Ethics for Applied Behavioural Insights: The BASIC Toolkit*, cit., p. 16 ss.

²⁶⁰ La qualità del prodotto normativo e del processo che conduce a questo è oggetto di analisi nell'ambito del fenomeno della c.d. "better regulation" che nasce negli anni '80 e si caratterizza per l'approccio di *soft-law* rivolto ai legislatori e autorità dei vari paesi per una migliore produzione legislativa. All'esito di un lungo percorso si è giunti a un accordo interistituzionale tra Parlamento europeo, Consiglio dell'Unione europea e Commissione europea del 12 maggio 2016 per una migliore regolamentazione e la produzione di una legislazione di qualità elevata. In base a tale accordo, tra i fattori che devono essere presi in considerazione nel processo di produzione normativa rientrano (i) la valutazione dell'impatto della norma sui destinatari; (ii) la consultazione del pubblico di destinatari al fine di ricevere un *feedback* sul processo proposto; (iii) la valutazione *ex post* degli effetti e dell'efficacia della norma al fine individuare eventuali modifiche da apportare al sistema normativo introdotto. Sul punto si veda F. GIGLIONI, *Regole migliori producono risultati migliori? La sfida della nuova "agenda" europea sulla better regulation*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2015, p. 597 ss. e, ivi, p. 598 ove si evidenzia che «il principale obiettivo della nuova "agenda" è quello di rendere quanto più concreto e tangibile il miglioramento della

2.2. *Alcune ipotesi di intervento legislativo nell'ambito del diritto della crisi per contrastare la mala gestio cognitiva*

È possibile intervenire in modo efficace sulla *mala gestio* cognitiva al fine di ridurre gli effetti e, in definitiva, avvicinare la condotta dell'imprenditore "umano" a quella desiderata dal legislatore?

Per rispondere a tale quesito è necessario rivolgere la nostra attenzione a un sistema di norme che, tenendo in debita considerazione gli effetti delle *cognitive illusions* sul processo decisionale dell'imprenditore, introduca incentivi e obblighi idonei a far effettivamente presa sulla condotta dell'imprenditore²⁶¹.

Una parte della risposta a tale esigenza, come anticipato nel primo capitolo, può essere fornita dagli studi condotti nell'ambito della c.d. architettura delle scelte che, *inter alia*, si occupano di individuare soluzioni normative volte ad arginare gli effetti dei principali *bias* riscontrati nella condotta degli individui e, in definitiva, indirizzare le scelte di questi ultimi verso la scelta ottimale per il sistema nel suo complesso²⁶².

A tal fine, senza alcuna pretesa di esaustività, si può ipotizzare un approccio normativo riassumibile (i) da un lato nell'abbandono di incentivi che, per collocazione temporale o consistenza, sono percepiti come marginali dall'imprenditore e quindi sistematicamente trascurati da quest'ultimo, a favore di incentivi che facciano leva sull'avversione alle perdite dell'agente economico (ii) dall'altro lato, nell'elaborazione di un sistema che riduca al minimo l'attività necessaria da parte dell'imprenditore per l'attivazione degli strumenti di

regolazione affinché i risultati possano essere apprezzati realisticamente da chi è chiamato ad attuarne l'applicazione e dai destinatari finali». Ma anche S. MARINAI, *L'Unione europea e la better regulation: spunti di riflessione e prospettive future*, in *Eurojus*, 2021, 3, p. 152 ss.; G. VESPERINI, *I costi della disciplina europea sull'economia britannica e le tecniche di better regulation*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2014, p. 263 ss.

²⁶¹ Nella costruzione della norma sarà, quindi, considerato anticipatamente il verificarsi di uno dei *bias* analizzati dagli studi di economia comportamentale e, conseguentemente, ne verranno neutralizzati gli effetti. Cfr. A. AMBROSINO, *Law & Economics e economia cognitiva*, cit., p. 165.

²⁶² Si veda sul punto. J.F. TOMER, *Advanced Introduction to Behavioral Economics*, cit., p. 80 ss.; R.H. THALER - C.R. SUNSTEIN - J. BALZ, *Choice Architecture*, in *The Behavioral Foundations of Public Policy*, E. Shafir (ed.), Princeton University Press, Princeton, p. 428 ss.; ma anche D. LOW, *Behavioral Economics and Policy Design: Examples from Singapore*, Londra, World Scientific, 2012.

regolazione della crisi e, per tale via, superare o marginalizzare eventuali condotte irrazionali dell'imprenditore²⁶³.

L'art. 3 del D.L. 118/2021, convertito in Legge 147/2021 e oggi confluito nell'art. 13 CCI, il quale ha disposto l'istituzione di una piattaforma telematica nazionale nella quale sono reperibili tanto una "lista di controllo particolareggiata", contenente indicazioni operative per la redazione del piano di risanamento, quanto un "test", volto a consentire una verifica effettiva della perseguibilità di un risanamento, rappresenta senz'altro un primo passo nella direzione sopra auspicata, laddove fornisce uno strumento di supporto all'imprenditore per la valutazione della propria situazione²⁶⁴.

Ciò al pari dell'introduzione nel sistema italiano del diritto della crisi della procedura di composizione negoziata della crisi, di cui agli artt. 12 ss. CCI e, in particolare, alla previsione dell'intervento di un soggetto terzo, l'esperto indipendente, su cui ci si soffermerà nei prossimi paragrafi.

Resta pur sempre il problema dell'"ultimo miglio" tra l'emersione di segnali di difficoltà dell'imprenditore e l'effettuazione del test in questione, laddove le *cognitive illusions* esaminate in precedenza e, in particolare, l'*overconfidence bias* potrebbero inibire la volontà di quest'ultimo a ricorrere a tale strumento, in ragione di un'errata valutazione preliminare della propria situazione, così come della propria capacità di gestire la situazione di crisi.

Ecco allora che il dovere dell'imprenditore di istituire un assetto amministrativo, organizzativo e contabile adeguato, anche ai fini della rilevazione

²⁶³ Si veda per una cristallina esposizione delle varie forme di intervento tramite cui far fronte alla *bounded rationality* degli individui e, in ultima analisi, indirizzarne la condotta nella direzione desiderata dal *policy-maker* C.R. SUNSTEIN, *Sludge, What Stops Us from Getting Things Done and What to Do about It*, cit., p. 35 ss.

²⁶⁴ La previsione di una procedura volta a intercettare la crisi di impresa nelle sue fasi iniziali, nonché l'introduzione di strumenti finalizzati ad agevolare l'imprenditore tanto nella valutazione della propria situazione quanto nella redazione del piano di risanamento (grazie all'ausilio di una "check-list"), fornisce uno strumento essenziale per l'individuazione del percorso migliore per la risoluzione della crisi. L'impatto delle *check-list* al fine di ridurre l'impatto dei *bias* che agiscono sul processo decisionale dell'individuo è stato oggetto di numerosi studi, in più campi, che ne hanno confermato l'efficacia. Si veda F. VELLA, *Arbitri e giudici che decidono*, cit., p. 326 ove l'A. rileva che «la checklist può rappresentare il metodo migliore per ridurre gli sbagli e programmare i processi decisionali nelle situazioni più variegate, da quelle semplici a quelle più complesse». Ma anche A. GAWANDE, *Checklist. Come fare andare meglio le cose*, Einaudi, Torino, 2011; M. CRISTOFARO, *Reducing biases of decision-making processes in complex organizations*, in *Management Research Review*, 2017, p. 270 ss. e, ivi, p. 287.

Si veda con riferimento alla procedura di composizione negoziata della crisi e alle finalità del test pratico. Cfr. P. VELLA, *Le finalità della composizione negoziata e la struttura del percorso. Confronto col CCII*, in *Fallimento*, 2021, p. 1496 ss. e, ivi, p. 1493; M. FABIANI - I. PAGNI, *Introduzione alla composizione negoziata*, in *Fallimento*, 2021, p. 1477 ss.

tempestiva della crisi di impresa, dovere previsto sia dall'art. 2086, secondo comma, c.c., così come dalla nuova formulazione dell'art. 3 CCI, può rappresentare il ponte tra il manifestarsi dei primi segnali di difficoltà - che come più volte evidenziato potrebbero essere sottovalutati dall'imprenditore - e l'effettivo ricorso a uno strumento di verifica e gestione dello stato di crisi²⁶⁵.

L'istituzione di un apparato informativo efficiente che raccolga e convogli i segnali di difficoltà dell'impresa all'organo gestorio e di controllo consente - se collegato a un obbligo di verifica e rendicontazione sugli esiti di tale verifica, così come richiesto dal combinato disposto degli artt. 3 e 25-*octies* CCI - di diminuire drasticamente le ipotesi di mancata presa di consapevolezza sulla necessità di attivarsi per la gestione della crisi²⁶⁶.

Gli assetti in questione possono infine costituire, anche in considerazione dell'ampia discrezionalità e flessibilità concessa all'imprenditore nella loro elaborazione, il mezzo attraverso il quale introdurre, all'interno dell'organizzazione dell'impresa, strumenti e meccanismi che raccolgano la sfida posta dalla *bounded rationality* dell'imprenditore e vi forniscano una risposta efficace.

2.3. *Le perdite e i guadagni nel diritto della crisi: costi presenti e benefici futuri*

²⁶⁵ A seguito della riforma dell'art. 2086 c.c., nonché a seguito della notevole enfasi prestata posta dal CCI, si è sviluppato in dottrina un ampio dibattito e riflessione sulla struttura, finalità e contenuto dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato da istituirsi a cura dell'imprenditore. Si rimanda sul punto a P. MONTALENTI, *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, cit. p. 829 ss.; E. GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, in *Banca Borsa*, 2021, p. 552 ss.; L. CALVOSA, *Gestione dell'impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475*, in *Società*, 2019, p. 799 ss.; V. DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. soc.*, 2017, p. 311 ss. A. BARTALENA, *Assetti organizzativi e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2020, p. 1339 ss.

²⁶⁶ Ai sensi dell'art. 25-*octies* CCI si richiede infatti all'organo di controllo di segnalare per iscritto all'organo amministrativo la sussistenza «dei presupposti per la presentazione dell'istanza di cui all'articolo 12, comma 1» per l'apertura di una procedura di composizione negoziata della crisi. Entro trenta giorni dalla ricezione della segnalazione da parte dell'organo di controllo, la quale deve essere motivata, l'organo amministrativo deve quindi riferire riguardo alle iniziative intraprese per far fronte alle difficoltà emerse. Sul punto si veda V. CALANDRA BUONAURA, *Ruolo e responsabilità degli organi di controllo societari nel Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2021, p. 1 ss., p. 791 ss.; F. SUDIERO, *Codice della crisi e misure di allerta: nuove frontiere e nuove prospettive in tema di responsabilità del collegio sindacale?*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, p. 1901 ss.; M. BINI, *Procedura di allerta: indicatori della crisi ed obbligo di segnalazione da parte degli organi di controllo*, in *Società*, 2019, p. 430 ss.

La crisi di impresa è generalmente collegata alla sopportazione, da parte della società e dei creditori, di costi e perdite rilevanti.

Invero per portare a termine o anche solo tentare una ristrutturazione economico-finanziaria, sono spesso necessari sacrifici che possono assumere, da lato dei soci, la forma di una diluizione o di un azzeramento della partecipazione nel capitale della società, mentre, dal lato dei creditori, assumerà generalmente la forma di una falcidia o di una dilazione nel pagamento²⁶⁷.

Ciò senza considerare le importanti ripercussioni su tutti gli *stakeholder* dell'impresa (*in primis* i lavoratori), che frequentemente accompagnano una ristrutturazione.

Come già chiarito nel precedente capitolo, tali conseguenze si innestano in un processo decisionale dell'imprenditore avverso alle perdite e, pertanto, in ragione della prospettiva "distorta" causata dal fenomeno della *loss aversion*, quest'ultimo presenterà una tendenza a procrastinare l'accesso a una procedura di ristrutturazione, al fine di evitare, nel breve termine, le perdite in questione.

Come può il legislatore affrontare gli effetti della *loss aversion* nel contesto della crisi d'impresa? E, più specificamente, come può sfruttare tale illusione cognitiva a vantaggio di un'emersione tempestiva della crisi d'impresa?

Tra le perdite collegate alla crisi di impresa, si è evidenziato, figurano tanto il rischio di una perdita (parziale o totale) del controllo sulla gestione dell'impresa, quanto i costi (immediati) dei professionisti e, più in generale, per l'elaborazione di un piano di rilancio aziendale. I benefici, diversamente, come si è già avuto modo di rilevare, sono posti in un futuro più distante e caratterizzati da una profonda incertezza.

Sebbene tale sequenza temporale di costi e benefici sia difficilmente modificabile, è invece possibile modificare la prospettiva fornita all'imprenditore rispetto alle varie opzioni a propria disposizione, fornendo un'informazione chiara e precisa delle conseguenze e dei costi associati all'inerzia e al deflagrare della crisi senza interventi adeguati²⁶⁸. Una valorizzazione ed efficace rappresentazione delle

²⁶⁷ Le modalità con cui è possibile procedere a una ristrutturazione e le misure per attuarla sono numerose e variano a seconda delle dimensioni e dello stato dell'impresa. Ciò che accomuna, in ogni caso, le varie procedure e le previsioni dei relativi piani di ristrutturazione è la sopportazione, da parte di tutte (o alcune) delle categorie di soggetti coinvolti, di un sacrificio che consenta il recupero dell'equilibrio economico-finanziario.

²⁶⁸ Le modalità con cui si presenta un determinato evento può, invero, incidere sulla decisione finale dell'individuo in modo sistematico e prevedibile I.P. LEVIN - S.L. SCHNEIDER - G.J.

perdite associate all'inazione può, invero, sfruttare la *loss aversion* dell'imprenditore in modo diametralmente opposto rispetto agli effetti che tale *cognitive illusion* produce sul processo decisionale di quest'ultimo in assenza di un intervento volto a fornire un quadro informativo completo e, in ultima analisi, a razionalizzarne la condotta.

Da tale considerazione emerge l'importanza di strutturare gli assetti interni all'impresa in modo tale che siano in grado (i) di rilevare i segnali di crisi sulla base dei parametri e di regole appositamente elaborate (e su cui si tornerà più avanti), nonché (ii) di fornire l'informazione in modo tale da produrre un'effettiva reazione e una gestione delle difficoltà emerse da parte dell'imprenditore.

3. Gli assetti adeguati e la razionalizzazione dell'imprenditore

3.1. Gli assetti organizzativi adeguati ed emersione tempestiva della crisi

Si è già rilevato che l'art. 2086, comma 2, c.c. dispone che «l'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale»²⁶⁹.

GAETH, *All Frames Are Not Created Equal: A Typology and Critical Analysis of Framing Effects*, in *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1998, p. 149 ss. Si veda OECD (2019), *Tools and Ethics for Applied Behavioural Insights: The BASIC Toolkit*, cit., p. 31 ss

²⁶⁹ Per un inquadramento della disciplina e della portata applicativa della disposizione in tema di assetti adeguati organizzativi, amministrativi e contabili interni all'impresa si rimanda a S. FORTUNATO, *Assetti organizzativi e crisi d'impresa: una sintesi*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, p. 549 ss.; P. BASTIA - E. RICCIARDIELLO, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi: tra principi generali e scienza aziendale*, in *Banca impr. soc.*, 2020, p. 359 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi nella Società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2020, p. 439 ss.; M. IRRERA, *La collocazione degli assetti organizzativi e l'instestazione del relativo obbligo*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2020, p. 115 ss.; per una lettura della disposizione in esame con specifico riferimento alle società di persone si veda invece G. GARESIO, *Il contenuto degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nelle società di persone*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2022, p. 27 ss.; F. MACARIO, *La riforma dell'art. 2086 c.c. nel contesto del codice della crisi e dell'insolvenza e i suoi riflessi sul sistema della responsabilità degli organi sociali*, in www.dirittodellacrisi.it, 26 Maggio 2022; M. CIAN, *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *NLCC*, 2019, p. 1160 ss.; P. MONTALENTI, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in *Nuovo diritto societario*, 2021, p. 11 ss.; M. FABIANI, *Dai finanziamenti alla adeguatezza dell'assetto finanziario della società*, in *Dir. fall.*, 2021, p. 1312 ss.; V. DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. soc.*, 2017, 324. R. RORDORF, *Gli assetti organizzativi dell'impresa ed i doveri degli amministratori di società delineati dal novellato art. 2086, comma 2, c.c.*, in *Società*, 2021, p. 1325 ss.

Come è noto, la disposizione utilizza gli stessi termini già contenuti nell'art. 2381, comma 5, c.c., ove si richiede agli organi delegati, nell'ambito della società per azioni, di curare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, in considerazione della natura e delle dimensioni dell'impresa, così come nell'art. 2403, comma 1, c.c., in questo caso in relazione al dovere di vigilanza posto a carico del collegio sindacale²⁷⁰.

L'art. 3, comma 2, CCI, per il tramite di un rinvio diretto all'art. 2086 c.c., prevede che «l'imprenditore collettivo deve istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato ai sensi dell'articolo 2086 del codice civile, ai fini della tempestiva rilevazione dello stato di crisi e dell'assunzione di idonee iniziative», richiedendo all'imprenditore, al pari dell'art. 2086 c.c., di attivarsi tempestivamente per la gestione e risoluzione delle difficoltà rilevate²⁷¹.

Sempre all'interno dell'art. 3 CCI, il terzo comma richiede che gli assetti in questione siano effettivamente idonei alla rilevazione della crisi d'impresa, consentendo quantomeno di (i) segnalare la presenza di squilibri di carattere sia patrimoniale che economico-finanziario;²⁷² (ii) effettuare una verifica circa la sostenibilità dei debiti, così come il permanere di prospettive di continuità aziendale con una prospettiva pari a dodici mesi; (iii) rilevare la presenza dei segnali espressamente individuati al comma 4 dello stesso articolo 3; (iv) ottenere tutte le informazioni necessarie per la compilazione della lista di controllo particolareggiata e il compimento del test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento, previsti all'art. 13, comma 2, CCI²⁷³.

²⁷⁰ Si veda sul punto A. BARTALENA, *Assetti organizzativi e business judgment rule*, cit., p. 1352, ove si rileva una sostanziale continuità rispetto al passato nella novella in commento, salvo per l'esplicito collegamento funzionale tra assetto adeguato e rilevazione tempestiva della crisi d'impresa.

²⁷¹ Per una lettura combinata dell'art. 3 CCI e dell'art. 2086 c.c. si veda su tutti O. CAGNASSO, *L'obbligo di attivazione in caso di crisi o di perdita della continuità aziendale*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, p. 901 ss.

²⁷² L'art. 3, secondo comma, CCI richiede espressamente che gli assetti in questione siano «rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore».

²⁷³ Con la l. n. 233 del 2021, che ha convertito il d.l. 152 del 2021, sono stati introdotti gli articoli: (i) 30-ter (interoperabilità tra la piattaforma telematica nazionale per la composizione negoziata per la soluzione delle crisi d'impresa e altre banche di dati) (ii) l'articolo 30-quater (scambio di documentazione e di dati contenuti nella piattaforma telematica nazionale per la composizione negoziata per la soluzione delle crisi d'impresa tra l'imprenditore e i creditori), (iii) l'articolo 30-quinquies (istituzione di un programma informatico per la sostenibilità del debito e l'elaborazione di piani di rateizzazione automatici nell'ambito della composizione negoziata per la soluzione delle crisi d'impresa), nonché l'articolo 30-sexies (segnalazioni dei creditori pubblici qualificati).

Si è osservato in dottrina che il Codice della crisi e dell'insolvenza ha, per il tramite della specificazione dei doveri degli organi gestori e degli organi di controllo, reso maggiormente stringenti la loro responsabilità nel momento in cui si manifestano i segnali della crisi d'impresa²⁷⁴.

Il sistema di misure richiamato sopra è sia (i) volto a consentire un efficace monitoraggio e gestione dell'impresa in assenza di difficoltà, (ii) sia espressamente volto anche ad agevolare l'emersione tempestiva delle difficoltà dell'impresa, così come la sollecita adozione delle iniziative idonee a consentire il superamento dello stato di crisi. Se è vero che, in linea generale, la novella introdotta nel Codice civile e nel Codice della crisi rappresenta in ampi tratti la specificazione di un sistema di obblighi e doveri preesistenti in quanto desumibili dal complesso di regole in materia, è altresì vero che tali obblighi e doveri, oggi, vedono una disciplina di dettaglio che investe anche il piano procedimentale che porta all'adozione (o mancata adozione) delle iniziative rese necessarie dalla situazione in cui si trova l'impresa²⁷⁵.

Resta da vedere se, nell'applicazione concreta della norma, tale maggior dettaglio condurrà ad una più efficace e agevole valutazione della condotta degli organi incaricati di istituire gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili richiesti dall'art. 2068 c.c., consentendo di individuare con maggior facilità omissioni dell'organo gestorio rispetto a segnali "qualificati" di crisi che esulino dal tradizionale sistema del patrimonio netto. A tal riguardo viene sicuramente in rilievo il dovere, fissato dall'art. 2086 c.c., secondo comma, di istituire assetti organizzativi che consentano all'organo gestorio di rilevare tempestivamente lo stato di crisi dell'impresa. Invero, proprio al fine di consentire la rilevazione tempestiva e anticipata della crisi d'impresa, tali assetti assumono un ruolo di primaria importanza, al fine di garantire all'organo gestorio un flusso di informazioni costante e, comunque, adeguato alla fase e agli eventi che caratterizzano l'attività di impresa²⁷⁶.

²⁷⁴ Sul punto si rimanda a V. CALANDRA BUONAURA, *Ruolo e responsabilità degli organi di controllo societari nel Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2021, p. 791 ss.

²⁷⁵ Sul punto V. CALANDRA BUONAURA, *Ruolo e responsabilità degli organi di controllo societari nel Codice della crisi e dell'insolvenza*, cit., pp. 791-792.

²⁷⁶ L'art. 14, comma 1, CCI, nella parte in cui stabilisce il dovere dei sindaci di vigilare sulla verifica costante da parte del consiglio di amministrazione circa l'adeguatezza degli assetti contabili dell'impresa, testimonia la portata innovativa della novella legislativa rispetto al precedente assetto normativo. Si veda con riferimento alla necessità che gli assetti garantiscano un flusso costante di informazioni che, nell'ambito delle proprie funzioni, devono essere valutate

Come rilevato in precedenza e da più parti evidenziato, gli indici della crisi sono spesso ignorati dall'imprenditore, anche a causa dell'incapacità degli assetti di fornire un *feedback* costante rispetto allo stato di salute dell'impresa, in modo tale da consentire una reazione tempestiva al verificarsi di eventi che spesso richiedono un intervento immediato al fine di evitare un aggravamento della situazione²⁷⁷.

In considerazione di ciò si è reso necessario, da un lato, di rafforzare il sistema di responsabilità che regola l'obbligo per l'imprenditore di dotarsi di una struttura idonea alla verifica costante sull'andamento della società, dall'altro lato, di introdurre alcuni segnali "tipizzati" della crisi di impresa, la cui rilevazione comporta l'obbligo per l'organo gestorio di attivarsi senza indugio per affrontare le difficoltà emerse.

3.2. *I segnali di cui all'art. 3 CCI e la razionalizzazione del debitore nella rilevazione della crisi*

Si è rilevato nel primo capitolo che, sotto numerosi e importanti aspetti, l'attivazione dell'imprenditore per la gestione della propria crisi nella fase che precede il "primo round" di confronto con i creditori è, di fatto, dipendente quasi *in toto* dall'esito processo decisionale interno all'impresa.

Ciò a differenza di quanto avviene con i creditori, soggetti alle norme che regolano la condotta di questi ultimi all'interno di una procedura concorsuale: i creditori, si è detto, sono investiti da una disciplina "razionalizzante" volta a perseguire più fini, dalla massimizzazione dell'utilità dei creditori stessi, alla preservazione della continuità aziendale, ove possibile.

La nuova formulazione dell'art. 3 del Codice della crisi, oltre a ribadire l'obbligo per l'imprenditore di dotarsi di assetti amministrativi, organizzativi e contabili adeguati, individua al quarto comma una serie di segnali per la rilevazione

dall'organo gestorio E. GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, cit., p. 560 ss. ove l'A. rileva che «gli assetti contabili devono essere oggi strutturati - alla stregua del combinato disposto degli artt. 2086 e 2381 c.c. - per cadenzare i tempi dell'informazione al consiglio in modo variabile, ossia parametrato al momento e ai fatti vissuti dall'impresa».

²⁷⁷ Si veda sul punto R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 304 ss.; S. MANSOLDO, *Adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nella gestione della crisi di società per azioni*, in *Contratto e impresa*, 2021, p. 1288 e ss. e, *ivi*, p. 1296. Si è già dato conto in precedenza della inidoneità di un sistema basato esclusivamente sul capitale sociale per la rilevazione tempestiva dei segnali di crisi della società.

tempestiva della crisi di impresa: a ben vedere, in presenza di tali segnali, si pone un obbligo rafforzato in capo all'organo gestorio di valutazione dello stato complessivo di salute dell'impresa, così come di adozione di misure idonee a fronteggiare la crisi che interessa quest'ultima²⁷⁸. Invero, ai sensi dell'art. 3, quarto comma, CCI, devono essere considerati segnali di crisi (i) la presenza di debiti per retribuzioni che siano scaduti da almeno trenta giorni e quantomeno pari a «oltre la metà dell'ammontare complessivo mensile delle retribuzioni»; (ii) la presenza di debiti nei confronti dei fornitori che siano scaduti da almeno novanta giorni per un importo superiore a quello dei debiti non ancora scaduti; (iii) la presenza di esposizioni nei confronti di banche e altri intermediari finanziari scadute da più di sessanta giorni²⁷⁹; (iv) la presenza di una o più esposizioni debitorie nei confronti dell'INPS e dell'Agenzia delle entrate²⁸⁰.

Gli amministratori, dunque, devono predisporre degli assetti in grado di cogliere *quantomeno* i segnali sopra richiamati e, a seguito della loro rilevazione, attivarsi per la gestione delle eventuali difficoltà riscontrate a seguito di una verifica approfondita dello stato di salute dell'impresa che i segnali in questione impongono. Tra gli strumenti per la gestione delle difficoltà riscontrate, il Codice della crisi mette a disposizione dell'imprenditore la procedura di composizione negoziata della crisi che, come si avrà modo di evidenziare nel prossimo paragrafo, rappresenta uno strumento capace, se correttamente impiegato, di fornire un aiuto "razionalizzante" all'imprenditore in crisi.

3.3. *La procedura di composizione negoziata della crisi ed esperto: gli effetti sui bias*

La procedura di composizione negoziata della crisi, disciplinata dagli articoli 12 e seguenti del Codice della crisi, rappresenta uno dei principali strumenti

²⁷⁸ Sul punto per una prima lettura si rimanda a S. LEUZZI, *L'evoluzione del valore della continuità aziendale nelle procedure concorsuali*, in *Nuove leggi civ.*, 2022, p. 479 ss.; ma anche F. MACARIO, *La riforma dell'art. 2086 c.c. nel contesto del codice della crisi e dell'insolvenza e i suoi riflessi sul sistema della responsabilità degli organi sociali*, cit., p. 3 in nota.

²⁷⁹ Ovvero che abbiano superato, da almeno sessanta giorni, il limite degli affidamenti a condizione che questi rappresentino complessivamente "almeno il cinque per cento del totale delle esposizioni".

²⁸⁰ Si veda con riferimento dei segnali di allarme nella nuova formulazione dell'art. 3 CCI a seguito dell'adozione del decreto legislativo del 17 giugno 2022, n. 83, F. DI CIOMMO, *La responsabilità civile di inizio millennio. Il caso del nuovo art. 2086 c.c. in tema di responsabilità di imprenditore e amministratori*, in *Danno e responsabilità*, 2022, p. 413 ss. e, ivi, p. 421.

individuati dal legislatore per consentire l'emersione e gestione tempestiva della crisi d'impresa, coinvolgendo i creditori all'interno di un percorso volto al raggiungimento di un potenziale accordo per il superamento delle difficoltà del debitore²⁸¹.

In estrema sintesi, la composizione negoziata della crisi si contraddistingue per (i) l'obiettivo di un risanamento precoce dell'impresa per il tramite di uno strumento attivabile dall'imprenditore e, nella sua quasi totalità, stragiudiziale²⁸²; (ii) il mantenimento della continuità nella gestione da parte dell'imprenditore nel corso delle trattative con i creditori, in presenza dell'intervento di un soggetto terzo, l'esperto indipendente, chiamato ad agevolare il dialogo con i creditori e a «valutare l'esistenza di una concreta prospettiva di risanamento, anche alla luce delle informazioni assunte dall'organo di controllo e dal revisore legale, ove in carica» (iii) l'instaurazione in una fase precoce di un dialogo e di trattative con i creditori interessati, al pari della previsione di una loro tutela, qualora l'imprenditore chieda misure protettive, la quale è garantita dall'interessamento del giudice per la loro concessione ed eventuale revoca²⁸³.

L'esperto sarà quindi chiamato nel corso delle trattative a valutare e monitorare la presenza delle condizioni necessarie per la prosecuzione della procedura, anche individuando gli atti che possono porsi in contrasto con gli interessi dei creditori, rendendo noto tale circostanza tanto all'imprenditore quanto all'organo di controllo e, qualora l'atto sia compiuto nonostante la segnalazione,

²⁸¹ Per un inquadramento generale dell'istituto si rimanda a S. PACCHI, *L'allerta tra la reticenza dell'imprenditore e l'opportunità del creditore. Dal codice della crisi alla composizione negoziata*, in *Dir. fall.*, 2022, p. 501 ss.; P. VELLA, *Le finalità della composizione negoziata e la struttura del percorso. Confronto col CCII*, cit., p. 1489 ss.; M. FABIANI, I. PAGNI, *Introduzione alla composizione negoziata*, p., 1477 ss. Per un'analisi dei profili processuali della composizione negoziata della crisi si veda L. BACCAGLINI, *Il procedimento di conferma, revoca o modifica delle misure protettive e di concessione delle misure cautelari, nella composizione negoziata della crisi*, in *Riv. dir. proc.*, 2022, p. 635 ss.; R. GUIDOTTI, *La crisi di impresa nell'era Draghi: la composizione negoziata e il concordato semplificato*, in *IlCaso.it*, 8 settembre 2021; L. PANZANI, *La composizione negoziata dopo lo schema di decreto legislativo del C.d.M. del 17 marzo 2022*, in *Dirittodellacrisi.it*, 19 aprile 2022.

²⁸² Il quale dovrebbe essere in grado di individuare la crisi sulla base di assetti adeguati su cui ci si soffermerà più avanti.

²⁸³ Si veda il parere n. 832 del Consiglio di Stato, pubblicato il 13 maggio 2022, il quale si esprime in senso favorevole allo schema di decreto legislativo per il recepimento delle modifiche al Codice della crisi di impresa in attuazione della Direttiva (UE) 2019/1023. Sulla revoca delle misure concesse si veda L. BACCAGLINI, *Il procedimento di conferma, revoca o modifica delle misure protettive e di concessione delle misure cautelari, nella composizione negoziata della crisi*, in *Riv. dir. proc.*, 2022, p. 635 ss.; F. DE SANTIS, *Le misure protettive e cautelari nella soluzione negoziata della crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 2021, p. 1536 ss.

iscrivendo, ai sensi dell'art. 21, comma 4, CCI il proprio dissenso presso il registro delle imprese²⁸⁴.

Oltre a ciò, deve rilevarsi che, in caso di esito infruttuoso delle trattative avviate in seno alla procedura di composizione negoziata della crisi, che deve essere attestato dallo stesso esperto, è prevista per il debitore la possibilità di accedere, oltre alle ordinarie procedure di regolazione della crisi e dell'insolvenza, anche a strumenti di regolazione della crisi connotati da alcune agevolazioni rispetto a quegli ordinari al fine di incentivare il ricorso a tale procedura²⁸⁵.

Dalle previsioni appena richiamate emerge, dunque, l'importanza del ruolo dell'esperto indipendente all'interno della procedura di composizione negoziata della crisi: quest'ultimo è infatti chiamato a fornire un apporto esterno "razionalizzante", volto a supportare il debitore (e i creditori) nel corso delle trattative e, più in generale della procedura e, contemporaneamente, a rilevare tempestivamente la mancanza delle condizioni necessarie per la soluzione della crisi²⁸⁶.

Quanto rilevato con riferimento ai *bias* che caratterizzano il processo decisionale dell'imprenditore e, in particolar modo, con riferimento all'*overconfidence bias* e all'*illusion of control*, consente di comprendere appieno gli effetti che può produrre la presenza di un terzo chiamato a fornire un *feedback* costante all'imprenditore rispetto alle scelte e ai piani elaborati per il superamento della crisi. La presenza di un soggetto terzo, professionale, che affianca il soggetto economico nel momento in cui è chiamato ad adottare decisioni e a elaborare una strategia complessa riduce fortemente - sebbene non lo elimini - l'impatto dei *bias* sopra richiamati²⁸⁷.

²⁸⁴ Ai sensi dell'art. 21, comma 4, CCI, qualora l'atto pregiudichi gli interessi dei creditori, l'iscrizione del dissenso dell'esperto presso il registro delle imprese è obbligatoria.

²⁸⁵ Si pensi al concordato semplificato ex art. 25-*sexies* CCI, qualora l'imprenditore si sia comportato secondo buona fede e correttezza.

²⁸⁶ Sulla figura e il ruolo dell'esperto nella procedura di composizione negoziata della crisi si veda F. MICHELOTTI, *La gestione dell'impresa e il ruolo dell'esperto*, in *Fallimento*, 2021, p. 1561 ss.; A. GUIOTTO, *La figura dell'esperto e la conduzione delle trattative nella composizione negoziata della crisi*, in *Fallimento*, 2021, p. 1527 ss.; P. RIVA, *Ruolo e funzioni dell'esperto "facilitatore"*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 30 settembre 2021; R. RANALLI, *Il comportamento dell'imprenditore ed il ruolo dell'esperto anche alla luce del decreto dirigenziale*, in *Fallimento*, 2021, p. 1513 ss.

²⁸⁷ Con riferimento alla consulenza in ambito finanziario e all'impatto che il ruolo di un esperto, che affianchi gli investitori, in relazione agli effetti dei *bias* sul processo decisionale si rimanda si veda N. LINCIANO, *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, p. 135 ss.; E. RIGHINI, *Behavioural law and economics*, cit., p. 136 ss.

Ciò ha come duplice effetto, nell'ambito di una procedura come la composizione negoziata della crisi, ove l'obiettivo è quello di affrontare le difficoltà dell'impresa in una fase precoce, per il tramite di un confronto con i creditori, di (i) indirizzare sin da subito l'azione dell'imprenditore verso strategie effettivamente attuabili e che rispecchino le possibilità del debitore; (ii) di ancorare il tentativo di ristrutturazione e il suo sviluppo alla realtà in cui si trova l'impresa, consentendo di rilevare tempestivamente l'inattuabilità del piano proposto ai creditori.

In altri termini, la presenza dell'esperto indipendente può contribuire a ridurre in modo sostanziale i fenomeni di irrazionalità dettati dall'influenza dei *bias* analizzati in precedenza, oltre a fornire un supporto tecnico per l'elaborazione di una strategia di rilancio dell'impresa²⁸⁸.

Perché l'imprenditore decida di accedere alla procedura di composizione negoziata della crisi e beneficiare, quindi, di un confronto "assistito" con i creditori per la gestione delle proprie difficoltà, è tuttavia necessario che questi abbia conoscenza e rilevi la presenza di segnali di crisi che lo inducano ad attivarsi per la loro risoluzione.

A tal scopo, come si vedrà nel prossimo paragrafo, la presenza di assetti adeguati all'interno dell'impresa può rivestire un ruolo fondamentale per la segnalazione di una situazione di difficoltà e la conseguente attivazione dell'imprenditore per farvi fronte.

3.4. *L'imprenditore umano e gli assetti organizzativi*

Fermi i segnali di crisi elencati all'art. 3, comma 4, CCI e di cui si è dato conto nei precedenti paragrafi, il legislatore non fornisce ulteriori indicazioni riguardo alle caratteristiche degli assetti di cui si deve dotare l'imprenditore, salvo specificare la necessità di una loro adeguatezza a segnalare e consentire l'attivazione dell'imprenditore per gestione della crisi²⁸⁹.

Alla luce di quanto rilevato in relazione all'influenza sistematica e prevedibile delle *cognitive illusions* sul processo decisionale dell'imprenditore,

²⁸⁸ Sul punto si veda OECD (2019), *Tools and Ethics for Applied Behavioural Insights: The BASIC Toolkit*, cit., p. 100 ove si evidenzia la necessità di prevedere meccanismi a supporto del processo decisionale dell'individuo al fine di neutralizzare l'impatto dei principali *bias* nel momento della valutazione dello scenario di riferimento e della scelta.

²⁸⁹ S. LEUZZI, *L'evoluzione del valore della continuità aziendale nelle procedure concorsuali*, in *Nuove leggi civ.*, 2022, p. 498 ss.

perché possa essere rispettato il requisito dell'adeguatezza degli assetti è di tutta evidenza che sarà necessario che questi ultimi, una volta istituiti, siano effettivamente in grado di intercettare e superare fenomeni di irrazionalità che, come rilevato in precedenza, rischiano di rendere “lettera morta” i segnali di allerta da questi prodotti²⁹⁰.

Gli assetti adeguati richiesti dall'art. 2086 c.c. e dall'art. 3 CCI appaiono il “banco di prova” ideale per l'elaborazione di indicazioni normative o anche solo di buone prassi che tengano conto dei risultati raggiunti nell'ambito degli studi di economia comportamentale: ciò, da un lato, in ragione dell'ampia flessibilità accordata dal legislatore con riferimento alla forma e al contenuto degli assetti in questione, dall'altro lato, in considerazione della natura stessa di tali assetti, chiamati a svolgere un'attività di segnalazione e razionalizzazione dell'imprenditore nello svolgimento dell'attività di impresa.

Al fine di affrontare efficacemente la *mala gestio* cognitiva che grava sui soggetti che operano all'interno dell'impresa, è necessario fare ricorso a strumenti e tecniche elaborate per contrastare i *bias* dell'agente umano, ciò anche facendo propri i formidabili vantaggi che lo sviluppo tecnologico e la digitalizzazione possono offrire in tale ambito (e su cui ci si soffermerà nel prossimo paragrafo).

Un'ottima base di partenza per un intervento che faccia tesoro dei risultati ottenuti nel campo dell'economia comportamentale è fornita dal report “*Tools and Ethics for Applied Behavioural Insights: The BASIC Toolkit*” (noto anche solamente come “*BASIC Framework*”) dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OECD), ove sono elencate - in modo esaustivo e dettagliato - indicazioni di *policy* per l'elaborazione di strategie normative “*behaviourally-informed*”²⁹¹.

²⁹⁰ Per una valutazione avente a oggetto l'adeguatezza degli assetti sarà necessario prendere in considerazione le regole e le prassi che identificano la corretta gestione amministrativa, organizzativa e contabile e calarle all'interno dello specifico caso, al fine di valutarne l'idoneità a svolgere le proprie funzioni in relazione alle dimensioni e alla natura dell'impresa. In questo senso F. MACARIO, *La riforma dell'art. 2086 c.c. nel contesto del codice della crisi e dell'insolvenza e i suoi riflessi sul sistema della responsabilità degli organi sociali*, cit., p. 5, ove l'A. rileva che gli assetti possono considerarsi adeguati «se consentono in termini effettivi il monitoraggio [...] in ogni momento, proprio per la funzione di prevenzione affidata alla nuova disposizione normativa». Nello stesso senso; P. MONTALENTI, *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta nella riforma Rordorf*, in *NDS*, 2017, p. 951 ss. In giurisprudenza si veda Trib. Milano, 21 ottobre 2019, in *Giur. it.*, 2020, p. 363 ss.; Trib. Cagliari, 19 gennaio 2022, in *Onelegale.it*, 2022; Trib. Roma, 8 aprile 2020, in *Giur. it.* 2021, p. 103 ss.

²⁹¹ Si veda OECD (2019), *Tools and Ethics for Applied Behavioural Insights: The BASIC Toolkit*, cit., p. 13, ove si evidenzia che «a better understanding of human behaviour can lead to

Tra le principali strategie ivi elencate al fine di gestire e ridurre gli effetti delle *cognitive illusions* sulla condotta degli individui, è prevista l'adozione di misure che: (i) includano scelte e conseguenze di “*default*”, al fine di valorizzare e sfruttare la tendenza da parte degli individui a privilegiare l'impostazione di base offerta (ii) forniscano un supporto nella decisione dell'individuo, al fine neutralizzare eventuali euristiche e pregiudizi dell'individuo nel momento della decisione (iii) presentino i risultati di una determinata scelta in modo tale da indirizzarne il contenuto, facendo leva sui *bias* rilevati nel processo decisionale dell'individuo²⁹².

L'utilizzo combinato delle strategie di intervento sopra richiamate può consentire di aumentare significativamente l'efficacia delle norme preposte all'emersione tempestiva della crisi di impresa, senza un aggravio di costi a carico dell'impresa destinataria delle disposizioni o delle risorse pubbliche.

3.5. *Il ruolo dei creditori finanziari nel Codice della crisi per rilevazione tempestiva della crisi d'impresa*

Come è noto, i creditori finanziari possono contribuire in modo sostanziale a favorire tale emersione tempestiva, qualora questi siano dotati di una struttura in grado di cogliere gli indizi di deterioramento dei propri debitori²⁹³.

In questo senso, è importante notare come, nel passaggio dalla versione originaria del Codice della crisi e dell'insolvenza, promulgato con d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, a quella che è effettivamente entrata in vigore il 15 luglio 2022, si sia spostato l'asse dell'emersione tempestiva da un'ottica costrittiva (l'allerta esterna,

better policies. Policy makers looking for a more data-driven and nuanced approach to policy making should consider what actually drives the decisions and behaviours of citizens rather than relying on assumptions of how they should act». Per un'analisi sulla necessità di adottare norme *behaviorally-informed* al fine di raggiungere gli obiettivi che il legislatore si è prefissato O. OULLIER, *Behavioural insights are vital to policy-making*, in *Nature*, 2013, p. 463 ss. La CONSOB ha compreso la necessità e fatto ricorso da tempo a un approccio *evidence-based* e *behaviorally-informed* che tenga conto dei *bias* che intervengono sul processo decisionale degli investitori, al fine di comprendere i fenomeni da questa analizzati e proporre risposte normative efficaci. M. GENTILE - N. LINCIANO - P. SOCCORSO, *Domanda di consulenza, conoscenze finanziarie e overconfidence - il caso italiano*, in *Research paper n. 83 CONSOB*, 2016; ma anche l'Osservatorio CONSOB su “L'approccio alla finanza e agli investimenti delle famiglie italiane”.

²⁹² Così OECD (2019), *Tools and Ethics for Applied Behavioural Insights: The BASIC Toolkit*, cit., p. 28 ss.

²⁹³ Si veda, *ex multis*, A. GUIOTTO, *Il finanziamento bancario e i rapporti tra banca e impresa*, cit., p. 1199 ss.; ma anche V. MAZZOLETTI, *Ruolo e responsabilità delle banche nelle fasi di allerta e composizione della crisi*, in *Fallimento*, 2020, p. 301 ss.

cui sarebbe seguita la convocazione del debitore davanti all'OCRI) a un'ottica di incentivo (l'allerta esterna, che il debitore può affrontare per il tramite di strumenti non costrittivi, come la composizione negoziata). Ciò in linea con l'attenzione per l'autodiagnosi posta dall'art. 3 della Direttiva (UE) 2019/1023, che dispone al paragrafo 1 «gli Stati membri provvedono affinché i debitori abbiano accesso a uno o più strumenti di allerta precoce chiari e trasparenti in grado di individuare situazioni che potrebbero comportare la probabilità di insolvenza e di segnalare al debitore la necessità di agire senza indugio»²⁹⁴.

Al fine di assicurare un'effettiva capacità da parte delle banche di rilevare i segnali di difficoltà del debitore, gli Orientamenti dell'EBA in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti del 2020 richiedono a queste, da un lato, di «assicurare un'efficace supervisione della qualità del rischio di credito, in particolare al momento della concessione del credito, e dei relativi accantonamenti», dall'altro lato, di «assicurare adeguati processi di approvazione, monitoraggio e controllo del credito, ai fini di un'efficace gestione del rischio di credito»²⁹⁵.

A tal fine, gli Orientamenti dell'EBA evidenziano la necessità che, nell'ambito dell'attività di monitoraggio richiesta alle banche, queste sviluppino e adottino «indicatori di preallerta quantitativi e qualitativi pertinenti, supportati da un'adeguata infrastruttura informatica e di dati che consenta di rilevare tempestivamente l'aumento del rischio di credito»²⁹⁶: l'utilizzo combinato di indicatori qualitativi e quantitativi può infatti migliorare la capacità della banca di intercettare tempestivamente segnali di crisi che, altrimenti, potrebbero sfuggire in caso di ricorso a indicatori meramente finanziari²⁹⁷.

²⁹⁴ Si rimanda per un inquadramento delle diverse concezioni di allerta e di come queste siano declinate differentemente a seconda della tipologia di segnalazione e del soggetto che la effettua a S. CASONATO, *Allerta interna, allerta esterna e tecnocrazia della crisi d'impresa*, in *Dir. Fall.*, 2019, p. 1390 ss.; S. PACCHI, *L'allerta tra la reticenza dell'imprenditore e l'opportunità del creditore. Dal Codice della crisi alla composizione negoziata*, in *Dir. fall.*, 2022, p. 501 ss.; P. BENAZZO, *Il codice della crisi d'impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ai fini dell'allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 285 ss.; L. DE BERNARDIN, *Le misure di allerta interna ed esterna nel nuovo codice della crisi di impresa*, in www.giustiziainsieme.it, 26 novembre 2020.

²⁹⁵ Si rimanda a EBA “Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti” par. 4.1.

²⁹⁶ Si veda EBA “Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti” par. 8.5.

²⁹⁷ Si rimanda sul punto al Quaderno n. 7 OIBR - Informazioni non finanziarie per gli adeguati assetti e per la previsione delle crisi nelle PMI, disponibile online al seguente indirizzo

Il legislatore italiano, sul presupposto che la banca e gli altri creditori finanziari sono capaci di intercettare precocemente i primi segnali di deterioramento della situazione economico-finanziaria del debitore, ha posto a carico di questi un obbligo di segnalazione “rafforzato” qualora riscontrino dei segnali di crisi e agisca per la modifica del rapporto contrattuale con il debitore. A questo scopo, l’art. 25-*decies* del Codice della crisi prevede un obbligo di segnalazione a carico delle banche e degli intermediari finanziari contemplati dall’art. 106 del TUB, richiedendo che questi ultimi, nel momento in cui comunicano al debitore variazioni, revisioni o revoche degli affidamenti, segnalino tale circostanza anche agli organi di controllo societari²⁹⁸.

La finalità di tale norma è da rinvenirsi, coerentemente con quanto appena rilevato, (i) nell’emersione tempestiva della crisi di impresa, (ii) in un coinvolgimento altrettanto tempestivo dei creditori finanziari nella ricerca di una soluzione concordata della crisi che, nelle sue fasi iniziali, presenta dal lato della banca margini più ampi di flessibilità per l’individuazione di un accordo di ristrutturazione del debito.

Il coinvolgimento e il supporto di un soggetto qualificato che instauri un dialogo tempestivo con l’imprenditore al fine di agevolare l’emersione tempestiva della crisi di questo, trova una conferma positiva anche da parte degli studi di economia comportamentale, ove si evidenzia l’importanza di un supporto e controllo esterno nell’ambito del processo decisionale di una struttura organizzata²⁹⁹. Anche sulla base di quanto si avrà modo di rilevare nei successivi

<https://www.osservatorio-crisidimpresa.it/pdf/quaderno-n-7-oibr-informazioni-non-finanziarie-per-gli-adeguati-assetti-e-per-la-previsione-delle-crisi-nelle-pmi/>

²⁹⁸ L’importanza dell’emersione tempestiva della crisi al fine di evitare la dispersione dei valori aziendali a seguito di una liquidazione atomistica dell’impresa e, in particolare, il ruolo che i creditori “qualificati” possono rivestire nel segnalare le difficoltà di quest’ultima in una fase anticipata è ormai ben nota. Sul punto si rimanda a A. PRINCIPATO - L. ARDIZZONE, *Il ruolo della banca nella emersione tempestiva della crisi delle imprese soggette agli strumenti di allerta*, in *Banca impresa soc.*, 2021, p. 77 ss.; 2019; A. GUIOTTO, *I sistemi di allerta e l’emersione tempestiva della crisi*, in *Fallimento*, 2019, p. 409 ss.

²⁹⁹ Si veda con riferimento all’impatto positivo e alla mitigazione dei bias presenti in organizzazioni complesse per il tramite dell’apporto di input esterni M. CRISTOFARO, *Reducing biases of decision-making processes in complex organizations*, cit., p. 286 «it is important to notice that the similarity in personalities among decision-makers, accompanied by a lack of “external” control, worked as a facilitator for the occurrence of the cognitive distortions; at the same time, the controlling mechanism on the decision process, undertaken by the board members for one of the three initiatives, corrected the distortions that occurred and contributed to the success of the idea». Si veda altresì D. KAHNEMAN - D. LOVALLO - O. SIBONY, *The big idea: before you make that big decision*, in *Harvard Business Review*, 2011, p. 1 ss. Con riferimento invece all’impatto di un input nel processo decisionale che derivino da soggetti estranei al gruppo decisionale di riferimento K.M.

paragrafi in relazione (i) alla configurazione degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili sulla base dei risultati dell'economia comportamentale in termini di *framing* e architettura delle scelte, nonché in relazione (ii) all'impostazione degli incentivi rivolti agli attori della crisi e, in particolare, agli amministratori della società inizia a delinarsi un sistema integrato per l'emersione tempestiva della crisi in cui i creditori finanziari possono rivestire un ruolo centrale.

4. L'integrazione di sistemi dotati di intelligenza artificiale con l'economia comportamentale per l'elaborazione di assetti realmente adeguati

4.1. L'intelligenza artificiale e gli assetti organizzativi: l'impatto sui bias dell'imprenditore in crisi

L'integrazione di strumenti di intelligenza artificiale all'interno dell'apparato organizzativo e amministrativo dell'impresa è suscettibile di produrre notevoli vantaggi nei numerosi ambiti in cui l'organo gestorio si trova a confrontarsi con i limiti propri della natura umana dei propri componenti³⁰⁰.

Uno degli aspetti di maggior interesse è rappresentato dai benefici che l'integrazione di un sistema basato su algoritmi potrebbe produrre in relazione al c.d. *corporate monitoring*, ove l'intelligenza artificiale è in grado di garantire con chiarezza e precisione orientamenti e indicazioni basati sull'analisi e processo di una elevata quantità di dati³⁰¹.

KAISER - R.P. BOSTROM, *Personality characteristics of MIS project teams: an empirical study and action-research design*, in *MIS Quarterly*, 1982, p. 43 ss.

³⁰⁰ Sul punto si rimanda a N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Il Mulino, Bologna, 2021, p. 225; L. MARCHEGIANI, *Automazione della governance societaria e discrezionalità amministrativa*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 99 ss., ove si evidenzia che «il ruolo che l'intelligenza artificiale è in grado di giocare per mitigare i margini di errore dell'uomo nell'amministrare, gestire e indirizzare strategicamente la società, ossia nell'esercitare il potere discrezionale tipico della funzione amministrativa»; ma anche M.L. MONTAGNANI - M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 121 ss.; L. ENRIQUES - D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, cit., p. 55 ss. ove si procede all'analisi dell'impatto che i progressi in ambito tecnologico hanno prodotto e produrranno nelle dinamiche di *corporate governance*.

³⁰¹ Cfr. U. TOMBARI, *Intelligenza artificiale e corporate governance nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1431 ss. e, ivi, p. 1435 ove l'A. rileva che «non vi è dubbio che l'IA a supporto di questa figura di amministratori potrebbe facilitare l'assolvimento della loro funzione di monitoraggio e di verifica dell'adeguatezza dei flussi informativi, rendendo sempre più l'organo amministrativo un centro di scelte e di valutazioni strategiche»; ma anche M.L. MONTAGNANI - M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 144; F. NAVARRINI, *Do we need*

L'adozione di un sistema informatico dotato di intelligenza artificiale, chiamato ad analizzare ed elaborare i dati raccolti al fine di monitorare l'andamento della società, avrebbe infatti il pregio di rendere più affidabile e fluido il sistema dei controlli interni all'impresa, consentendo un notevole progresso nella riduzione degli effetti di alcune *cognitive illusions* che, in modo sistematico e prevedibile, influenzano la condotta dell'imprenditore, tanto (i) nel processo di analisi della propria situazione quanto (ii) nel momento dell'elaborazione di una strategia elaborata sulla base di tale analisi³⁰².

L'obbligo di istituire assetti amministrativi, organizzativi e contabili adeguati ai sensi degli artt. 2086 c.c. e art. 3 CCI può rappresentare lo spunto per l'integrazione, all'interno dell'impresa, di sistemi digitali dotati di intelligenza artificiale che svolgano, in modo adeguato, la funzione di monitoraggio richiesta dalla legge, fornendo all'imprenditore un *feedback* costante sullo stato e l'andamento dell'attività d'impresa³⁰³.

La presenza di assetti così connotati si porrebbe dunque a supporto dell'attività dell'organo gestorio, non andando a sostituire l'attività di gestione di quest'ultimo il quale è tenuto (i) a verificare i risultati che il sistema di monitoraggio produrrà, dovendosi attivare qualora sia evidenziata una criticità da parte di quest'ultimo e, in ogni caso, (ii) ad attivarsi affinché il sistema di monitoraggio riceva dati aggiornati e sufficienti riguardo lo stato dell'impresa³⁰⁴.

boards at all?: prospettive di intelligenza artificiale nei consigli d'amministrazione, in *Corporate Governance and Research & Development Studies*, 2020 disponibile al seguente indirizzo, <https://doi.org/10.3280/cgrds1-2019oa8423>.

³⁰² Gli strumenti algoritmici, dotati o meno di intelligenza artificiale, presentano ancora oggi (e probabilmente anche in futuro) dei limiti che derivano dalla natura umana di coloro che ne strutturano il funzionamento. Si veda M. PETRIN, *Corporate Management in the Age of AI*, in *Columbia Business Law Review*, 2019, p. 965 ss.; L. MARCHEGANI, *Automazione della governance societaria e discrezionalità amministrativa*, cit., pp. 112-113. Tali limiti, tuttavia, variano a seconda delle funzioni demandate allo strumento intelligente, manifestandosi con maggior forza laddove alla macchina sia richiesto di formulare un indirizzo "strategico", il quale richiede la considerazione ed elaborazione di numerosi dati e incognite, oltre a un elemento esperienziale e di visione del futuro che sono ancora appannaggio dell'imprenditore/manager umano. Con riferimento, invece, alla funzione di monitoraggio, le criticità evidenziate rispetto al funzionamento e ai difetti che un sistema algoritmico connotato da intelligenza artificiale porta con sé si affievoliscono F. NAVARRINI, *Do we need boards at all?*, cit., p. 93.

³⁰³ In questo senso anche N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., p. 212.

³⁰⁴ Con riferimento al ruolo che l'intelligenza artificiale può giocare a supporto e integrazione dell'organo gestorio si rimanda a M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, EGEA, Milano, 2021, p. 23 ss.

4.2. *Un'ipotesi di integrazione tra sistemi intelligenti e regole del diritto della crisi*

Come è noto, infatti, la capacità di un algoritmo di generalizzare e approssimare una funzione dipende strettamente dalla quantità e, soprattutto, dalla qualità dei dati che sono forniti alla macchina³⁰⁵; per tale motivo è di fondamentale importanza che siano costantemente messi a disposizione del sistema dati aggiornati e in quantità sufficiente a fornire un risultato utile³⁰⁶.

Nell'ambito del diritto della crisi, tali dati sarebbero rappresentati dall'insieme di informazioni contabili, patrimoniali e finanziarie che riguardano l'impresa all'interno del quale si inserisce il sistema: per il tramite dell'analisi e della elaborazione di tali dati è possibile immaginare un assetto in grado di analizzare costantemente lo stato e l'andamento dell'impresa (quantomeno) alla luce delle indicazioni fornite dalla legge.

Il sistema in commento potrebbe, pertanto, essere strutturato prevedendo al suo interno algoritmi che includano, *inter alia*, funzioni per:

- i. la verifica delle soglie di indebitamento che costituiscono “segnali” di crisi dell'impresa ai sensi dell'art. 3, comma 4, CCI
- ii. la verifica dell'adeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi, così come richiesto dal combinato disposto degli artt. 2, comma 1, lett. a, e 3, comma 2, CCI
- iii. la verifica del rispetto di ulteriori parametri, patrimoniali e/o finanziari, sviluppati appositamente per la specifica impresa che adotta il sistema o una categoria di imprese³⁰⁷.

Lo svolgimento della funzione di calcolo sulla base dei parametri sopra descritti, unitamente all'adozione di un processo di segnalazione all'organo gestorio che sfrutti i risultati degli studi di economia comportamentale, partendo dalle raccomandazioni di *policy* dell'OCSE sopra richiamate, può contribuire a

³⁰⁵ Così N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., pp. 11-15.

³⁰⁶ Sul punto si veda J. ARMOUR - H. EIDENMUELLER, *Self-Driving Corporations?*, in *ECGI Law Working Paper No. 475*, 2019, p. 14. Si veda altresì F. NAVARRINI, *Do we need boards at all?*, cit., p. 88

³⁰⁷ Sul punto si veda N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., pp. 232-233, ove si evidenzia che “non meno interessanti sono i possibili utilizzi dei sistemi organizzati mediante tecniche di intelligenza artificiale nella fase patologica della crisi d'impresa, in relazione alla quale si potrebbero configurare algoritmi calibrati sulla base degli indici di crisi”.

ridurre fortemente l'influenza delle *cognitive illusions* sul processo decisionale degli attori economici dell'impresa, consentendo una rilevazione tempestiva della crisi di impresa³⁰⁸.

Risulta invero di fondamentale importanza che all'adozione di strumenti di intelligenza artificiale, che basino il proprio funzionamento incorporando algoritmi che traggano origine da regole che come quelle poc'anzi evidenziate, scovre quindi da potenziali *bias* nella loro formulazione³⁰⁹, si accompagnino previsioni di c.d. architettura della scelta (di cui alcuni esempi saranno forniti nei prossimi paragrafi in relazione ai singoli bias), che riducano fenomeni di irrazionalità gestoria nel momento della valutazione e gestione dei segnali rilevati dagli assetti così configurati.

In altri termini, senza sostituire gli amministratori nei propri compiti di indirizzo e gestione dell'impresa (che come evidenziato da più parti non sarebbe comunque auspicabile), la previsione di assetti connotati da intelligenza artificiale ispirati a regole semplici ma che richiedono l'elaborazione e calcolo di numerosi e complessi dati, può consentire una verifica efficace del rispetto delle norme richiamate in precedenza senza, tuttavia, incidere sulla funzione decisoria e strategica degli amministratori³¹⁰.

³⁰⁸ Si è evidenziato in dottrina che l'utilizzo dei nuovi strumenti tecnologici può incidere efficacemente sui fenomeni di irrazionalità umana e, conseguentemente, consentire di eliminare (o, in ogni caso ridurre fortemente) gli errori cognitivi a ciò associati. Si veda G. SCARCHILLO, *Corporate Governance e Intelligenza Artificiale*, in *NGCC*, 2019, p. 881 ss. e, ivi, p. 883 ove si rileva in modo condivisibile che "l'apporto reso dall'intelligenza artificiale innalza il livello di razionalità delle scelte assunte, essendo le macchine guidate – essenzialmente – da criteri logico/matematici, e traducendosi tutto ciò in un innalzamento del livello della prevedibilità e trasparenza delle decisioni adottate"; ma anche N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit, p. 231.

³⁰⁹ I *bias* di chi scrive algoritmo possono riflettersi sulla struttura e il funzionamento dell'algoritmo stesso: è pertanto importante che, da un lato, la struttura dell'algoritmo sia ancorata il più possibile a parametri e regole che siano già stati oggetto di un'attività di verifica e validazione, dall'altro lato, tali algoritmi e il sistema che ne risulta siano comunque oggetto di un controllo costante. Si veda sul punto G. SCHNEIDER, *Intelligenza artificiale, governance societaria e responsabilità sociale d'impresa: rischi e opportunità*, in *NGCC*, 2022, p. 711 ss. e, ivi, p. 716.

³¹⁰ A tal riguardo deve rilevarsi la necessità di un bilanciamento, come chiarito da autorevole dottrina, tra gli "insopprimibili spazi da riservare all'intervento creativo umano e l'insuperabile capacità computazionale dell'automazione" (così N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit, p. 232), al fine di estrarre il meglio di entrambe le influenze, consentendo un'interazione proficua nell'interesse dell'impresa e di tutti i soggetti coinvolti. Si veda, con riferimento al ruolo che viene riservato attualmente a tali strumenti, l'indagine di M.L. MONTAGNANI - M.L. PASSADOR, *Artificial Intelligence for Post-Covid Companies: An Empirical Analysis of Tech Committees in the EU and US*, in *TTLF Working Papers* n. 70, 2020, disponibile al seguente indirizzo <http://tlf.stanford.edu>, ove si evidenzia l'utilizzo prevalentemente a scopi di monitoraggio e di gestione del rischio degli strumenti informatici all'interno delle dinamiche delle realtà prese in considerazione dalla ricerca.

Come Ulisse, legato all'albero della nave, ha potuto navigare nonostante il canto delle sirene e senza tappi alle orecchie, così l'imprenditore sarà razionalizzato dagli assetti e dal sistema di monitoraggio volto a neutralizzare i *bias* che ne affliggerebbero il processo decisionale e, tuttavia, libero di condurre l'impresa fornendo un indirizzo strategico a quest'ultima.

A tal riguardo, la previsione di un meccanismo *comply-or-explain*, gravante sull'organo amministrativo al prodursi di una segnalazione da parte degli assetti, potrebbe contribuire a rafforzare l'impatto dei risultati all'interno del processo decisionale dell'impresa, richiedendo agli amministratori di motivare la propria decisione in caso di inerzia o conflitto rispetto a una determinata indicazione proveniente dagli assetti³¹¹.

Deve inoltre rilevarsi che le PMI in particolare potrebbero giovare degli effetti di una strategia di intervento che presenti tali caratteristiche:

- i. da un lato, la possibilità di adottare (e adattare, partendo da possibili modelli standard) un sistema informatizzato e dotato di intelligenza artificiale che svolga le funzioni sopra descritte può determinare un risparmio sostanziale sui costi rispetto a strutture e modelli organizzativi generalmente non applicabili in realtà imprenditoriali di minori dimensioni
- ii. dall'altro lato, può consentire un monitoraggio costante dell'andamento e dello stato di salute dell'impresa, spesso assente in realtà minori³¹².

4.3. Assetti adeguati "intelligenti" e hyperbolic discounting

³¹¹ Cfr. N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, cit., p. 226. Combinazione assetti e algoritmi comporta un mutamento di focus, anche per l'individuazione responsabilità, per lo sviluppo e l'analisi del processo decisionale del management. Occorre rilevare che l'art. 25-*octies* CCI prevede già al suo interno una forma di sistema di verifica rispetto all'adozione o meno di iniziative, a seguito di una segnalazione, laddove prevede che "l'organo amministrativo deve riferire in ordine alle iniziative intraprese" all'organo di controllo.

³¹² Si veda con riferimento alle potenzialità e ai limiti nel ricorso a tali strumenti per le realtà di minori dimensioni L. MARCHEGIANI, *Automazione della governance societaria e discrezionalità amministrativa*, cit., p. 105 ss. ove si evidenzia il possibile e necessario ricorso da parte di tali realtà ad algoritmi sviluppati da terzi. Il sistema algoritmico predisposto per tali tipologie di imprese, al fine di cogliere tempestivamente e con precisione segnali di crisi dell'attività, dovrà incorporare sia dati e indicatori sia quantitativi che qualitativi, includendo altresì indicatori non finanziari della crisi in aggiunta ai parametri finanziari "tradizionali". Si rimanda per un inquadramento del tema al Quaderno n. 7 OIBR - Informazioni non finanziarie per gli adeguati assetti e per la previsione delle crisi nelle PMI, disponibile online al seguente indirizzo <https://www.osservatorio-crisidimpresa.it/pdf/quaderno-n-7-oibr-informazioni-non-finanziarie-per-gli-adequati-assetti-e-per-la-previsione-delle-crisi-nelle-pmi/>

Le potenzialità di una strategia di intervento che combini e cristallizzi, all'interno degli assetti di monitoraggio dell'impresa, gli strumenti messi a disposizione dalle più recenti tecnologie con le tecniche di *debiasing* sviluppate in seno agli studi di economia comportamentale sono, come sopra rilevato, vaste³¹³.

Nel precedente capitolo abbiamo avuto modo di evidenziare, nell'ambito dell'analisi delle principali *cognitive illusions* che incidono sul processo decisionale dell'imprenditore, la presenza di un particolare fenomeno noto come *hyperbolic discounting* che consiste nella tendenza sistematica del soggetto chiamato a compiere una scelta a sottovalutare, a causa di uno sconto iperbolico nel proprio processo di calcolo, i costi e benefici futuri e a sopravvalutare fortemente i costi e benefici immediati³¹⁴.

Ciò porta a una notevole differenza nell'esito del processo decisionale dell'imprenditore rispetto a quanto previsto dal modello neoclassico, in cui all'agente economico è attribuito un metodo di valutazione delle opzioni basato sul c.d. tasso di sconto esponenziale e, dunque, caratterizzato da preferenze costanti nel tempo: in estrema sintesi e come già ampiamente rilevato in precedenza, l'aumento del "tasso di sconto" rispetto agli eventi che si collocano in un futuro più distante (e la connessa incoerenza temporale delle preferenze rispetto al momento della scelta) comporta una sopravvalutazione della situazione presente e, conseguentemente, l'adozione di strategie di breve o brevissimo termine.

Che ruolo può giocare un assetto d'impresa *adeguato* con riferimento a tale fenomeno?

Come anticipato, gli studi di economia comportamentale pongono in risalto la necessità di strategie che consentano, da un lato, di valorizzare la scelta desiderata facendole assumere una posizione di "default" rispetto a quella indesiderata, dall'altro lato, di inserire strumenti a supporto del processo decisionale dell'attore economico, che limitino errori o interferenze dettate dai *bias*³¹⁵.

³¹³ Per un'analisi delle potenzialità connesse all'utilizzo degli strumenti tecnologici nella gestione del rischio all'interno dell'impresa si veda K.A. BAMBERGER, *Technologies of Compliance: Risk and Regulation in a Digital Age*, in *Tex. L. Rev.*, 2010, p. 722 ss.

³¹⁴ Per un'attenta analisi del fenomeno e degli effetti che il *hyperbolic discounting* produce sul processo decisionale dell'imprenditore si rimanda a Y. LIU, *Entrepreneurship Dynamics under Time Inconsistent Preferences*, cit., p. 40 ss.

³¹⁵ Per un inquadramento del ruolo dell'opzione di default e degli effetti osservati a seguito della sua introduzione sulla condotta degli individui nel momento della scelta si rimanda a R.H. THALER - S. BENARTZI, *Save more tomorrow: Using behavioral economics to increase employee saving*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 112, 2004; J.R. BROWN - A.M. FARRELL - S.J. WEISBENNER, *Decision-making approaches and the propensity to default: Evidence and*

Quanto a quest'ultimo aspetto, deve rilevarsi che lo strumento di supporto al giudizio dell'imprenditore può essere rappresentato dall'algoritmo del sistema adottato per il monitoraggio dell'andamento dell'impresa, il quale dovrà essere calibrato e dovrà svolgere la propria funzione sulla base di un tasso di sconto esponenziale e, quindi, coerente a livello temporale: nel momento in cui il sistema renderà un risultato all'imprenditore, tale risultato non sarà influenzato da mutamenti del tasso di sconto derivanti dal *hyperbolic discounting*.

Ciò potrebbe tuttavia non bastare, in quanto si rende necessario altresì che il risultato prodotto dal sistema così configurato sia preso effettivamente in considerazione dall'organo gestorio, il quale dovrà successivamente attivarsi adottando una decisione in linea con le indicazioni fornite dal sistema, ovvero motivando le scelte della sua inerzia.

Il ricorso all'opzione di default che, nel nostro caso, sarà l'indicazione fornita dal sistema, a fronte di segnali di crisi, basata su un calcolo coerente temporalmente e che, in termini generali, valorizzi anche strategie di medio-lungo termine - spesso coincidenti con un tentativo di ristrutturazione anziché con la prosecuzione senza soluzioni di continuità, che generalmente si pone in un orizzonte temporale strategico di breve termine - può risultare particolarmente utile³¹⁶.

Il sistema potrà fornire un'indicazione più o meno articolata rispetto alle prospettive di andamento dell'impresa in assenza di un intervento, sino ad arrivare a elaborare e sottoporre una strategia di azione che massimizzi l'utilità attesa dell'impresa su una base temporalmente coerente: l'opzione così presentata

implications, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 121, 2016, p. 477, ove si rileva che «one of the most influential contributions of behavioral economics to business practice and public policy over the past decade has been to demonstrate the substantial power of default options in influencing human behavior»; K.L. MILKMAN - D. CHUGH - M.H. BAZERMAN, *How Can Decision Making Be Improved?*, in *Perspectives on Psychological Science*, 2009, p. 379 ss.; I. DINNER (et al.), *Partitioning default effects: Why people choose not to choose*, in *Journal of Experimental Psychology: Applied*, p. 332 ss. Si vedano anche i risultati ottenuti in campo medico, in particolare con riferimento ai trapianti e alla scelta da parte dei potenziali donatori E.J. JOHNSON - D.G. GOLDSTEIN, *Defaults and donation decisions*, in *Transplantation*, Vol. 78, 2004, p. 1713 ss.

³¹⁶ Sugli effetti delle opzioni di default nel momento della scelta dell'individuo e sulla capacità di influenzare efficacemente la condotta di questi si veda C. R. SUNSTEIN, *Deciding By Default*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2013, 1, p. 1 ss.; ma anche L.D. JONES, *Deficiency Judgments and the Exercise of the Default Option in Home Mortgage Loans*, in *The Journal of Law & Economics*, 1993, p. 115 ss. Si veda anche OECD (2019), *Tools and Ethics for Applied Behavioural Insights: The BASIC Toolkit*, cit., p. 93 ove si evidenzia che «perhaps the best-known and most effective behavioural insight when planning for inattention is changing the default. In the complex choice architectures of modern societies, we increasingly rely on defaults, or “pre-set choices».

all'organo amministrativo (e se del caso all'organo di controllo) dovrebbe essere considerata la linea d'azione che sarà tenuta - con gli opportuni correttivi - dall'organo gestorio in assenza di una diversa, espressa e motivata decisione quest'ultimo (scelta di "default").

Tale assetto, combinando e sfruttando l'azione della "macchina" e facendo leva sulla tecnica dell'opzione di default, che ha già prodotto notevolissimi risultati in altri ambiti, potrebbe riuscire a produrre un notevole progresso in relazione all'adeguatezza degli assetti interni all'impresa per la rilevazione e tempestiva gestione della crisi di impresa.

4.4. *Gli assetti adeguati e l'overconfidence bias*

Analogamente a quanto osservato con riferimento al *hyperbolic discounting*, gli assetti interni all'impresa devono essere adeguati a far fronte anche a un altro fenomeno, l'*overconfidence bias*, che caratterizza la condotta dell'imprenditore nell'esercizio dell'attività d'impresa³¹⁷.

Si è già avuto modo di chiarire che l'*overconfidence bias* conduce l'imprenditore, nel momento della scelta, a una sistematica e prevedibile sopravvalutazione delle proprie capacità di gestire eventi avversi, svincolando l'analisi delle reali risorse e capacità dell'impresa rispetto agli ostacoli che questa è chiamata a superare: ciò crea un rischio elevato di (i) un'elaborazione di piani e strategie di rilancio privi di prospettive di effettiva realizzazione, (ii) una mancata adozione di una strategia, nella convinzione di poter superare la situazione di difficoltà proseguendo l'attività di impresa senza soluzioni di continuità rispetto al passato³¹⁸.

³¹⁷ L'*overconfidence bias*, come rilevato in precedenza, rappresenta senz'altro uno dei fenomeni di maggior impatto sul processo decisionale dell'imprenditore. Ciò è testimoniato dalle numerose ricerche che hanno analizzato ed evidenziato la presenza di tale *bias* anche nelle realtà di maggiori dimensioni S.P. FERRIS - N. JAYARAMAN - S. SABHERWAL, *CEO Overconfidence and International Merger and Acquisition Activity*, cit., p. 137 ss.; J.B. HEATON, *Managerial Optimism and Corporate Finance*, cit., p. 33.

³¹⁸ Si è avuto modo di evidenziare nel precedente capitolo l'importanza della *cognitive illusion* in questione sulla condotta dell'imprenditore, il quale è costantemente portato a sopravvalutare le proprie capacità di gestire e controllare gli eventi che interessano l'impresa. Sul punto E. BRODI, *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente «sistema di allerta e composizione»*, cit., p. 11; ma anche I.S. SALAMOURIS, *How overconfidence influences entrepreneurship*, cit., p. 4 ss.; A.E. BERNARDO - I. WELCH, *On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurship*, cit., p. 301 ss. Tale *cognitive illusion* rappresenta ancor più un grave ostacolo alla sopravvivenza dell'impresa in presenza di una situazione di crisi di

Anche in questo caso assetti dotati di intelligenza artificiale e *behaviourally-informed* possono consentire di ancorare l'imprenditore alla realtà in cui opera, fornendo a quest'ultimo informazioni accurate, aggiornate e in una modalità tale da neutralizzare il *bias* cognitivo in commento e consentendo, in ultima analisi, una rilevazione e gestione tempestiva della crisi d'impresa, come richiesto dall'art. 3 CCI.

Invero, la predisposizione e adozione di un sistema che, da un lato, consenta un'analisi scevra da *bias* della situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa e che benefici della capacità di calcolo che gli algoritmi e l'informatizzazione possono fornire e, dall'altro lato, presenti all'imprenditore i risultati di tale analisi utilizzando tecniche di *framing*³¹⁹ che riducano l'effetto dell'eccesso di fiducia nel processo decisionale dell'imprenditore, può rappresentare una valida soluzione al fenomeno in commento.

5. Le implicazioni in termini di incentivi rivolti al debitore per l'emersione tempestiva della crisi di impresa

5.1. La ricalibrazione degli incentivi sull'imprenditore "umano"

Fermo quanto rilevato sopra in relazione alla conformazione degli assetti adeguati, si impone altresì una ricalibrazione degli incentivi rivolti agli amministratori della società all'emergere dei primi segnali di difficoltà al fine di consentire il passaggio dall'attuale sistema, centrato sull'opportunità degli agenti economici, a un sistema a prova di agente "umano": per far ciò occorre diminuire drasticamente l'affidamento riposto, da un lato, su sanzioni collocate in un futuro lontano e incapaci di compensare, in ragione dei *bias* sopra analizzati, i costi

quest'ultima, nel momento in cui l'eccesso di fiducia dell'imprenditore induce quest'ultimo a sopravvalutare la propria capacità di affrontare e risolvere le difficoltà incontrate.

³¹⁹ Lo studio del *framing effect* e delle tecniche a ciò collegate è da ricollegarsi all'elaborazione della teoria del prospetto, ove si evidenzia la sostanziale differenza nella scelta degli individui a seconda di come una determinata situazione e le sue alternative sono proposte. Si veda D. KAHNEMAN - A. TVERSKY, *Prospect Theory: an analysis of decision under risk*, cit., p. 263 ss. Per un'analisi di dettaglio del fenomeno in commento si rimanda a E.J. JOHNSON - S. BELLMAN - G.L. LOHSE, *Defaults, Framing, and Privacy: Why Opting In-Opting Out*, cit., p. 5 ss.; I.P. LEVIN, S.L. SCHNEIDER, G.J. GAETH, *All Frames Are Not Created Equal: A Typology and Critical Analysis of Framing Effects*, in *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1998, p. 149 ss. ove si rileva la presenza di diverse tipologie di *framing effects* se ne analizzano le caratteristiche per il tramite di un completo inquadramento della letteratura sul punto.

richiesti per l'avvio di un tentativo di ristrutturazione, dall'altro lato, su misure premiali di modesta entità e, per tale motivo, sistematicamente trascurate³²⁰.

Tale passaggio, a ben vedere, richiede di approdare a un sistema che preveda (i) un sistema sanzionatorio che faccia maggiore leva sulla *loss aversion* dell'agente economico, grazie non solo a una chiara prospettazione delle conseguenze negative e ai costi dell'inazione, ma anche alla collocazione temporalmente ravvicinata di tali conseguenze; (ii) un sostanziale incremento dell'entità delle misure premiali, anch'esse da collocarsi in un orizzonte temporale ravvicinato al fine di non vedersi sottoposte allo sconto iperbolico nel momento della scelta da parte dell'imprenditore³²¹.

Un sistema di incentivi formulato sulla base di tali direttrici vedrebbe, sulla base di quanto evidenziato dagli studi di economia comportamentale, una maggior efficacia nell'intercettare la condotta dell'imprenditore in crisi, altrimenti insensibile a incentivi che si scontrano con gli effetti, sistematici e prevedibili, dei *bias* analizzati in precedenza.

Le modalità di intervento per una modifica degli incentivi in commento possono essere di più tipi. Appare infatti possibile procedere, da un lato, valorizzando un'interpretazione di alcuni istituti, come quello di cui all'art. 2409 c.c. (su cui ci si soffermerà nel prossimo paragrafo), consentendo una loro attivazione e operatività in linea con le evidenze di *behavioral economics*, dall'altro lato, modificando l'entità e la collocazione di incentivi economici, come quello previsto all'art. 25-bis CCI analizzato nel precedente capitolo.

5.2. *Il ruolo dell'art. 2409 c.c. nell'avvicinamento della sanzione rispetto al rimedio risarcitorio dell'azione di responsabilità*

³²⁰ Si veda con riferimento all'impatto (e indebolimento) di incentivi posti in un futuro distante sul processo decisionale degli amministratori A. PEPPER - J. GORE, *The Economic Psychology of Incentives: an International Study of Top Managers*, in *Journal of World Business*, 2014, 350 ss. Sulla maggiore efficacia di misure premiali anziché sanzionatorie al fine di incentivare l'operato degli amministratori si veda D. DE MEZA - DAVID C. WEBB, *Incentive Design Under Loss Aversion*, in *Journal of the European Economic Association*, 2007, 66 ss.

³²¹ L'anticipazione logica (e temporale) nella valutazione della responsabilità degli amministratori, dettata dall'obbligo di istituire assetti adeguati, può agevolare una riduzione del periodo di tempo intercorrente tra la realizzazione della condotta illegittima e l'accertamento e sanzione di tale condotta. Sull'anticipazione del momento in cui si deve valutare la responsabilità degli amministratori si veda E. GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, cit., p. 563 ss. Per un'analisi della lettura fornita in giurisprudenza sul tema si rimanda a F. URBANI, *Business judgment rule e decisioni degli amministratori sugli assetti organizzativi, amministrativi e contabili: le prime (articolate) pronunce giurisprudenziali*, in *Riv. soc.*, 1716 ss.

Come è noto, il procedimento ex art. 2409 c.c., il cui presupposto applicativo è il «fondato sospetto che gli amministratori, in violazione dei loro doveri, abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione che possono arrecare danno alla società o a una o più società controllate» è finalizzato ad assicurare un riequilibrio della regolare amministrazione all'interno della società per azioni, nonché una tutela degli interessi dei soci di minoranza. Invero, a fronte della denuncia effettuata di una minoranza qualificata il tribunale avrà la possibilità di intervenire con provvedimenti provvisori e, nei casi più gravi, potrà revocare gli amministratori così come i sindaci, nominando un amministratore giudiziario i cui poteri saranno determinati dalla stessa autorità giudiziaria³²².

Orbene, l'istituto in questione si è detto richiedere quale presupposto per la sua attivazione il fondato relativamente a “gravi irregolarità” nella gestione da parte degli amministratori i quali, contravvenendo ai doveri loro imposti dalla legge, generino il rischio di un danno per la società stessa o una sua controllata. La casistica giurisprudenziale che ha individuato i gravi motivi contemplati dall'art. 2409 c.c. e, conseguentemente, determinato l'avvio a carico degli amministratori del relativo procedimento spazia dalla redazione di bilanci falsi, all'omessa o irregolare convocazione degli organi sociali, sino ad arrivare violazione del divieto di agire in concorrenza con la società³²³.

L'assenza o inadeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, richiesti ai sensi degli artt. 2086 c.c. e 3 CCI, rappresenta, a tutti gli effetti, un grave *vulnus* alla capacità della società di monitorare la propria situazione, nonché di rilevare e reagire prontamente all'emersione di eventuali segnali di

³²² Con riferimento ai principali aspetti applicativi della disciplina contenuta all'art. 2409 c.c. si rimanda a F. SABINO, *I "controlli" nella riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 863 ss.; G. ROMANO, *Riflessioni (non definitive) in ordine ai rapporti tra revoca cautelare degli amministratori di S.r.l. ex art. 2476, comma 3, c.c. e denuncia al tribunale ex art. 2409 c.c. alla luce del codice della crisi di impresa*, in *Società*, 2021, p. 598 ss.; D. PETTA, *Sulla legittimazione ad agire nel procedimento ex art. 2409 c.c.*, in *Dir. fall.*, 2022, p. 773 ss.; G.C.M. RIVOLTA, *Il controllo giudiziario sulla gestione nel nuovo diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 2005, VI, p. 749 ss.

³²³ Si veda per un'approfondita analisi, anche casistica, dei profili sostanziali dell'istituto in commento in relazione al requisito delle gravi irregolarità M. SPADARO, *Il controllo giudiziario sulla gestione delle società ex art. 2409 c.c.: profili sostanziali*, in *Società*, 2021, p. 226 ss. In relazione al collegamento tra irregolarità aventi ad oggetto l'organizzazione dell'impresa e l'esistenza di gravi irregolarità E. DALMOTTO, *Sub art. 2409 c.c.*, in *Il nuovo processo societario*, S. Chiarloni (diretto da), Zanichelli, Bologna, 2004, p. 1231 ss.; A. BENOCCI, *Controllo giudiziario sulla gestione e forme collettive di esercizio dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2019, p. 143 ss.; M. DE POLI, *La denuncia ex art. 2409 c.c. come rimedio "residuale"*, accessibile sul sito www.dirittobancario.it, 2021.

difficoltà: una società priva di un assetto organizzativo, amministrativo o contabile adeguato, invero, vede messa a repentaglio la propria continuità aziendale in considerazione della diminuita capacità di risposta agli ostacoli che questa può incontrare.

Per tale motivo, la carenza di tali assetti deve considerarsi pienamente integrante il requisito delle “gravi irregolarità” nella gestione da parte degli amministratori, laddove l’istituzione degli assetti in questione ha assunto, con la riforma del Codice della crisi e con il riformulato art. 2086 c.c., un ruolo primario tanto nella gestione ordinaria quanto nella fase patologica dell’impresa, al fine di rilevarne prontamente la crisi³²⁴: alcune pronunce, seppure sporadiche, sembrerebbero già avviarsi in tal senso³²⁵.

Orbene, anche in ragione di quanto rilevato nel precedente paragrafo con riferimento alla necessità di avvicinare temporalmente la sanzione rispetto alla condotta indesiderata, la mancanza o inadeguatezza degli assetti richiesti dagli artt. 2086 c.c. e 3 CCI dovrebbe essere sempre considerata “grave” ai sensi e per gli effetti dell’art. 2409 c.c., al fine di consentire un intervento tempestivo dell’autorità

³²⁴ Sull’applicabilità del rimedio previsto dall’art. 2409 c.c. in caso di carenza di assetti adeguati si veda P. BENAZZO, *Il Codice della crisi di impresa e l’organizzazione dell’imprenditore ai fini dell’allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2019, 274 ss. e, ivi, 288 ove l’A. evidenzia che in ragione della «possibile coincidenza della grave irregolarità con la violazione dell’obbligo di istituire assetti adeguati [...] si dovrebbe concludere nel senso che l’art. 2409 cod. civ. sarebbe strumento di reazione esclusivo e prevalente in presenza della violazione di un atto di organizzazione, qual è, per l’appunto, l’inosservanza dell’obbligo da ultimo citato»; Si veda altresì I. CAPELLI, *Assetti adeguati, controllo dei sindaci e denuncia al tribunale ex art. 2409 c.c.*, in *Società*, 2020, 988 ss. e, ivi, 997 ove si rileva che «la denuncia al tribunale esprime al meglio le proprie caratteristiche se intesa, correttamente, non come un estremo rimedio, ma quale completamento dei poteri dei sindaci. In questa prospettiva, la denuncia acquisisce un importante ruolo a salvaguardia delle regole che impongono la predisposizione di assetti adeguati, anche al fine di prevedere e prevenire situazioni di crisi». Il tema dell’applicabilità della *business judgment rule* in relazione agli assetti adeguati, che non può essere trattato nel presente scritto, è oggetto di un vivace dibattito. In senso favorevole alla sua applicabilità si veda A. BARTALENA, *Assetti organizzativi e "business judgment rule"*, in *Società*, 2020, 1346 ss.; A. MIRONE, *L’organizzazione dell’impresa societaria alla prova del codice civile della crisi: assetti interni, indicatori e procedure di allerta*, in *ODC*, 2020, 23 ss.; in senso contrario C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, p. 643; E. GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, cit., p. 564. Risulta tuttavia ravvisabile un sostanziale allineamento in dottrina riguardo alla non applicabilità di tale regola qualora gli assetti in questione siano del tutto assenti.

³²⁵ Si veda Trib. Milano, 21 ottobre 2019, in *Società*, 2020, p. 988. Ma anche Trib. Roma, 15 settembre 2020, disponibile su www.ilsocietario.it con riferimento all’applicabilità della *business judgment rule* in relazione alle scelte organizzative compiute dagli amministratori rispetto all’istituzione di assetti richiesti dall’art. 2086 c.c. Ad oggi le pronunce giurisprudenziali sul punto sono ancora rare e, spesso, accompagnate dalla presenza di ulteriori elementi a supporto dell’integrazione del requisito delle gravi irregolarità: cfr. A. JORIO, *Note minime su assetti organizzativi, responsabilità e quantificazione del danno risarcibile*, in *Giur. comm.*, 2021, V, 812 ss. e, ivi, 819.

giudiziaria e, dunque, svincolare la sanzione agli amministratori dal solo rimedio risarcitorio *ex post* delle azioni di responsabilità nei confronti di questi ultimi.

Si è infatti rilevato in relazione al *hyperbolic discounting* che gli agenti economici, inclusi gli amministratori, tendono a sottovalutare incentivi e sanzioni collocati in un futuro distante: per tale motivo l'eventualità di un'azione risarcitoria promossa ai sensi degli artt. 2392 o 2394 c.c. nei propri confronti potrebbe vedere fortemente mitigati i propri effetti, in un'ottica di deterrenza, rispetto invece all'impatto che l'attivazione dell'istituto dell'art. 2409 c.c. è suscettibile di produrre in ragione della collocazione ravvicinata dei propri, rilevanti effetti.

5.3. *Il contrasto alla mala gestio cognitiva mediante un sistema di incentivi "behaviorally-informed"*

Alla luce di quanto rilevato nei precedenti paragrafi, emerge che la *mala gestio* cognitiva degli amministratori dell'impresa in crisi può essere affrontata efficacemente mediante una revisione degli incentivi rivolti a questi ultimi all'emergere dei primi segnali di difficoltà, nonché per il tramite di assetti adeguati strutturati in modo tale da ridurre l'influenza dei *bias* sul processo decisionale degli amministratori, da considerare imprescindibili per il corretto adempimento degli obblighi di legge.

La necessità di colmare, nell'elaborazione degli incentivi per l'emersione tempestiva della crisi, un "delta cognitivo" che determina, nella sostanza, un'insensibilità più o meno accentuata rispetto a premi e sanzioni marginali in termini di entità o lontani in termini di collocazione temporale, richiede l'elaborazione di un sistema che, pur nella consapevolezza dell'impossibilità di eliminare del tutto i *bias* cognitivi degli amministratori e dell'imprenditore in relazione allo stato di crisi dell'impresa e alla necessità di agire per affrontare quest'ultima, consenta comunque una riduzione del loro impatto.

Se da un lato, l'imprenditore individuale (o comunque l'agente che non goda della responsabilità limitata, come il socio di società in nome collettivo e l'accomandatario), non teme la responsabilità civile, dato che il suo patrimonio è già integralmente destinato ai creditori, dall'altro lato, gli amministratori della società potrebbero rispondere meglio, come anticipato in precedenza, a stimoli connotati da (*i*) una maggiore consistenza in relazione alle misure premiali mentre,

nonché a (ii) a misure sanzionatorie collocate in un futuro prossimo e dotate di maggiore chiarezza e certezza³²⁶.

In conseguenza dell'adozione di un sistema di incentivi che prenda in considerazione e sfrutti i principali *bias* osservati nel processo decisionale degli amministratori sarà possibile, congiuntamente (e non alternativamente) all'attuale sistema volto a gestire e neutralizzare eventuali fenomeni di opportunismo, indirizzare efficacemente la condotta di questi sia nella fase "ordinaria" di gestione della società, sia nella fase di crisi di quest'ultima.

6. Gli strumenti per garantire l'“indipendenza comportamentale” degli amministratori

6.1. L'indipendenza comportamentale degli amministratori come strumento per contrastare la mala gestio cognitiva

Fermo quanto appena rilevato con riferimento alla ricalibrazione degli incentivi per contrastare l'effetto dei *bias* analizzati in questa sede, merita soffermarsi su un ulteriore punto di interesse avente a oggetto l'autonomia di giudizio degli amministratori e gli strumenti per tutelarla: ciò sul presupposto che, qualora tale autonomia di giudizio sia garantita, arrivando a ipotizzare un'“indipendenza comportamentale” degli amministratori, questa possa rappresentare un'importante argine alla *mala gestio* cognitiva degli amministratori. Orbene, come è noto, la capacità di un amministratore di agire nell'interesse della società è strettamente collegata alla sua capacità di adottare decisioni informate e, comunque, frutto di un processo decisionale immune da interessi estranei a quello

³²⁶ Si veda con riferimento alla necessità di procedere a un ripensamento degli incentivi rivolti agli amministratori a fronte delle evidenze dagli studi di economia comportamentale B. DEY' - TORTELLA - L.R GOMEZ-MEJÍA - J.O. DE CASTRO - R.M. WISEMAN, *Incentive Alignment or Perverse Incentives? A Behavioral View of Stock Options*, in *Management Research*, 2005, p. 109 ss. e, ivi, p. 117 ove si osserva «we believe that the dominance of an agency paradigm in both compensation research and practice, with its emphasis on creating common fate between principal and agent, needs to be challenged even more in future years and be replaced by behavioral models that incorporate behavioral (e.g., loss aversion) and agency (e.g., incentive alignment) explanatory constructs». Si veda altresì sul tema R.M. WISEMAN - L. GOMEZ-MEJÍA, *A behavioral agency model of managerial risk taking*, in *Academy of Management Review*, 1998, p. 133 ss.; S.B. SITKIN - L.R. WIENGART, *Determinants of risky decision-making behavior: A test of the mediating role of risk perceptions and propensity* in *Academy of Management Journal*, 1995 p. 1573; W.G. LEWELLEN - C. LODERER - K. MARKTIN, *Executive compensation and executive incentive problems: An empirical analysis*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1987, p. 287 ss.

della società. A seguito del trapianto nel nostro ordinamento della figura dell'amministratore indipendente, negli ultimi anni è stata prestata particolare attenzione alle modalità con cui deve essere garantita l'autonomia di giudizio degli amministratori, rappresentate principalmente dall'individuazione di situazioni idonee a pregiudicare l'indipendenza degli amministratori sulla base dei dogmi classici del conflitto di interessi.

Gli studi di *behavioral economics* di cui abbiamo dato conto nei precedenti capitoli, consentono di affrontare oggi il tema dell'indipendenza degli amministratori sotto una nuova luce: come si avrà modo di chiarire nei prossimi paragrafi, tra i principali fattori potenzialmente idonei a pregiudicare l'indipendenza di giudizio degli amministratori figurano alcuni bias cognitivi, oggetto di attenta analisi da parte dell'economia comportamentale, che - in modo sistematico e prevedibile - influenzano le decisioni degli amministratori. In quest'ottica, come anticipato poc'anzi, si tenterà di delineare le principali caratteristiche di un'"indipendenza comportamentale" degli amministratori che, al pari delle altre forme di indipendenza, appare fondamentale al fine di assicurare un'effettiva autonomia e indipendenza di giudizio degli amministratori.

6.2. *L'indipendenza formale, l'indipendenza sostanziale e l'autonomia di giudizio degli amministratori*

Il requisito dell'indipendenza degli amministratori indipendenti e non esecutivi è disciplinato, nel nostro ordinamento, da molteplici fonti di diverso rango ed è stato oggetto, in particolare negli ultimi anni, di un intenso percorso evolutivo. A partire dalla normativa di livello europeo e, segnatamente, dalla Raccomandazione della Commissione europea 2005/162, avente a oggetto il ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate, il requisito dell'indipendenza ha iniziato ad assumere una forma sempre più definita³²⁷.

³²⁷ Il paragrafo 13.1 della Raccomandazione CE prevede che "*un amministratore dovrebbe essere considerato indipendente soltanto se è libero da relazioni professionali, familiari o di altro genere con la società, il suo azionista di controllo o con i dirigenti di entrambi, che creino un conflitto di interessi tale da poter influenzare il suo giudizio*". Oltre a ciò, nel successivo paragrafo, la stessa Raccomandazione dispone che anche qualora un determinato amministratore soddisfi tutti i criteri stabiliti a livello nazionale per la valutazione dell'indipendenza, egli possa comunque non essere considerato indipendente "*a causa della situazione specifica della persona o della società*".

Ciò è avvenuto anche grazie all'evoluzione, a livello nazionale, di diverse discipline settoriali: si pensi al combinato disposto degli artt. 147-*ter* e 148 T.U.F, che disciplina i requisiti di indipendenza degli amministratori indipendenti nelle società quotate, all'art. 16 del c.d. Regolamento Mercati adottato dalla Consob con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017, ove sono indicate le condizioni che precludono la quotazione di azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento. Nella stessa direzione va, in modo netto, anche il d.m. 2020/169 in tema di requisiti degli esponenti aziendali di banche e intermediari finanziari³²⁸.

Non ultimo come importanza, deve darsi conto del Codice di corporate governance rivolto alle società quotate che, all'art. 2, affronta in modo articolato il ruolo e le funzioni degli amministratori indipendenti all'interno della *governance* delle società quotate. Mentre la raccomandazione n. 5 *sub* art. 2 richiede che “*il numero e le competenze degli amministratori indipendenti s[ia]no adeguati alle esigenze dell'impresa e al funzionamento dell'organo di amministrazione, nonché alla costituzione dei relativi comitati*”, la raccomandazione n. 7 subito successiva elenca una serie di circostanze idonee a compromettere l'indipendenza degli amministratori ivi considerati. Ai fini di quel che in questa sede interessa, deve rilevarsi che dalla lettura delle disposizioni contenute nel Codice di corporate governance emerge - al netto dell'accorpamento di alcune previsioni e di alcune integrazioni - una sostanziale continuità nella disciplina degli amministratori indipendenti con il precedente codice di autodisciplina, nonché con le altre fonti richiamate *supra*³²⁹.

Si veda per un'analisi delle novità introdotte dalla Raccomandazione in commento R. LENER, *Comitati interni e consiglieri “non sorveglianti”*, in *AGE*, 2007, p. 369 ss.; S. ALVARO - P. CICCAGLIONI - G. SICILIANO, *L'autodisciplina in materia di corporate governance Un'analisi dell'esperienza italiana*, in *Quaderni giuridici*, 2013, II.

³²⁸ Si veda P. MONTALENTI, *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 120 ss. e, *ivi*, p. 126 ove si evidenzia che “*la “panoplia” degli strumenti di controllo è oggi ampia e articolata con una sinergia normativa tra diritto comune e diritto speciale delle società quotate*”. Per un'attenta analisi dei requisiti fissati dal d.m. 2020/169 per la valutazione dell'idoneità degli esponenti di banche e intermediari finanziari ivi contemplati si rimanda a G. PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, in *Banca impr. soc.*, 2022, p. 3 ss.

³²⁹ Con riferimento alle novità e alla struttura del nuovo Codice di corporate governance si veda P. MARCHETTI, *Sull'attuazione del Codice di Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1406 ss. In relazione invece alla figura degli amministratori indipendenti nel Codice di corporate governance P. MANZONI, *Gli amministratori indipendenti nel nuovo codice di autodisciplina*, in

Nonostante la notevole rilevanza del concetto di indipendenza degli amministratori, che interessa in modo trasversale molteplici settori (a partire da quello bancario), manca una definizione positiva e condivisa di indipendenza³³⁰. Invero, il *fil rouge* che collega le norme richiamate in precedenza è l'approccio al requisito di indipendenza per il tramite di una definizione "in negativo", e cioè a partire dall'identificazione di fattispecie al ricorrere delle quali l'indipendenza si presume venir meno³³¹. Diversamente, è ravvisabile una chiara *ratio* che accomuna i diversi impianti normativi, che consiste nella tutela dell'autonomia di giudizio dell'amministratore, quale che sia la sua qualifica, sì da evitare la compromissione della sua capacità di assolvere alle proprie funzioni nell'interesse della società³³².

L'approfondimento della portata dell'indipendenza riconducibile a determinate categorie di amministratori (*in primis* gli amministratori indipendenti di società quotate) ha dunque condotto a un'efficace distinzione tra indipendenza *formale* e indipendenza *sostanziale*. Se per indipendenza formale si intende l'assenza di situazioni o legami, riconducibili all'amministratore, che si presume possano minarne l'indipendenza sulla base di criteri espressamente considerati

Giur. comm., 2022, II, p. 227 ss. Si veda invece per una ricostruzione generale del ruolo e delle funzioni degli amministratori indipendenti N. SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, I, p. 1 ss.; L. CALVOSA, *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, F. Annunziata (a cura di), Milano, 2015, p. 45 ss.; R. LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma della società*, G. Scognamiglio (a cura di), Giuffrè, Milano, 2003, p. 115 ss.; A.M. LUCIANO, *Amministratori indipendenti ed incarichi esecutivi*, in *RDS*, 2012, p. 354 ss.

³³⁰ Cfr. V. CARIELLO, *Indipendenza sostanziale e codice di autodisciplina*, in *RDS*, 2020, p. 639 ss. e, ivi, p. 664 ss.

³³¹ Si veda D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 382 ss. e, ivi, p. 393; F. SARTORI, *L'indipendenza degli esponenti aziendali nelle società quotate e nelle imprese bancarie*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 113 ss. e, ivi, p. 114 ove si evidenzia la presenza di un "formante legislativo che abbraccia nozioni ampie, spesso tautologiche e inconcludenti, dall'altra invece le diverse fonti di soft law che raccogliendo dall'esperienza della prassi si esercitano nella redazione di prolissi elenchi di casistica". Si veda sul punto anche N. MICHIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 1027 ss.

³³² Si veda V. CARIELLO, *Indipendenza sostanziale e codice di autodisciplina*, cit., p. 668 ove l'A. evidenzia che "si riscontra assai di frequente la formulazione di un nucleo definitorio generale dell'indipendenza come qualità o requisito imputabile (in particolare) ad (alcuni) amministratori nella sua essenza "qualificante" - quale risulta da una mera ricognizione dei dati legislativi e autoregolamentari -, (prevalentemente) riferita all'autonomia o all'indipendenza di giudizio o al libero apprezzamento". Sul punto anche F. SARTORI, *L'indipendenza degli esponenti aziendali nelle società quotate e nelle imprese bancarie*, cit., p. 127. Con riferimento al requisito dell'indipendenza di giudizio richiesta dall'art. 15 del d.m. 2020/169 e al suo rapporto con i requisiti fissati dall'art. 13 della stessa norma si veda G. PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, cit., p. 18.

dalla norma, l'indipendenza c.d. sostanziale, invece, presuppone una valutazione complessiva della situazione in cui si trova a operare l'amministratore, al fine di individuare elementi che ostano alla formazione di un giudizio autonomo³³³.

Particolare attenzione è stata pertanto prestata alle modalità con cui garantire che l'amministratore indipendente svolga con efficacia la propria funzione, sia essa di controllo o di interlocuzione critica rispetto al processo decisionale interno al consiglio di amministrazione. Si è quindi affermato un principio di prevalenza della sostanza sulla forma³³⁴, che richiede un controllo effettivo sull'indipendenza del singolo amministratore che, a prescindere dalla propria qualifica, dovrà essere sempre dotato di autonomia di giudizio al fine di poter esercitare il proprio libero apprezzamento al fine di contribuire, con gli altri amministratori, alla formazione della volontà del consiglio di amministrazione³³⁵.

6.3. *L'indipendenza comportamentale degli amministratori*

L'insieme di elementi che possono inficiare la capacità di giudizio dell'amministratore comprende, a ben vedere, i bias cognitivi analizzati nell'ambito degli studi di economia comportamentale, di cui abbiamo dato conto nei precedenti capitoli e su cui torneremo brevemente nei prossimi paragrafi.³³⁶

È possibile, dunque, delineare un concetto di "indipendenza comportamentale" riferito all'amministratore, quale che sia la qualifica da questi ricoperta?

³³³ Con riferimento alla distinzione tra indipendenza formale e indipendenza sostanziale degli amministratori si rimanda su tutti a V. CARIELLO, *Indipendenza sostanziale e codice di autodisciplina*, cit., p. 672 ss.; G. STRAMPELLI, *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Milano, 2013, p. 97.

³³⁴ Si veda il Considerando n. 18 della Raccomandazione CE 2005/162 ove si specifica che "nell'applicare il criterio dell'indipendenza, il consiglio d'amministrazione o di sorveglianza dovrebbe privilegiare la sostanza piuttosto che la forma". Si veda anche F. SARTORI, *L'indipendenza degli esponenti aziendali nelle società quotate e nelle imprese bancarie*, cit., p. 115

³³⁵ Si veda con riferimento al ruolo ricoperto dagli amministratori indipendenti nel governo societario U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, I, p. 506 ss.

³³⁶ Per un inquadramento della metodologia e dei risultati raggiunti dell'economia comportamentale si rimanda a C.F. CAMERER - G. LOEWENSTEIN, *Behavioral economics: Past, Present, Future*, in *Advances in Behavioral Economics*, C.F. Camerer, G. Loewenstein, M. Rabin (ed.), Princeton, p. 3 ss.; H. HOSSEINI, *The Arrive of Behavioral Economics: from Michigan, or Carnegie School in the 1950s and 1960s?*, in *Journal of Socio-Economics*, 2003, p. 391 ss.; E.M. SENT, *Behavioral economics: How Psychology Made Its (Limited) Way back Into Economics*, in *History of Political Economy*, 2004, p. 735 ss. F. HEUKELOM, *Behavioral Economics: A History*, New York, 2014; R.H. THALER, *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, New York, 2015; E. ANGER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, Milano, 2017.

Se le *cognitive illusions* limitano sensibilmente la capacità degli agenti economici e degli amministratori di esercitare (i) il proprio libero apprezzamento in ragione delle influenze che derivano dal contesto in cui sono inseriti e, comunque, (ii) adottare decisioni in linea con la teoria dell'utilità attesa, allora è possibile identificare un *tertium genus* di indipendenza rispetto all'indipendenza formale e sostanziale, rappresentato dall'"indipendenza comportamentale" dell'amministratore. Tale tipo di indipendenza pare definibile - in termini positivi - come la capacità dell'amministratore di resistere all'influenza dei diversi bias che ne possono compromettere il processo decisionale.

Gli studi di economia comportamentale, invero, appaiono in grado di consentire una valutazione sull'indipendenza degli amministratori improntata a un canone di effettività, laddove gli strumenti "classici" del giurista, incentrati principalmente sul conflitto di interessi e sulla presenza di legami significativi in capo all'amministratore, rischiano di prendere in esame solo una parte delle situazioni potenzialmente lesive della capacità di giudizio dell'amministratore³³⁷.

A tal riguardo, occorre evidenziare che la Direttiva UE 2013/36 (c.d. CRD IV), contenente la disciplina sulla vigilanza prudenziale relativa agli enti creditizi, ha introdotto il concetto e requisito dell'"indipendenza di spirito", richiedendo che *"ciascun membro dell'organo di gestione agisc[a] con onestà, integrità e indipendenza di spirito che gli consentano di valutare e contestare efficacemente le decisioni dell'alta dirigenza se necessario e di controllare e monitorare efficacemente le decisioni della dirigenza"*. Cosa si intenda per indipendenza di spirito il cui contenuto, come si avrà modo di vedere nel proseguo, è strettamente collegato al concetto di indipendenza comportamentale, è meglio specificato dagli Orientamenti congiunti di EBA e ESMA, aventi a oggetto le prassi per la

³³⁷ Si profila invero la necessità di un'integrazione tra gli assunti modello economico neoclassico, fortemente incentrati sul concetto di opportunismo, e i limiti cognitivi - sistematici e prevedibili - messi in risalto dagli studi di *behavioral economics*. Tale necessità non può essere trascurata, laddove i risultati raggiunti per mezzo di una "lente sfocata" non saranno in grado né di descrivere la realtà giuridico-economica presa in considerazione né, tantomeno, di formulare previsioni accurate. Sul punto si veda F. VELLA, *Il pericolo di un'unica storia: il diritto (commerciale) e le nuove frontiere dell'interdisciplinarietà*, in ODC, 2021, p. 723 ss. e, ivi, p. 735, ove si rileva che *"il contributo delle scienze comportamentali sta proprio in questo "bagno di realtà", perché mette il giurista di fronte alla consapevolezza che la norma non può avere come punto di riferimento un destinatario stilizzato astrattamente"*. Si veda altresì A. AMBROSINO, *Law & Economics e economia cognitiva*, in *Economia cognitiva e interdisciplinarietà*, S. Rizzello, A. Spada (a cura di), Giappichelli, Torino, 2012, p. 157.

valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo di gestione e del personale che riveste ruoli chiave³³⁸.

Questi, invero, al par. 81, evidenziano la necessità che l'ente valuti l'"indipendenza di spirito" di tutti i membri dell'organo di gestione e, a tal fine, accerti il possesso, da parte di tutti gli amministratori, delle "*competenze comportamentali necessarie*". Tra le competenze comportamentali considerate dal paragrafo 81 rientrano "*i. coraggio, convinzione e forza per valutare e contestare efficacemente le decisioni avanzate da altri membri dell'organo di gestione; ii. essere in grado di porre domande ai membri dell'organo di gestione con funzione di gestione; iii. essere in grado di resistere alla «mentalità di gruppo»*", con ciò fornendo una chiara indicazione delle diverse situazioni in cui l'"indipendenza comportamentale" degli amministratori potrebbe risultare compromessa³³⁹. In particolare, risulta di notevole interesse l'indicazione relativa alla necessità che il singolo amministratore sia in grado di resistere alla mentalità di gruppo, su cui ci si soffermerà nel paragrafo successivo, nonché di attivare una dialettica efficace con gli altri amministratori, a prescindere dalla posizione da questi assunta.

Proprio alla luce degli elementi considerati dalle fonti sopra richiamate, che contribuiscono a meglio delineare il concetto di indipendenza comportamentale, emerge l'intrinseca connessione tra la tutela di quest'ultima e la tutela dell'autonomia di giudizio degli amministratori. L'autonomia di giudizio, infatti, postula una verifica in concreto ed effettiva degli elementi che limitano la piena capacità degli amministratori di adottare decisioni nell'interesse della società³⁴⁰: come appena anticipato e come si vedrà nel proseguo, alcune influenze "comportamentali" sono potenzialmente idonee a limitare la capacità dell'organo gestorio e dei suoi singoli membri di adottare decisioni nell'interesse della società.

6.4. L'"effetto gregge" e le decisioni degli amministratori

³³⁸ Cfr. F. SARTORI, *L'indipendenza degli esponenti aziendali nelle società quotate e nelle imprese bancarie*, cit., p. 136.

³³⁹ In relazione agli elementi sopra elencati, il successivo paragrafo 82 degli Orientamenti in questione richiede una verifica complessiva delle condotte assunte dagli amministratori, disponendo che "*nel valutare le competenze comportamentali di un membro [...] dovrebbe essere presa in considerazione la relativa condotta passata e presente, in particolare in seno all'ente*".

³⁴⁰ Si veda V. CARIELLO, *Indipendenza sostanziale e codice di autodisciplina*, cit., p. 669.

Una delle principali *cognitive illusions* analizzate dall'economia comportamentale, che si aggiunge a quelle considerate nel precedente capitolo, è il c.d. effetto gregge. L'effetto gregge può essere definito come la tendenza degli individui ad affidarsi al comportamento della massa per trovare conferma dei propri pensieri e azioni, con una conseguente sensibile influenza sul contenuto delle decisioni assunte. Tale fenomeno è stato ampiamente studiato in numerosi ambiti, a partire dal settore finanziario (con particolare attenzione alle scelte degli investitori), sino ad arrivare alle dinamiche infra-assembleari delle società di capitali³⁴¹.

L'effetto gregge è di particolare interesse nella materia del governo d'impresa. L'analisi delle dinamiche che si instaurano in ragione di tale bias consente, infatti, di comprendere le complesse dinamiche del c.d. *groupthink*³⁴² all'interno degli organi societari (inclusa l'assemblea), in passato ignorate dall'analisi economica del diritto ma che iniziano oggi a trovare una loro valorizzazione³⁴³. Un'analisi degli effetti di tale fenomeno e, più in generale, delle dinamiche “di gruppo” è stata condotta con specifico riferimento al consiglio di amministrazione e al processo decisionale dei suoi membri, nel cui ambito il prodursi dell'effetto gregge è stato effettivamente osservato³⁴⁴.

³⁴¹ Si veda per un'analisi dell'effetto gregge e dei suoi effetti L. ROOK, *An Economic Psychological Approach to Herd Behavior*, in *Journal of Economic Issues*, 2006, p. 75 ss.; A.V. BANERJEE, *A Simple Model of Herd Behavior*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1992, p. 797 ss.; G. LIACE, *La finanza comportamentale e l'effetto gregge*, in *Riv. dir. risp.*, 2020, p. 1 ss.; E. MARCHISIO, *A Behavioural Analysis of Shareholders' Meetings*, in *Banca impr. soc.*, 2013, p. 427 ss. ove si evidenzia che tra i bias che contraddistinguono maggiormente le decisioni all'interno di un gruppo vi è il c.d. effetto gregge, l'effetto cascata (che amplifica l'effetto gregge) e un fenomeno di polarizzazione del gruppo, in ragione del quale si nota una tendenza a un'estremizzazione delle posizioni iniziali, anziché una moderazione di queste.

³⁴² Cfr. L. ROOK, *An Economic Psychological Approach to Herd Behavior*, cit., p. 85 ove si identifica tale fenomeno come “excessive form of concurrence seeking within groups, eventually leading to poor decisions and/or fiascoes”.

³⁴³ Sul punto si veda anche F. VELLA, *Le società aperte: oltre il TUF? Per una discussione*, in *AGE*, 2019, p. 431 ss. e, ivi, p. 453 dove l'A. evidenzia che “nella letteratura, nelle indagini empiriche e nelle linee di policy che da queste derivano si sono ormai diffuse nuove chiavi di lettura della governance societaria che guardano a quello che i board in effetti sono (e che spesso il diritto ha ignorato) e cioè strutture sociali e organizzative dove interagiscono complesse dinamiche relazionali [...]. Assumono così rilevanza le modalità comportamentali e le capacità di processare i conflitti cognitivi, modalità entrate prepotentemente nel linguaggio di regolatori e controllori preoccupati del *groupthink*, come pericoloso intralcio nell'agenda verso un migliore governo societario”.

³⁴⁴ Cfr. T. LASTER, *Cognitive Bias in Director Decision-Making*, in *The Corporate Governance Advisor*, 2012, p. 5 ove l'A. rileva che “*groupthink is the most important bias for boards of directors to watch for. People inherently desire harmony and tend to avoid speaking out. No one likes to make waves in a group*”; I.L. JANIS, *Victims of Groupthink. A Psychological Study of Foreign Policy Decisions and Fiascoes*, Boston, 1972. I dati riportati nell'Annual Corporate Directors Survey di PWC (ottobre 2021), p. 8 ss. confermano quanto qui esposto ove si rileva, con riferimento

Con riferimento agli effetti dell'effetto gregge è stato osservato, *da un lato*, un fenomeno noto come "effetto cascata", ossia un sostanziale appiattimento da parte dei membri del gruppo sulle posizioni espresse che hanno già raggiunto una determinata soglia di consenso. Dall'*altro lato*, è stata altresì osservata una polarizzazione delle scelte del gruppo ove, contrariamente a quanto ci si potrebbe aspettare, si assiste a un'estremizzazione delle posizioni dei membri anziché a una moderazione derivante dalla dialettica tra questi³⁴⁵.

Il prodursi degli effetti sopra richiamati sul processo decisionale degli amministratori, indipendenti e non, è senz'altro idoneo a pregiudicarne l'autonomia di giudizio che, come si è evidenziato nei precedenti paragrafi, rappresenta un valore da tutelare per assicurare una corretta gestione della società e, più in generale, il suo buon andamento.

6.5. *Lo status quo bias e i suoi effetti sull'indipendenza comportamentale degli amministratori*

L'indipendenza comportamentale degli amministratori e del consiglio di amministrazione nel suo insieme è potenzialmente pregiudicata anche dalla diversa e ulteriore *cognitive illusion*, lo *status quo bias*, analizzato all'interno del secondo capitolo. Nel contesto delle decisioni endoconsiliari e del processo decisionale dei

al *groupthink* all'interno dei consigli di amministrazione, che "*while most boards work to solicit a range of views and come to a consensus on key issues, 36% of directors say it is difficult to voice a dissenting view on at least one topic in the boardroom*". Con riferimento all'accentuata influenza esercitata dagli amministratori esecutivi sugli amministratori indipendenti e non, tale spesso da vanificarne l'operato si veda L.A. BEBCHUCK - J.M. FRIED, *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, 2004, p. 202 ss.; F. SARTORI, *L'indipendenza degli esponenti aziendali nelle società quotate e nelle imprese bancarie*, cit., p. 123; J.R. MACEY, *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, 2008, p. 51 ss.; U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, cit., p. 512, ove si mette in evidenza anche il ruolo dell'asimmetria informativa tra le concause della percepita inefficienza del controllo esercitato dagli amministratori indipendenti. Per un'attenta analisi delle diverse "group dynamics" all'interno del consiglio di amministrazione anche in relazione all'espressione del dissenso da parte dei singoli amministratori si veda invece P. MARCHETTI - G. SICILIANO - M. VENTORUZZO, *Dissenting Directors*, ECGI Law Working Paper No. 332/2016.

³⁴⁵ Sul punto si rimanda a C.R. SUNSTEIN - R. HASTIE, *Four Failures of Deliberating Groups*, John M. Olin Law and Economics Working Paper No. 401, The Law School, University of Chicago, 2008 p. 12 ove si chiarisce che "*a cascade is a process by which people influence one another, so much so that participants ignore their private knowledge and rely instead on the publicly stated judgments of others*"; A. HUNG - C. PLOTT, *Information Cascades: Replication and an Extension to Majority Rule and Conformity-Rewarding Institutions*, in *American Economic Review*, 2001, p. 1508 ss.; E. MARCHISIO, *A Behavioural Analysis of Shareholders' Meetings*, cit., p. 449 ss.

singoli amministratori, il bias in esame tende a influire sullo sviluppo e adozione delle strategie imprenditoriali, determinando una diffusa riluttanza all'interno del consiglio di amministrazione a perseguire linee d'azione che prevedono cambiamenti sostanziali³⁴⁶. Merita evidenziare che nel solco della *cognitive illusion* in commento si inserisce anche la c.d. "fallacia dei costi irrecuperabili"³⁴⁷ che, come già rilevato nel primo capitolo, induce gli agenti economici, in modo sistematico e prevedibile, a portare avanti un progetto senza che vi sia una ragionevole speranza di successo, in ragione dei costi già sostenuti che, tuttavia, sono in ogni caso irrecuperabili³⁴⁸.

Si è anche anticipato che tale fenomeno assume particolare importanza nell'ipotesi in cui l'impresa versi in uno stato di crisi, inibendo l'adozione di decisioni in discontinuità con la precedente, ordinaria, gestione della società, al fine di affrontare e (se possibile) superare le difficoltà che ne ostacolano la sopravvivenza³⁴⁹. Da tale rilievo emerge con chiarezza un ulteriore elemento a supporto dell'importanza di tutelare l'indipendenza comportamentale degli amministratori, in particolare degli amministratori indipendenti in considerazione del loro ruolo di interlocutori critici con gli amministratori esecutivi, laddove un

³⁴⁶ Cfr. l'Annual Corporate Directors Survey di PWC (ottobre 2021), p. 10 ss, ove si pone in evidenza che "boards may also be reluctant to embrace new strategies and ideas. While individually they may be creative thinkers, as a group they may be more likely to want to stick with the status quo. This can also lead to boards and companies under-investing in long-term projects like research and development, which may not lead to returns for some time"; M.K. OSCHLIES - R. WÜESTENHAGEN, *Directors' Status-Quo Bias and Strategic Renewal under Environmental Turbulence*, in *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, 2012; D.C. HAMBRICK - M.A. GELETKANYCZ - J.W. FREDRICKSON, *Top Executive Commitment to the Status Quo: Some Tests of Its Determinants*, in *Strategic Management Journal*, 1993, p. 401 ss.

³⁴⁷ La fallacia dei costi irrecuperabili è anche nota come "fallacia del Concorde", in quanto i governi del Regno Unito e della Francia, in considerazione degli ingenti costi già sostenuti e del prestigio che avevano investito nel progetto di sviluppo del famoso aereo di linea, hanno continuato a stanziare ingenti fondi anche dopo che era diventato evidente che tale progetto non era finanziariamente sostenibile. Si veda E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 49 ss. Si veda altresì H.R. ARKES, *The Sunk Cost and Concorde Effects: Are Humans Less Rational Than Lower Animals?*, in *Psychological Bulletin*, 1999, p. 591 ss. ove si evidenzia che la condotta risultante da tale bias si concretizza in una tendenza degli individui a proseguire un'attività, anche qualora non remunerativa, una volta effettuato un investimento in denaro, energie o tempo.

³⁴⁸ Cfr. S. ROTH - T. ROBERT - L. STRAUS, *On the Sunk-Cost Effect in Economic Decision-Making: a Meta-Analytic Review*, in *Business Research*, 2015, p. 99 ss.; E. ANGNER, *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, cit., p. 49 ss.

³⁴⁹ Il management del debitore "econe", ipotizzato della teoria neoclassica, una volta che sia divenuto chiaro o vi siano indizi evidenti che l'attività d'impresa si avvia verso la crisi, agirà trascurando i costi già sostenuti e limiterà i danni per l'impresa, procedendo a una riorganizzazione economica e/o finanziaria della società, ovvero a una sua liquidazione.

“appiattimento” su condotte e strategie passate si pone in contrasto con l’interesse della società, nonché di tutti i suoi *stakeholders*³⁵⁰.

In ragione di quanto evidenziato sopra, è possibile comprendere il motivo per cui, al pari dell’effetto gregge analizzato, lo *status quo* bias rappresenta un serio pericolo per il mantenimento dell’indipendenza comportamentale degli amministratori e, in definitiva, dell’autonomia di giudizio loro richiesta.

6.6. *Le possibili misure volte a garantire l’indipendenza comportamentale degli amministratori*

Tra le misure di maggior interesse per il contrasto ai bias analizzati in precedenza, figurano (i) la previsione dell’ausilio di un consulente esterno in occasione delle decisioni di maggior rilievo, che può contribuire a fornire una visione terza e imparziale, scevra dai condizionamenti “ambientali” evidenziati in precedenza³⁵¹ (ii) la presentazione agli amministratori delle informazioni e delle varie possibili opzioni strategiche secondo modalità che incoraggino il pensiero critico e l’autonomia di giudizio³⁵².

Le misure volte a incidere sugli effetti dei bias analizzati in precedenza possono assumere diverse forme, e il loro utilizzo congiunto consente di immaginare l’adozione di protocolli e procedure da seguire prima e in occasione dei consigli di amministrazione. In aggiunta alle misure richiamate sopra, infatti, merita evidenziare il potenziale effetto positivo (i) della predisposizione di questionari da distribuire ai singoli amministratori *prima* della riunione consiliare,

³⁵⁰ Sul rapporto tra efficacia dell’operato degli amministratori indipendenti e tutela dell’interesse sociale si rimanda a U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, “sistema dei controlli” e corporate governance: quale futuro?*, cit., p. 515, ove l’A. evidenzia che “nell’ambito di un sistema societario a proprietà concentrata, gli amministratori indipendenti possono contribuire ad un miglioramento dei sistemi di controllo e ad una riduzione dei c.d. problemi di agenzia tra “maggioranza” e “minoranze”; ciò in quanto essi rappresentano (*rectius*, dovrebbero rappresentare) la massima garanzia del perseguimento dell’interesse sociale”. Si veda altresì con riferimento al ruolo di garanzia affidato all’organo gestorio dell’impresa bancaria nella composizione degli interessi interni a questa G. PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, cit., p. 24.

³⁵¹ Sul punto J.M. COLLARD, *Why Hire Outside Directors When Private Companies Don't Have To? Change! Break the Status Quo. Rejuvenate*, in *The Journal of Private Equity*, 2018, p. 36 ss.

³⁵² Si veda con riferimento alle misure che possono essere adottate per contrastare gli effetti delle maggiori *cognitive illusions* nel contesto del consiglio di amministrazione F. VELLA, *Le società aperte: oltre il TUF?*, cit., pp. 453-454, ove si pone in risalto il rischio concreto di un sovraccarico informativo che può essere efficacemente affrontato per mezzo di un corretto *framing* delle informazioni fornite agli amministratori.

ove questi ultimi possono esprimere liberamente la propria opinione³⁵³ (ii) dell'individuazione, anche a turno, di uno più consiglieri che, *durante* la discussione consiliare, siano incaricati di vagliare ed esprimere sul punto oggetto di discussione potenziali criticità o elementi che richiedono un maggiore approfondimento³⁵⁴.

6.7. *Il ruolo delle nuove tecnologie e della diversity per la tutela dell'indipendenza comportamentale degli amministratori*

Anche l'utilizzo di risorse tecnologiche avanzate all'interno del consiglio di amministrazione, di cui si è dato conto in precedenza, in particolare nel processo di raccolta, elaborazione e analisi delle informazioni rilevanti, può giocare un ruolo fondamentale nel contrastare i fenomeni che possono compromettere l'indipendenza comportamentale degli amministratori³⁵⁵.

Oltre a ciò, deve porsi in rilievo il ruolo che la *diversity*, ovvero l'eterogeneità della composizione del consiglio di amministrazione, può giocare nell'incentivare un dialogo critico tra i suoi membri, contrastando il prodursi delle principali distorsioni cognitive richiamate in precedenza. La *diversity*, invero, contribuisce ad evitare un'omologazione delle posizioni dei singoli amministratori sulla posizione espressa dell'amministratore delegato, favorendo il dialogo all'interno del consiglio di amministrazione e disinnescando fenomeni di *groupthink*³⁵⁶.

³⁵³ Si veda sul punto l'Annual Corporate Directors Survey di PWC (ottobre 2021), p. 9, ove si rileva l'opportunità di “*seek input during individual interviews or questionnaires, when directors may feel more open, on whether dissent is discouraged*”.

³⁵⁴ Tale funzione può e deve (o, *rectius*, dovrebbe) essere svolta *in primis* dagli amministratori indipendenti, i quali sono chiamati a vagliare le informazioni e questioni loro sottoposte sotto la lente del miglior interesse della società. Cfr. F. VELLA, *Le società aperte: oltre il TUF?*, cit., p. 453 ove l'A. pone in risalto l'opportunità di avere all'interno del consiglio di amministrazione “*una «voce fuori dal coro» o un «avvocato del diavolo» che a rotazione si fa comunque carico di presentare non contro-argomentazioni, ma possibili, ulteriori e autonomi elementi di riflessione*”.

³⁵⁵ In relazione alle potenzialità del ricorso a strumenti dotati di intelligenza artificiale nel ridurre gli effetti del *groupthink* all'interno del consiglio di amministrazione si rimanda A. KAMALNATH, *The Perennial Quest for Board Independence – Artificial Intelligence to the Rescue*, in *Albany Law Rev.*, 2019, p. 1 ss. M-E. GODEFROID - R. PLATTFAUT - B. NIEHAVES, *How to measure the status quo bias? A review of current literature*, in *Management Review Quarterly*, 2022, p. 1 ss.

³⁵⁶ Si veda G. PRESTI, *Requisiti e criteri di idoneità degli amministratori di banche: il consiglio come giudice di se stesso*, cit., p. 14 ss.; S. TURELLI, *Professionalità, competenza degli amministratori e board diversity*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 433 ss. e, *ivi*, p. 434 ove l'A. rileva che la *diversity* può “*contribuire alla nascita di nuove idee, ma soprattutto prevenire e contrastare il*

Con riferimento invece all'utilizzo di nuove tecnologie e di software nell'ambito del consiglio di amministrazione, si è evidenziato il ruolo che gli amministratori indipendenti possono ricoprire al fine di “assicurare una più efficace protezione da possibili conflitti di interesse di amministratori vicini (anche in virtù del loro legame fiduciario con il gruppo di comando a propria volta prossimo) all'impresa produttrice e fornitrice dei software adoperati” per il tramite della partecipazione ad appositi comitati endoconsiliari³⁵⁷.

Anche in questo caso, il mantenimento dell'indipendenza comportamentale da parte di coloro che sono chiamati a elaborare o, comunque, controllare il funzionamento degli strumenti algoritmici e dei software utilizzati appare di fondamentale importanza. Invero, come è noto, la presenza di eventuali bias nel processo decisionale “a monte” si ripercuotono inevitabilmente sulla conformazione e il funzionamento degli algoritmi impiegati, motivo per cui la tutela dell'indipendenza comportamentale e di giudizio degli amministratori in tale fase è essenziale onde evitare il propagarsi delle distorsioni cognitive nell'esercizio dell'attività gestoria³⁵⁸.

fenomeno del c.d. “groupthink”, ossia l'acritica omologazione delle opinioni dei singoli consiglieri a quelle espresse dall'amministratore delegato e, più in generale, dal gruppo di comando”.

³⁵⁷ Così R. SANTAGATA, *Intelligenza artificiale, adeguatezza degli assetti “tecnici” e principio di precauzione nell'amministrazione delle società quotate*, in *Riv. dir. impr.*, 2022, p. 323.

³⁵⁸ Sul punto G. SCHNEIDER, *Intelligenza artificiale, governance societaria e responsabilità sociale d'impresa: rischi e opportunità*, cit., p. 716.

Bibliografia

ABBADESSA P.- MIRONE A., *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 269 ss.

ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975, p. 29 ss.

ABRIANI N. - SCHNEIDER G., *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Il Mulino, Bologna, 2021

AGARWAL S.- SINGH A., *Corporate Governance: Literature Review on Agency Costs and Pieces of Evidence on Different Perspectives*, in *UP Journal of Corporate Governance*, 2021, II, p. 49 ss.

AKERLOF G.A. - SHILLER R.J., *Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception*, Princeton University Press, Princeton, 2015

ALCHIAN A. - DEMSETZ H., *Production, Information, and Economic Organization*, in *Am. Econ. Rev.*, 1972, p. 777 ss.

AMATORE R., *Le dichiarazioni di fallimento*, Giuffrè, Milano, 2014

AMATUCCI C., *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, p. 643 ss.

AMBROSINI S., *La domanda di concordato preventivo, l'ammissione alla procedura e le prerogative del tribunale*, in *La riforma della legge fallimentare*, S. Ambrosini (a cura di), Zanichelli, Bologna, 2006

AMBROSINO A., *Law & Economics e economia cognitiva*, in *Economia cognitiva e interdisciplinarietà*, S. Rizzello, A. Spada (a cura di), Giappichelli, Torino, 2012

ANGELICI C., *La società per azioni e gli "altri"*, in *Aa.Vv.*, *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010

ANGELICI C., *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Governo dell'impresa e responsabilità dei gestori - Giornata di studio in ricordo di Salvatore Pescatore*, A. Rosa Adiutori (a cura di), Cedam, 2012, p. 151 ss.

ADAMS W.M. - BROCKINGTON D.- DYSON J.- VIRA B., *Managing Tragedies: Understanding Conflict over Common Pool Resources*, in *Science*, 2003, p. 1915 ss.

ANDREONI J., *Why free ride?: Strategies and learning in public goods experiments*, in *Journal of Public Economics*, 1988, p. 291 ss

ANGNER E., *Economia comportamentale. Guida alla teoria della scelta*, Hoepli, Milano, 2017

ARKES H.R., *The Sunk Cost and Concorde Effects: Are Humans Less Rational Than Lower Animals?*, in *Psychological Bulletin*, 1999, p. 591 ss.

ARMOUR J. - EIDENMUELLER H., *Self-Driving Corporations?*, in *ECGI Law Working Paper No. 475*, 2019, p. 1 ss

BACCAGLINI L., *Il procedimento di conferma, revoca o modifica delle misure protettive e di concessione delle misure cautelari, nella composizione negoziata della crisi*, in *Riv. dir. proc.*, 2022, p. 635 ss.

BACCETTI N., *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, in *Riv. soc.*, 2016., p. 568 ss.

BAINBRIDGE S., *Corporation Law and Economics*, New York, 2002

BAINBRIDGE S.M., *Much Ado About Little? Directors' Fiduciary Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *Journal of Business & Technology Law*, 2007, p. 335 ss.

BAIRD D.G. - CASEY A.- PICKER R.C., *The Bankruptcy Partition*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2018, p. 1675 ss.

BAKER T. - SIEGELMAN P., *Behavioral Economics and insurance law, the importance of equilibrium analysis*, in *The Oxford Handbook of Behavioral Economics and the Law*, E. Zamir, D. Teichman (a cura di), Oxford, Oxford University Press, 2014

BAKER T., *On the Genealogy of Moral Hazard*, in *Texas Law Review*, 1996, p. 237 ss.

BALSAMO TAGNANI S. - CARLONI M., *Obblighi di segnalazione degli organi di controllo societari e delle banche nel nuovo CCII*, in *Società*, 2020, p. 856 ss.

BAMBERGER K.A., *Technologies of Compliance: Risk and Regulation in a Digital Age*, in *Tex. L. Rev.*, 2010, p. 722 ss.

BARACCO A. - TIEGHI G., *Early warning systems (EWSs) and business crisis: building an updated co-operative multidisciplinary institutional approach for tax agencies*, in *Dir. prat. trib. int.*, 2020, p. 19 ss.

BARTALENA A., *Assetti organizzativi e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2020, p. 1339 ss.

BARTALENA A., *Assetti organizzativi e "business judgment rule"*, in *Società*, 2020, p. 1346 ss.

BARTALENA A., *Le azioni di responsabilità nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Fallimento*, 2019, p. 298 ss.

BARUCCI P., *La diffusione del marginalismo 1870-1890*, in *Il pensiero economico italiano 1850-1950*, M. Finoia (a cura di), Cappelli, Bologna, 1980

BASTIA P. - RICCIARDIELLO E., *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi: tra principi generali e scienza aziendale*, in *Banca impr. soc.*, 2020, p. 359 ss.

BAZERMAN M.H. - MOORE D.A., *Judgment in Managerial Decision Making*, 8^a ed., John Wiley & Sons, 2013

BEBCHUK L.A. - FRIED J.M., *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, in *Yale Law Journal*, 1996, p. 857 ss

BECKER G.S., *The Economic Approach to Human Behavior*, (6^a ed.), University of Chicago Press, Chicago, 1976

BENAZZO P., *Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 241 ss.

BENAZZO P., *Il Codice della crisi di impresa e l'organizzazione dell'imprenditore ai fini dell'allerta: diritto societario della crisi o crisi del diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 274 ss.

BENAZZO P., *Il controllo nelle società di capitali tra diritto 'comune' e codice della crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 1551 ss.

BENOCCI A., *Controllo giudiziario sulla gestione e forme collettive di esercizio dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2019

BERNARDO A.E. - WELCH I., *On the Evolution of Overconfidence and Entrepreneurs*, in *Journal of Economics & Management Strategy*, 2001, p. 301 ss.

BERTHONNET I., *Pareto-Efficiency from Pareto to Contemporary Economics*, in *History of Economic Ideas*, Fabrizio Serra (ed.), Pisa, 2016

BERTOLOTTI G., *Poteri e responsabilità nella gestione di società in crisi. Allerta, autofallimento e bancarotta*, Giappichelli. Torino, 2017

BIANCA M., *Allerta e dintorni: l'adozione delle misure idonee alla tempestiva rilevazione della crisi da parte dell'imprenditore individuale*, in *ODC*, 2020, p. 55 ss.

BIANCHI G., *Amministrazione e controllo delle nuove società di capitali*, Ipsoa, Milano, 2003

BICCHIERI C., *Rationality and Game Theory*, in *The Oxford Handbook of Rationality*, A.R. Mele, P. Rawling (ed.), Oxford, Oxford University Press, 2003

BINI M., *Procedura di allerta: indicatori della crisi ed obbligo di segnalazione da parte degli organi di controllo*, in *Società*, 2019, p. 430 ss.

BINMORE K., *Game Theory: A Very Short Introduction*, Oxford University Press, Oxford, 2007

BINMORE K., *Why Experiment in Economics?*, in *The Economic Journal*, 1999, p. 16 ss.

BISCHOFF I., *Endowment effect theory, prediction bias and publicly provided goods: an experimental study*, in *Environmental and Resource Economics*, 2008, p. 283 ss.

BLAVATSKYY P.R., *Loss aversion*, in *Economic Theory*, 2011, p. 127 ss.

BOCCHINI E., *Sostituzione giuridica nell'attività d'impresa e asimmetria informativa*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, p. 341 ss.

BONFANTE G., *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza - Le misure d'allerta*, in *Giur. it.*, 2019, p. 1943 ss.

BRATTON JR. W., *The "Nexus of Contracts" Corporation: A Critical Appraisal*, in *Cornell L. Rev.*, 1989, p. 407 ss.

BRIOLINI F., *Verso una nuova disciplina delle distribuzioni del netto?*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 64 ss.

BRIZZI F., *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 1027 ss.

BRODI E., *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente «sistema di allerta e composizione»*, in *Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza*, 2018, p. 1 ss.

BROWN J.R. - FARRELL A.M. - WEISBENNER S.J., *Decision-making approaches and the propensity to default: Evidence and implications*, in *Journal of Financial Economics*, 2016, p. 477 ss.

BRUNO S., *Efficienza e modelli di amministrazione e controllo*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 1021 ss.

BUSENITZ L.W. - BARNEY J.B., *Differences Between Entrepreneurs and Managers in Large Organizations: Biases and Heuristics in Strategic Decision-Making*, in *Journal of Business Venturing*, 1997, p. 9 ss.

BUYALSKAYA A. - GALLO M. - CAMERER C.F., *The Golden Age of Social Science*, in *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 2019, p. 5 ss.

CAGNASSO O., *L'obbligo di attivazione in caso di crisi o di perdita della continuità aziendale*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, p. 901 ss.

CALABRESI G., *Il futuro del law and economics. Saggi per una rimediazione ed un ricordo*, F. Fimmanò, V. Occorsio (a cura di), Giuffrè, Milano, 2018

CALANDRA BUONAURA V., *Corretta amministrazione e adeguatezza degli assetti organizzativi nella Società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2020, I, p. 439 ss

CALANDRA BUONAURA V., *Ruolo e responsabilità degli organi di controllo societari nel Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2021, p. 1 ss.

CALVOSA L., *Gestione dell'impresa e della società alla luce dei nuovi artt. 2086 e 2475*, in *Società*, 2019, p. 799 ss

CAMERER C.F. - LOEWENSTEIN G., *Behavioral economics: Past, Present, Future*, in *Advances in Behavioral Economics*, C.F. Camerer, G Loewenstein, M. Rabin (ed.), Princeton, Princeton University Press

CAMERER C.F. - THALER R.H., *Anomalies: Ultimatums, Dictators and Manners*, in *Journal of Economic Perspectives*, 1995, p. 209 ss.

CAMERER C.F., *Progress in Behavioral Game Theory*, in *Journal of Economic Perspectives*, 1997, p. 167 ss.

CAMERER C.F., *Three Cheers--Psychological, Theoretical, Empirical-- For Loss Aversion*, in *Journal of Marketing Research*, 2005, p. 129 ss.

CAMERON J. - SIEGMANN K.A., *Why did mainstream economics miss the crisis? The role of epistemological and methodological blinkers*, in *On the Horizon*, 2012, p. 164 ss.

CAPELLI I., *Assetti adeguati, controllo dei sindaci e denuncia al tribunale ex art. 2409 c.c.*, in *Società*, 2020, p. 988 ss.

CAPPIELLO S., *La remunerazione degli amministratori: incentivi azionari e creazione di valore*, Giuffrè, Milano, 2005

CARADONNA L., *Le misure di allerta: emersione tempestiva della crisi*, in www.giustiziacivile.com, 15 marzo 2019

CASONATO S., *Allerta interna, allerta esterna e tecnocrazia della crisi d'impresa*, in *Dir. Fall.*, 2019, p. 1390 ss.

CARTWRIGHT E., *Behavioral Economics*, Abingdon, Oxon, Routledge, 2014

CASEY A., *Bankruptcy's Endowment Effect*, in *Emory Bankruptcy Developments Law Journal*, 2016, p. 141 ss.

CASTELLANI M.- DI GIOVINAZZO V.- NOVARESE M., *La mossa del cavallo. Simon tra economia comportamentale ed economia cognitiva*, in *Sistemi intelligenti*, 2016, p. 125 ss.

CAVALLINI C., *Regolamentazione dell'insolvenza e iurisdiction*, in *Riv. dir. proc.*, 2019, p. 1001 ss.

CERVELLATI E.M. - COREA F. - ZANGHIERI P., *Entrepreneurs' behavioural biases, risk misperception and company underinsurance*, in *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 2019

CHIASSONI P., *La terra promessa del professor Calabresi*, in *Contratto e impresa*, 2016, p. 608 ss.

CHIRICHELLO G., *Esternalità ed il teorema di Coase: un teorema, nessun teorema, o molti teoremi? Una introduzione critica*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 673 ss.

CIAN M., *Crisi dell'impresa e doveri degli amministratori: i principi riformati e il loro possibile impatto*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2019, p. 1160 ss.

CLARK R.C., *The Interdisciplinary Study of Legal Evolution*, *Yale Law Journal*, 1981, p. 1250 ss.

COASE R.H., *The Problem of Social Cost.*, in *J. Law & Econ.*, 1960, p. 1 ss.

COLOMBO F., *Introduzione alla teoria dei giochi*, Carocci Editore, Roma, 2011, p. 11 ss.

COOPER R., *Dynamic Behavior of Imperfectly Competitive Economies with Multiple Equilibria*, in *The Economic Journal*, 1994, p. 1106 ss.

COOTER R.- MATTEI U. - MONATERI P.G. - PARDOLESI R. - ULEN T., *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, Il Mulino, Bologna, 2006

CREPALDI R., *Le misure premiali nel codice della crisi: tra indeterminatezza e rigidità normative*, in *Società*, 2020 p. 473 ss.

CRISTOFARO M., *Reducing biases of decision-making processes in complex organizations*, in *Management Research Review*, 2017, p. 270 ss.

D'ATTORRE G., *Disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale ed obblighi degli amministratori di società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 597 ss.

DALMOTTO E., *Sub art. 2409 c.c.*, in *Il nuovo processo societario*, S. Chiarloni (diretto da), Zanichelli, Bologna, 2004, p. 1231 ss.

DAMASIO A., *L'errore di Cartesio. Emozione, ragione e cervello umano*, Adelphi, Milano, 1995

DANOVI A.- GIACOMELLI S.- RIVA P.- RODANO G., *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*, in *Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza*, 2018

DASGUPTA P.- MASKIN E., *Uncertainty and Hyperbolic Discounting*, in *The American Economic Review*, 2005, p. 1290 ss.

DE ACUTIS M., *Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Studium Iuris*, 2019, p. 844

DE BERNARDIN L., *Le misure di allerta interna ed esterna nel nuovo codice della crisi di impresa*, in www.giustiziainsieme.it, 26 novembre 2020

DE LUCA N., *Pagamenti preferenziali e azioni di responsabilità. spunti di riflessione*, in *Fallimento*, 2018, p. 663 ss.

DE MEZA D.- WEBB D.C., *Incentive Design Under Loss Aversion*, in *Journal of the European Economic Association*, 2007, p. 66 ss.

DE POLI M., *La denuncia ex art. 2409 c.c. come rimedio "residuale"*, accessibile sul sito www.dirittobancario.it, 2021

DE SANTIS F., *Le misure protettive e cautelari nella soluzione negoziata della crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 2021, p. 1536 ss.

DE SENSI V., *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. soc.*, 2017, p. 311 ss.

DE SENSI V., *Orientamenti comunitari ed evoluzione della disciplina italiana della crisi di impresa*, in *Dir. fall.*, 2014, p. 798 ss.

DE WEIJS R.J., *Harmonisation of European Insolvency Law and the Need to Tackle Two Common Problems: Common Pool and Anticommons*, in *International Insolvency Review*, 2012, p. 67 ss.

DECAMPS J. - FAURE-GRIMAUD A., *Bankruptcy Costs, Ex Post Renegotiation and Gambling for Resurrection*, in *Finance*, 2000, p. 71 ss.

DELLE MONACHE S., *Concessione abusiva di credito e legittimazione del creditore*, in *Fallimento*, 2021, p. 1329 ss.

DEMARCHI P.G., *I poteri del tribunale dopo l'apertura del concordato. Dichiarazione di fallimento in corso di procedura*, in *Il nuovo concordato preventivo*, S. Ambrosini, P.G. Demarchi (a cura di), Giuffrè, Milano, 2005

DENOZZA F., *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, V, p. 585 ss.

DENOZZA F., *Lo scopo della società tra "short-termism" e "stakeholder empowerment"*, in *ODC*, 2021, p. 29 ss.

DENOZZA F., *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *ODC*, 2012, p. 5 ss.

DENOZZA F., *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un'analisi funzionale*, in *ODC*, 2013, p. 1 ss.

DEWATRIPONT M.- REY P.- AGHION P., *Agency costs, firm behaviour and the nature of competition*, Centre for economic policy research, Londra, 1999

DEY'-TORTELLA B.- GOMEZ-MEJÍA L.R - DE CASTRO J.O. - WISEMAN R.M., *Incentive Alignment or Perverse Incentives? A Behavioral View of Stock Options*, in *Management Research*, 2005, p. 109 ss

DI CIOMMO F., *La responsabilità civile di inizio millennio. Il caso del nuovo art. 2086 c.c. in tema di responsabilità di imprenditore e amministratori*, in *Danno e responsabilità*, 2022, p. 413 ss.

DI MARZIO F., *Insolvenza dell'imprenditore e conservazione dell'impresa*, in www.giustiziacivile.com, 24 marzo 2017

DIEKMANN A., *The Power of Reciprocity: Fairness, Reciprocity, and Stakes in Variants of the Dictator Game*, in *Journal of Conflict*, 2004, p. 487 ss.

DINNER I. (et al.), *Partitioning default effects: Why people choose not to choose*, in *Journal of Experimental Psychology: Applied*, p. 332 ss.

DONATI I., *La gestione non conservativa della società con patrimonio insufficiente*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 796 ss.

DONATI I., *Le ricapitalizzazioni forzose*, Quaderni romani di diritto commerciale. Carlo Angelici, Giuseppe Ferri jr., Giuseppe Guizzi, Paolo Spada (a cura di), 2020

DRESCHER F., *Insolvency Timing as an Agency Problem*, in *Insolvency Timing and Managerial Decision-Making*, Springer Gabler, Wiesbaden, 2014

DUGATKIN L.A. - BEKOFF M., *Play and the evolution of fairness: a game theory model*, in *Behavioural Processes*, 2003, p. 209 ss.

DURLAUF S.N. - BLUME L., *Behavioural and Experimental Economics*, New York, Palgrave Macmillan, 2010

EASTERBROOK F. - FISCHER D., *Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, 1991

EDWARDS W. - VON WINTERFELDT D., *Cognitive Illusions and Their Implications for the Law*, in *Cal L. Rev.*, 1986, p. 401 ss.

EISENBERG M., *The Structure of Corporation Law*, in *Col. L. Rev.*, 1989, p. 1461 ss.

ELICKSON R.C., *Bringing Culture and Human Frailty to Rational Actors: A Critique of Classical Law and Economics*, in *Chi. Kent L. Rev.*, 1989, p. 23 ss.

ENRIQUES L. - ZETZSCHE D.A., *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *Hastings Law Journal*, 2020, vol. 72, p. 1 ss.

FABIANI M. - PAGNI I., *Introduzione alla composizione negoziata*, in *Fallimento*, 2021, p. 1477 ss.

FABIANI M., *Dai finanziamenti alla adeguatezza dell'assetto finanziario della società*, in *Dir. fall.*, 2021, p. 1312 ss.

FABIANI M., *Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 272 ss.

FABIANI M., *L'avvio del codice della crisi*, in www.dirittodellacrisi.it, 5 maggio 2022

FABIANI M., *La nomenclatura delle procedure concorsuali e le operazioni di ristrutturazione*, in *Fallimento*, 2018, p. 288 ss.

FABIANI M., *La variabile dei costi nei procedimenti di regolazione della crisi*, in *Fallimento*, 2017, p. 1091 ss.

FAGLEY N.S.- MILLER P.M., *The effects of decision framing on choice of risky vs certain options*, in *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1987, p. 264 ss.

FAMA E.F., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, 1970, p. 383 ss.

FAMA E.F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, 1980, p. 288 ss.

FERRETTI A., *La "lunga durata" delle procedure concorsuali: soluzioni normative e prassi*, in *Osservatorio Crisi d'Impresa, OCI*, 2014, p. 1 ss.

FERRI JR. G., *La sospensione dell'obbligo di riduzione del capitale per perdite tra passato prossimo e futuro remoto*, in *Riv. not.*, 2021, p. 3 ss.

FERRI JR. G., *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, p. 477 ss.

FERRIS S.P. - JAYARAMAN N. - SABHERWAL S., *CEO Overconfidence and International Merger and Acquisition Activity*, in *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2013, p. 137 ss.

FERRO M., *I nuovi strumenti di regolazione negoziale dell'insolvenza e la tutela giudiziaria delle intese fra debitore e creditori: storia italiana della timidezza competitiva*, in *Fallimento*, 2005, p. 587 ss.

FLORA G. - GIUNTA F., *Appunti a quattro mani sulla “vecchia” bancarotta e il “nuovo” codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Penale dell’Economia*, 2020, p. 35 ss.

FORTUNATO S., *Assetti organizzativi e crisi d’impresa: una sintesi*, in *ODC*, 2021, p. 549 ss

FRANK R.H., *Rethinking Rational Choice*, in *Beyond the Marketplace: Rethinking Economy and Society*, Hawthorne, 1990

FRANZONI L.A. - MARCHESI D., *Economia e politica del diritto*, Il Mulino, Bologna, 2006

FREDERICK S.- LOEWENSTEIN G.- O'DONOGHUE T., *Time Discounting and Time Preference: A Critical Review*, in *Journal of Economic Literature*, 2002, p. 351 ss.

FRIEDMAN M., *The Methodology of Positive Economics*, in *Essays in Positive Economics*, 1953, p. 3 ss.

GÄCHTER S., *Behavioral Game Theory*, in *Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making*, D.J. Koehler, Nigel Harvey (ed.), Hoboken, Blackwell Publishing, 2004

GALE J. - BINMORE K.G. - SAMUELSON L., *Learning to be imperfect: The ultimatum game*, in *Games and Economic Behavior*, 1995, p. 56 ss.

GAMBARDELLA M., *Il codice della crisi di impresa: nei delitti di bancarotta la liquidazione giudiziale prende il posto del fallimento*, in *Cass Pen.*, 2019, p. 488 ss.

GAMBARDELLA M., *I reati di bancarotta: inquadramento dogmatico, opzioni interpretative e prospettive di riforma*, in *Cass. pen.*, 2018, p. 2317 ss.

GAMBARDELLA M., *La nuova disciplina della crisi d’impresa e il sistema del diritto penale fallimentare*, in *Cass. pen.*, 2021, p. 1909 ss.

GAMBI L., *Le misure premiali nella composizione negoziata della crisi*, in www.ilfallimentarista.it, 20 ottobre 2021

GARESIO G., *Il contenuto degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nelle società di persone*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2022, p. 27 ss.

GARUTI G., *Crisi d’impresa e cautele reali*, in *Cass. pen.*, 2021, p. 2309 ss.

GAWANDE A., *Checklist. Come fare andare meglio le cose*, Einaudi, Torino, 2011

GENTILE M. - LINCIANO N.- SOCCORSO P., *Domanda di consulenza, conoscenze finanziarie e overconfidence - il caso italiano*, in *Research paper n. 83 CONSOB*, 2016

GENTILI A., *Il ruolo della razionalità cognitiva nelle invalidità negoziali*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, p. 75 ss.

GHERARDI L., *Dal moral hazard al rilancio della critica sociale transnazionale*, in *Studi di Sociologia*, 2013, p. 19 ss.

GIGLIONI F., *Regole migliori producono risultati migliori? La sfida della nuova "agenda" europea sulla better regulation*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2015, p. 597 ss.

GILLI M.R., *Elementi per un confronto metodologico tra economia comportamentale ed economia neoclassica*, in *Rivista italiana degli economisti*, 2005, p. 5 ss.

GINEVRA E., *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca borsa*, 2013, p. 169 ss.

GINEVRA E., *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, in *Banca Borsa*, 2021, p. 552 ss.

GINTIS H., *The Bounds of Reason: Game Theory and the Unification of the Behavioral Sciences*, Princeton, Princeton University Press, 2009

GOETZE D. - ORBELL J.M., *Understanding and Cooperation in Social Dilemmas*, in *Public Choice*, 1988, p. 275 ss.

GOODHART C., *The moral hazard of limited liability*, in *VoxEu CEPR*, 30 luglio 2021

GRANDORI A., *Reframing Corporate Governance: Behavioral Assumptions, Governance Mechanisms and Institutional Dynamics*, in *Corporate Governance and Firm Organization*, a cura di A. Grandori, Oxford, Oxford University Press, 2004

GUALA F., *The Methodology of Experimental Economics*, Cambridge, University Press Cambridge, 2005

GUDMUNDSSON S. - LECHNER C., *Cognitive Biases, Organization, and Entrepreneurial Firm Survival*, in *European Management Journal*, 2013, p. 278 ss.

GUERRERA F. - MALTONI M., *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 17 ss.

GUERRIERI G., *Il nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2019, p. 809 ss.

GUERRIERI G., *La responsabilità dell'amministratore nell'impresa in crisi*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2016, p. 574 ss.

GUIDOTTI R., *La crisi di impresa nell'era Draghi: la composizione negoziata e il concordato semplificato*, in *www.ilcaso.it*, 8 settembre 2021

GUIOTTO A., *I sistemi di allerta e l'emersione tempestiva della crisi*, in *Fallimento*, 2019, p. 409 ss.

GUIOTTO A., *Il finanziamento bancario e i rapporti tra banca e impresa*, in *Fallimento*, 2021, p. 1199 ss.

GÜTH W. - SCHMITTBERGER R. - SCHWARZE B., *An Experimental Analysis of Ultimatum Bargaining*, in *J. Econ. Behav. & Org.*, 1982, p. 371 ss.

HANSEN P.G. - JESPERSEN A.M., *Nudge and the manipulation of choice: A framework for the responsible use of the nudge approach to behaviour change in public policy*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2013, p. 3 ss.

HANSMANN H. - KRAAKMAN R., *Problemi di «agency» e strategie normative*, in Aa.Vv., *Diritto societario comparato*, Il Mulino, Bologna, 2006

HARDIN G., *The Tragedy of the Commons*, in *Science*, 1968, p. 1243 ss.

HARSANYI J.C. - SELTEN R., *A General Theory of Equilibrium Selection in Games*, The MIT Press, Cambridge, 1988

HASTIE R. - DAWES R.M., *Rational Choice in an Uncertain World: The Psychology of Judgement and Decision Making*, 2^a ed, Los Angeles, Sage Publications, 2010

HAUSMAN D.M - WELCH B., *Debate: To Nudge or Not to Nudge*, in *Journal of Political Philosophy*, 2010, p. 123 ss.

HEATON J.B., *Managerial Optimism and Corporate Finance*, in *Financial Management*, 2002, p. 33 ss.

HELLWIG M. - LEININGER W., *On the existence of subgame-perfect equilibrium in infinite-action games of perfect information*, in *Journal of Economic Theory*, 1987, p. 55 ss.

HEUKELOM F., *Behavioral Economics: A History*, New York, Cambridge University Press, 2014

HILBE C.- SIGMUND K., *Incentives and opportunism: from the carrot to the stick*, in *Proceedings of the Royal Society B*, 2010, p. 2427 ss.

HILL C.W.L., *Cooperation, Opportunism, and the Invisible Hand: Implications for Transaction Cost Theory*, in *Academy of Management Review*, 1990, p. 500 ss.

HIRSCH W.Z., *Law and Economics: an Introductory Analysis*, Academic Press, San Diego, 1999

HOFFMAN E. - SPITZER M.L., *Willingness to Pay vs. Willingness to Accept: Legal and Economic Implications*, in *Wash. U. L.Q.*, 1993, p. 99 ss.

HOLMES JR R.M. - BROMILEY P., *Management Theory Applications of Prospect Theory: Accomplishments, Challenges, and Opportunities*, in *Journal of Management*, 2010, p. 3 ss.

HOSSEINI H., *The Arrive of Behavioral Economics: from Michigan, or Carnegie School in the 1950s and 1960s?*, in *Journal of Socio-Economics*, 2003, p. 391 ss.

HUETTEL S.A. - LOCKHEAD G., *Psychologically rational choice: selection between alternatives in a multiple-equilibrium game*, in *Cognitive Systems Research*, 2000, p. 143 ss.

HUSE M. - HOSKISSON R.- ZATTONI A.- VIGANÒ R., *New perspectives on board research: changing the research agenda*, in *J Manag Gov*, 2009, p. 13 ss.

INNOCENTI A., *Economia cognitiva*, Carocci, Roma, 2009

IRRERA M., *La collocazione degli assetti organizzativi e l'intestazione del relativo obbligo*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2020, p. 115 ss.

ISIK M., *An experimental analysis of impacts of uncertainty and irreversibility on willingness-to-pay*, in *Applied Economics Letters*, 2006, p. 67 ss

JACKSON T.H. - BAIRD D.G., *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, *U. Chi. L. Rev*, 1984, p. 97 ss.

JACKSON T.H., *Bankruptcy, Non-bankruptcy Entitlements and the Creditors' Bargain*, in *Yale Law Journal*, 1982, p. 866 ss.

JACKSON T.H., *The logic and limits of bankruptcy law*, Cambridge, Harvard University Press, 1986

JACQUES S., *The Endowment Effect and the Coase Theorem*, in *American journal of agricultural economics*, 1992, p. 1316 ss.

JAIN R. - JAIN P.- JAIN C., *Behavioral Biases in the Decision Making of Individual Investors*, in *IUP Journal of Management Research*, 2015, p. 7 ss.

JANIS I.L., *Victims of Groupthink. A Psychological Study of Foreign Policy Decisions and Fiascoes*, Boston, 1972

JAVONS W.S., *The Theory of Political Economy*, 3^a ed., Palgrave Macmillan, Londra, 1888

JOHNSON E.J. - GOLDSTEIN D.G., *Defaults and donation decisions*, in *Transplantation*, 2004, p. 1713 ss.

JOHNSON J. - SHU S.B., *Beyond nudges: Tools of a choice architecture*, in *Nudging and the Principle of Proportionality*, in K. Mathis, A. Tor (eds.), *Nudging - Possibilities, Limitations and Applications - European Law and Economics*, 2016

JOLLS C. - SUNSTEIN C.R. - THALER, R., *A behavioral approach to law and economics*, in *Stanford Law Review*, 1998, p. 1471 ss.

JONES L.D., *Deficiency Judgments and the Exercise of the Default Option in Home Mortgage Loans*, in *The Journal of Law & Economics*, 1993, p. 115 ss.

JORIO A., *La riforma della legge fallimentare tra utopia e realtà*, in *Dir. fall.*, 2019, p. 283 ss.

JORIO A., *Le crisi d'impresa. Il fallimento*, in *Tratt. dir. priv.*, G. Iudica e P. Zatti (a cura di), Milano, 2000

JORIO A., *Note minime su assetti organizzativi, responsabilità e quantificazione del danno risarcibile*, in *Giur. comm.*, 2021, V, p. 812 ss.

KAHNEMAN D.- KNETSCH J.L. - THALER R.H., *Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem*, in *Journal of Political Economy*, 1990, p. 1325 ss.

KAHNEMAN D. - KNETSCH J.L. - THALER R.H., *Fairness and the Assumptions of Economics*, in *The Journal of Business*, 1986, p. 285 ss.

KAHNEMAN D.- KNETSCH J.L. - THALER R., *Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market*, in *Am. Econ. Rev.*, 1986, p. 729 ss.

KAHNEMAN D.- KNETSCH J.L. - THALER R.H., *The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias*, in *Journal of Economic Perspectives*, 1991, p. 193 ss.

KAHNEMAN D. - LOVALLO D.- SIBONY O., *The big idea: before you make that big decision*, in *Harvard Business Review*, 2011, p. 1 ss.

KAHNEMAN D. - TVERSKY A., *Prospect Theory: an analysis of decision under risk*, in *Econometrica*, 1979

KAHNEMAN D., *Thinking, Fast and Slow*, New York, Ferrar, Straus and Giroux, 2011

KAISER K.M. - BOSTROM R.P., *Personality characteristics of MIS project teams: an empirical study and action-research design*, in *MIS Quarterly*, 1982, p. 43 ss.

KEAY A., *The Shifting of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *INSOL International Insolvency Review*, 2015, p. 140 ss.

KEENEY R.L - RAIFFA H., *Decisions with Multiple Objectives: Preferences and Value Tradeoffs*, New York: Wiley, 1976

KILBORN J., *Behavioral Economics, Overindebtedness & Comparative Consumer Bankruptcy: Searching for Causes and Evaluating Solutions*, in *Emory Bankr. Dev. J.*, 2005, p. 13 ss.

KOROBKIN R.B. - ULEN T., *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, in *California Law Review*, 1998, p. 1051 ss.

KOROBKIN D.R., *Value and Rationality in Bankruptcy Decisionmaking*, in *Wm. & Mary L. Rev.*, 1992, p. 333 ss.

KREPS D.M., *Teoria dei giochi e modelli economici*, Il Mulino, Bologna, 1992

LANDRETH H. - COLANDER D.C., *History of Economic Thought*, Houghton Mifflin, Boston 1994; trad. it. *Storia del pensiero economico*, a cura di A. Salanti, Il Mulino, Bologna, 1996

LANGER E.J., *The illusion of control*, in *Journal of Personality and Social Psychology*, 1975, p. 311 ss.

LANGEVOORT D.C., *Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms)*, in *U. Pa. L. Rev.*, 1997, p. 101 ss.

LEPENIES R. - MAŁECKA M., *The ethics of behavioural public policy*, in A. Lever and A. Paoma, *The Routledge Handbook of Ethics and Public Policy*, Routledge, New York, 2019

LEUZZI S., *L'evoluzione del valore della continuità aziendale nelle procedure concorsuali*, in *Nuove leggi civ.*, 2022, p. 479 ss.

LEVIN I.P. - SCHNEIDER S.L. - GAETH G.J., *All Frames Are Not Created Equal: A Typology and Critical Analysis of Framing Effects*, in *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1998, p. 149 ss.

LEWELLEN W.G. - LODERER C.- MARKTIN K., *Executive compensation and executive incentive problems: An empirical analysis*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1987, p. 287 ss.

LIACE G., *Sulle emozioni e le reazioni dell'investitore irrazionale*, in *Giur. comm.*, 2020, p. 140 ss.

LINCIANO N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail: Le indicazioni di policy della Finanza comportamentale*, in *Quaderno di Finanza n. 66*, Consob, 2010, p. 1 ss.

LINCIANO N., *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, p. 135 ss.

LIST J.A., *Neoclassical Theory Versus Prospect Theory: Evidence From The Marketplace*, in *Econometrica*, 2004, p. 615 ss.

LIU Y., *Entrepreneurship Dynamics under Time Inconsistent Preferences*, in *Journal of Mathematical Finance*, 2015, p. 40 ss.

LO CASCIO G., *La prededuzione nelle procedure concorsuali: vecchi e nuovi profili normativi ed interpretativi*, in *Fallimento*, 2015, p. 5 ss.

LOHSE G.L., *Defaults, Framing, and Privacy: Why Opting In-Opting Out*, in *Marketing Letters*, 2002, p. 5 ss

LOPUCKI L.M., *A General Theory of the Dynamics of the State Remedies/Bankruptcy System*, in *Wis. L. Rev.*, 1982, p. 311 ss.

LOW D., *Behavioral Economics and Policy Design: Examples from Singapore*, World Scientific, Londra, 2012

LUCIANO A.M., *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Giuffrè Editore, Milano, 2016

LUCIANO A.M., *La gestione della s.r.l. nella crisi pre-concorsuale*, in *Riv. soc.*, 2017, p. 405 ss.

LUPPI B. - ZARRI L., *Economia Comportamentale: limitazioni cognitive, preferenze socialmente condizionate e comportamento economico*, in *Economia politica*, 2009, p. 133 ss.

MACARIO F., *La riforma dell'art. 2086 c.c. nel contesto del codice della crisi e dell'insolvenza e i suoi riflessi sul sistema della responsabilità degli organi sociali*, in *www.dirittodellacrisi.it*, 26 maggio 2020

MALMENDIER U. - TATE G., *CEO Overconfidence and Corporate Investment*, Harvard University Working Paper, 2001

MALMENDIER U. - TAYLOR T., *On the Verges of Overconfidence*, in *The Journal of Economic Perspectives*, 2015, p. 3 ss.

MANDRIOLI L., *Gli obblighi degli amministratori e gli organi sociali*, in Bartolomucci, Mandrioli, Pollio, Viotti, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, Milano, 2004

MANSOLDO S., *Adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nella gestione della crisi di società per azioni*, in *Contratto e impresa*, 2021, p. 1288 e ss.

MARCH J.G. - SHAPIRA Z., *Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking*, in *Management Science*, 1987, p. 1404 ss.

MARCHEGIANI L., *Automazione della governance societaria e discrezionalità amministrativa*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 99 ss.

MARCHETTI C., *La "Nexus of Contracts" Theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Giuffrè Editore, Milano, 2000

MARCHISIO E., *A Behavioural Analysis of Shareholders' Meetings*, in *Banca impr. soc.*, 2013, p. 427 ss.

MARGIOTTA M. - MILLER R., *Managerial Compensation and the Cost of Moral Hazard*, in *International Economic Review*, 2000, p. 669 ss.

MARINAI S., *L'Unione europea e la better regulation: spunti di riflessione e prospettive future*, in *Eurojus*, 2021, III, p. 152 ss.

MARNET O., *Behavior and Rationality in Corporate Governance*, in *Journal of Economic Issues*, 2005, p. 613 ss.

MAROTTA F., *Il dilemma della gestione di s.r.l. alla luce del primo correttivo al codice della crisi e dell'insolvenza: a fronte praecipitium, a tergo lupi*, in *NLCC*, 2022, p. 163 ss.

MARULLI M., *La delega gestoria tra regole di corporate governance e diritto societario riformato*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 85 ss.

MARWELL G. - AMES R.E., *Experiments on the Provision of Public Goods. I. Resources, Interest, Group Size, and the Free-Rider Problem*, in *American Journal of Sociology*, 1979, p. 1335 ss.

MARZILLI ERICSON K.M. - FUSTER A., *The Endowment Effect*, in *Annual Review of Economics*, 2014, p. 555 ss.

MAUGERI M., *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 135 ss.

MAUGERI M., *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, p. 1 ss.

MAUGERI M., *Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, II, p. 86 ss.

MAZZOLETTI V., *Ruolo e responsabilità delle banche nelle fasi di allerta e composizione della crisi*, in *Fallimento*, 3, 2020, p. 301 ss.

MAZZONI A., *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, 2007

MAZZONI A., *Procedure concorsuali e standards internazionali: norme e principi di fonte Uncitral e Banca Mondiale*, in *Giur. comm.*, 2018, I, p. 43 ss.

MEO G., *La difficile via normativa al risanamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, p. 611 ss.

MCCORMICK K., *An Essay on the Origin of the Rational Utility Maximization Hypothesis and a Suggested Modification*, in *Eastern Economic Journal*, 1997, p. 17 ss.

MILKMAN K.L. - CHUGH D.- BAZERMAN M.H., *How Can Decision Making Be Improved?*, in *Perspectives on Psychological Science*, 2009, p. 379 ss.

MINICUCCI G., *I delitti di bancarotta al crocevia tra continuità e palingenesi*, in *disCrimen*, 24 aprile 2020;

MINERVINI G., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956

MIOLA M., *Profili del finanziamento dell'impresa in crisi tra finalità di risanamento e doveri gestori*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, p. 1079 ss.

MIOLA M., *Riduzione e perdita del capitale di società in crisi: l'art. 182-sexies legge fallimentare*, in *Rivista di diritto civile*, 2014, p. 171 ss.

MIOLA M., *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, 2011, p. 609 ss.

MIRONE A., *L'organizzazione dell'impresa societaria alla prova del codice civile della crisi: assetti interni, indicatori e procedure di allerta*, in *ODC*, 2020, p. 23 ss.

MOKAL R.J., *The Authentic Consent Model: contractarianism, Creditors' Bargain, and corporate liquidation*, in *Legal Studies*, 2001, p. 400 ss.

MOLANDER P., *The Prevalence of Free Riding*, in *The Journal of Conflict Resolution*, 1992, p. 756 ss.

MONTAGNANI M.L. - PASSADOR M.L., *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 121 ss.

MONTAGNANI M.L. - PASSADOR M.L., *Artificial Intelligence for Post-Covid Companies: An Empirical Analysis of Tech Committees in the EU und US*, in *TTLF Working Papers* n. 70, 2020, p. 1 ss.

MONTAGNANI M.L., *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, EGEA, Milano, 2021

MONTALENTI P. - RIGANTI F., *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2017, V, p. 775 ss.

MONTALENTI P., *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in *Nuovo diritto societario*, 2021, p. 11 ss.

MONTALENTI P., *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta nella riforma Rordorf*, in *NDS*, 2017, p. 951 ss.

MONTALENTI P., *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza: assetti organizzativi adeguati, rilevazione della crisi, procedure di allerta nel quadro generale della riforma*, in *Giur. comm.*, 2020, V, p. 829 ss.

MONTALENTI P., *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, p. 820 ss.

MONTESANO A., *La nozione di razionalità in economia*, in *Rivista italiana degli economisti*, 2005, p. 23 ss.

MORERA U. - MARCHISIO M., *Finanza, mercati e regole... ma soprattutto persone*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, p. 1 ss.

MORRISON G.C., *Understanding the disparity between WTP and WTA: endowment effect, substitutability, or imprecise preferences?*, in *Economics Letters*, 1998, p. 189 ss.

MOSCO G.D. - LOPREIATO S., *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 117 ss.

MUCCIARELLI F., *Risvolti penalistici del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: lineamenti generali*, in *Dir. pen. e proc.*, 2019, p. 1189 ss.

NAVARRINI F., *Do we need boards at all?: prospettive di intelligenza artificiale nei consigli d'amministrazione*, in *Corporate Governance and Research & Development Studies*, 2020, p. 79 ss.

NIGRO A., *I principi generali della nuova riforma "organica" delle procedure concorsuali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2020, p. 3 ss.

NIGRO A., *"Principio" di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2013, I, p. 457 ss.

NOWAK M.A. - PAGE K.M. - SIGMUND K., *Fairness Versus Reason in the Ultimatum Game*, in *Science*, 2000, p. 1773 ss.

O'DRISCOLL JR. G.P., *Justice, Efficiency, and the Economic Analysis of Law: A Comment on Fried*, in *The Journal of Legal Studies*, 1980, p. 355 ss.

OLIVER A., *Towards a New Political Economy of Behavioral Public Policy*, in *Public Administration Rev.*, 2019, p. 917 ss.

OLSON M., *La logica dell'azione collettiva*, Feltrinelli, Milano, 1990

ORTONA G. - SCACCIATI F., *Endowment Effect, "Status Quo" Bias And Contingent Valuation*, in *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, 2003, p. 397 ss.

OSBORNE M.J. - RUBINSTEIN A., *A Course in Game Theory*, Cambridge, MIT Press, 1994,

OSTROM E., *A Behavioral Approach to the Rational Choice Theory of Collective Action: Presidential Address, American Political Science Association*, in *American Political Science Review*, 1998, p. 1 ss.

OSTROM E.- GARDNER R. - WALKER J., *Rules, games, and common-pool resources*, The University of Michigan Press, Michigan, 1993

PACCHI S., *L'allerta tra la reticenza dell'imprenditore e l'opportunismo del creditore. Dal codice della crisi alla composizione negoziata*, in *Dir. fall.*, 2022, p. 501 ss.

PACILEO F., *Doveri informativi e libertà di impresa nella gestione di una s.p.a. in "fase crepuscolare"*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, p. 69 ss.

PALETTA A., *Tempestiva emersione dello stato di crisi e qualità dei piani di concordato: prime evidenze empiriche*, in *Fallimento*, 2013, p. 1037 ss.

PANTANELLA A., *Il diritto penale della crisi d'impresa alla prova della sindemia: tra modelli di falso e ritorno allo stellionato*, in *Cass. pen.*, 2021, p. 2244 ss.

PANZANI L., *La composizione negoziata dopo lo schema di decreto legislativo del C.d.M. del 17 marzo 2022*, in www.dirittodellacrisi.it, 19 aprile 2022

PANZANI L., *La proposta di Direttiva della Commissione UE: "early warning", ristrutturazione e seconda "chance"*, in *Fallimento*, 2017, p. 129 ss.

PANZANI L., *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, in *Società*, 2014, p. 83 ss.

PAPA F., *Can neurosciences explain financial crises?*, in *Osservatorio Crisi d'Impresa*, OCI, 2017, p. 1 ss.

PARISI F., *The Language of Law and Economics. A Dictionary*, Cambridge University Press, Cambridge, 2013

PASSALACQUA M., *Il diritto del rischio nei mercati finanziari*, Cedam, Padova, 2012

PATTI A., *Crisi d'impresa e responsabilità degli amministratori di società*, in *Fallimento*, 2018, p. 129 ss.

PAULUS C.G., *La recente legge tedesca sui quadri di ristrutturazione preventiva*, in *ODC*, 2021, p. 9 ss.

PAULY V.M., *The Economics of Moral Hazard*, in *American Economic Review*, 1968, p. 531 ss.

PEPPER A. - GORE J., *The Economic Psychology of Incentives: an International Study of Top Managers*, in *Journal of World Business*, 2014, p. 350 ss.

PERUSIA E. - SANTORIELLO C., *La valutazione dell'idoneità del modello organizzativo alla luce delle innovazioni in tema di crisi di impresa*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2019, III, p. 17 ss.

PETRIN M., *Corporate Management in the Age of AI*, in *Columbia Business Law Review*, 2019, p. 965 ss.

PETTA D., *Sulla legittimazione ad agire nel procedimento ex art. 2409 c.c.*, in *Dir. fall.*, 2022, p. 773 ss.

PORTALE G.B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. Colombo, G.B. Portale (diretto da), Torino, 2004, p. 3 ss.

PORTALE G.B., *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Abbadessa e Portale* (diretto da), II, Torino, 2006

POSNER R.A., *Economic Analysis of Law*, (4^a ed.), Aspen Publishing, Boston, 1998

POSNER R.A., *Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law*, in *Stanford Law Review*, 1998, p. 1551 ss.

PRASNIKAR V. - ROTH A.E., *Considerations of Fairness and Strategy: Experimental Data From Sequential Games*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1992, p. 865 ss.

PRENTICE R., *The Case of the Irrational Auditor's Securities Fraud: A Behavioral Insight into Securities Regulation*, in *Northwestern University Law Journal*, 2000, p. 133 ss.

PRINCIPATO A.- ARDIZZONE L., *Il ruolo della banca nella emersione tempestiva della crisi delle imprese soggette agli strumenti di allerta*, in *Banca impr. soc.*, 2021, p. 77 ss.

RABIN M., *Incorporating Fairness into Game Theory and Economics*, in *Am. Econ. Rev.*, 1993, p. 1281 ss.

RABIN M., *Psychology and economics*, in *Journal of Economic Literature*, 1998, p. 11 ss.

RANALLI R., *Il comportamento dell'imprenditore ed il ruolo dell'esperto anche alla luce del decreto dirigenziale*, in *Fallimento*, 2021, p. 1513 ss.

RANDAZZO F., *Le misure premiali nella composizione negoziata della crisi d'impresa*, in *Diritto e Pratica Tributaria*, 2022, p. 83 ss.

RASMUSSEN R.K., *Behavioral Economics, the Economic Analysis of Bankruptcy Law and the Pricing of Credit*, in *Vand. L. Rev.*, 1998, p. 1679 ss.

RASMUSSEN R.K., *The Ex Ante Effects of Bankruptcy Reform on Investment Incentives*, in *Wash. U. L.Q.*, 1994, p. 1159 ss.

RIGHINI E., *Behavioural Law and Economics, Problemi di policy, assetti normativi e di vigilanza*, Franco Angeli, Milano

RIVA P. - DANNOVI A. - COMOLI M., *Gli attori della governance coinvolti nelle fasi dell'allerta e gli indici della crisi secondo il nuovo C.C.I.*, in *Giur. comm.*, 2020, III, p. 594 ss.

RIVA P., *Ruolo e funzioni dell'esperto "facilitatore"*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 30 settembre 2021

RIVOLTA G.C.M., *Il controllo giudiziario sulla gestione nel nuovo diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 2005, VI, p. 749 ss.

ROCCO DI TORREPADULA N., *La crisi dell'imprenditore*, in *Giur. comm.*, 2009, p. 216 ss.

ROMANO G., *Riflessioni (non definitive) in ordine ai rapporti tra revoca cautelare degli amministratori di S.r.l. ex art. 2476, comma 3, c.c. e denuncia al tribunale ex art. 2409 c.c. alla luce del codice della crisi di impresa*, in *Società*, 2021, p. 598 ss.

RONCAGLIA A. *Breve storia del pensiero economico*, Editori Laterza, Bari-Roma, 2016

RORDORF R., *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013, p. 670 ss.

RORDORF R., *Gli assetti organizzativi dell'impresa ed i doveri degli amministratori di società delineati dal novellato art. 2086, comma 2, c.c.*, in *Società*, 2021, p. 1325 ss.

ROSE-ACKERMAN S., *Risk Taking and Ruin: Bankruptcy and Investment Choice*, in *J. Legal Stud.*, 1991, p. 277 ss

ROSSI A., *Dalla crisi tipica ex CCII alla resilienza della twilight zone*, in *Fallimento*, 2019, p. 291 ss.

ROSSI A., *Il presupposto oggettivo, tra crisi dell'imprenditore e risanamento dell'impresa*, in *Fallimento*, 2021, p. 1501 ss.

ROSSI A., *L'esecuzione del concordato di risanamento, tra governance e conflitti*, in *Fallimento*, 2017, p. 1005 ss.

ROTH S. - ROBERT T. - STRAUS L., *On the Sunk-Cost Effect in Economic Decision-Making: a Meta-Analytic Review*, in *Business Research*, 2015, p. 99 ss.

RUFFLE B.J., *More Is Better, But Fair Is Fair: Tipping in Dictator and Ultimatum Games*, in *Games and Economic Behavior*, 1998, p. 247 ss.

RUTOLO L., *Organizzazione di impresa e prevenzione del rischio insolvenza: dai modelli 231 ai sistemi di allerta del CCII*, in *Società*, 2020, p. 1195 ss.

SABINO F., *I "controlli" nella riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 863 ss.

SACCHI R., *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 304 ss.

SADI R. - ASL H.G. - ROSTAMI M.R., *Behavioral Finance: The Explanation of Investors' Personality and Perceptual Biases Effects on Financial Decisions*, in *International Journal of Economics and Finance*, 2011, p. 234 ss.

SALAFIA V., *Profili di responsabilità degli amministratori di società di capitali*, in *Società*, 2005, p. 1333 ss.

SALAMOURIS I.S., *How overconfidence influences entrepreneurship*, in *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 2013, p. 1 ss.

SALANCIK G.R. - MEINDL J.R., *Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control*, in *Administrative Science Quarterly*, 1984, p. 238 ss.

SAMUELSON P.A., *The Pure Theory of Public Expenditure*, in *Review of Economics and Statistics*, 1954, p. 387 ss.

SAMUELSON W. - ZECKHAUSER R., *Status Quo Bias in Decision Making*, in *J. Risk & Uncertainty*, 1988, p. 7 ss.

SANTORIELLO C., *La bancarotta patrimoniale dopo il codice della crisi*, in *Società*, 2021, p. 849 ss.

SANTORO V., *Tendenze conservative delle imprese nel diritto europeo e italiano della crisi. I costi organizzativi*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2018, p. 711 ss.

SCARCHILLO G., *Corporate Governance e Intelligenza Artificiale*, in *NGCC*, 2019, p. 881 ss.

SCARPA D., *Lettura della disciplina del contratto di mandato nell'ottica dell'informazione*, in *Contratto e impresa*, 2010, p. 1053 ss.

SCARPA D., *Specificazione di responsabilità e segmentazione gestoria nell'amministrazione di s.p.a.*, in *La responsabilità civile*, 2011, p. 486 ss.

SCHILIRÒ D., *Bounded Rationality and Perfect Rationality: Psychology into Economics*, in *Theoretical and Practical Research in Economic fields*, 2012, p. 657 ss.

SCHNEIDER G., *Intelligenza artificiale, governance societaria e responsabilità sociale d'impresa: rischi e opportunità*, in *NGCC*, 2022, p. 711 ss.

SCHMIDT U. - ZANK H., *What is Loss Aversion?*, in *Journal of Risk and Uncertainty*, 2005, p. 157 ss.

SCHWARTZ A., *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, in *Yale L.J.*, 1998, p. 1807 ss.

SCHWEIZER M., *Nudging and the Principle of Proportionality*, in K. Mathis, A. Tor (eds.), *Nudging - Possibilities, Limitations and Applications - European Law and Economics*, 2016

SCHWENK C.R., *Management illusions and biases: Their impact on strategic decisions*, in *Long Range Planning*, 1985, p. 74 ss.

SCIUTO M. - SPADA P., *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. Colombo - G.B. Portale (diretto da), Torino, 2004, p. 60 ss.

SCOTT R.E., *Through Bankruptcy with the Creditors' Bargain Heuristic*, in *U. Chi. L. Review*, 1986, p. 690 ss.

SCOTT J. - STUMPP M. - XU P., *Behavioral Bias, Valuation, and Active Management*, in *Financial Analysts Journal*, 1999, p. 49 ss.

SEGA D., *Allerta e prevenzione: nuovi paradigmi della crisi di impresa*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, p. 1101 ss.

SENT E.M., *Behavioral economics: How Psychology Made Its (Limited) Way back Into Economics*, in *History of Political Economy*, 2004, p. 735 ss.

SHAVELL S., *Foundations of Economic Analysis of Law*, Harvard University Press, Cambridge, 2004

SIMON H.A., *A behavioral model of rational choice*, in *Quarterly Journal of Economics.*, 1955, p. 99 ss

SITKIN S.B. - WIENGART L.R., *Determinants of risky decision-making behavior: A test of the mediating role of risk perceptions and propensity* in *Academy of Management Journal*, 1995 p. 1573 ss.

SLOVIC P. - FINUCANE M. - PETERS E. - MACGREGOR D.G., *Rational actors or rational fools: implications of the affect heuristic for behavioral economics*, in *The Journal of Socio-Economics*, 2002, p. 329 ss.

SOLDATI N., *La Direttiva (UE) 2019/1023 e l'evoluzione delle procedure concorsuali nell'ottica della continuità aziendale e dell'emersione tempestiva della crisi d'impresa*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, p. 217 ss.

SPADARO M., *Il controllo giudiziario sulla gestione delle società ex art. 2409 c.c.: profili sostanziali*, in *Società*, 2021, p. 226 ss.

SPOLIDORO M.S., *Note critiche sulla "gestione dell'impresa" nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.* 2019, p. 262 ss.

STANGHELLINI L. - MOKAL R. - PAULUS C.G. - TIRADO I., *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*, Milano, 2018

STANGHELLINI L., *Directors' Duties and the Optimal Timing of Insolvency. A reassessment of the "Recapitalize or Liquidate" Rule*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da Benazzo, Cera e Patriarca, Torino, 2011, p. 733 ss.

STANGHELLINI L., *Il Codice della crisi dopo il d.lgs. 83/2022: la tormentata attuazione della direttiva europea in materia di "quadri di ristrutturazione preventiva"*, disponibile su www.ilcaso.it, 21 luglio 2022

STANGHELLINI L., *La proposta di Direttiva UE in materia di insolvenza, in Fallimento*, 2017, p. 873 ss.

STANGHELLINI L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Il Mulino, Bologna, 2007

STANGHELLINI L., *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1041 e ss.

STANGHELLINI L., *Verso uno statuto dei diritti dei soci di società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, p. 295 ss

STRAMPELLI G., *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 605 ss.

SUDIERO F., *Codice della crisi e misure di allerta: nuove frontiere e nuove prospettive in tema di responsabilità del collegio sindacale?*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, p. 1901 ss.

SUNSTEIN C.R., *Behavioral Analysis of Law*, in *U. Chi. L. Rev.*, 1997, p. 1175 ss.

SUNSTEIN C.R. (ed.), *Behavioral Law & Economics*, Cambridge University Press, Cambridge, 2000

SUNSTEIN C.R., *Deciding By Default*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2013, 1, p. 1 ss.

SUNSTEIN C.R., *Sludge, What Stops Us from Getting Things Done and What to Do about It*, The MIT Press, Cambridge 2021

SZYSZKA A., *The genesis of the 2008 global financial crisis and challenges to the neoclassical paradigm of finance*, in *Global Finance Journal*, 2011, p. 211 ss.

TERLIZZI E., *Adeguatezza degli assetti organizzativi per la gestione della crisi d'impresa*, in *Società*, 2020, p. 280 ss.

TERRANOVA G., *Stato di crisi, stato d'insolvenza, incapacienza patrimoniale*, in *Dir. fall.*, 2006, p. 547 ss.

THALER R.H - BENARTZI S., *Save more tomorrow: Using behavioral economics to increase employee saving*”, in *Journal of Political Economy*, 2004

THALER R.H. - SUNSTEIN C.R. - BALZ J., *Choice Architecture*, in *The Behavioral Foundations of Public Policy*, E. Shafir (ed.), Princeton University Press, Princeton

THALER R.H. - SUNSTEIN C.R., *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, Feltrinelli, Milano, 2009

THALER R.H., *From cashews to nudges: The evolution of behavioral economics*, in *Am. Econ. Rev.*, 2018, p. 1265 ss.

THALER R.H., *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*, New York, W.W. Norton & Co., 2015

THALER R.H., *The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of the Economic Life*, New York, Maxwell Macmillan, 1992

TOMBARI U., *Corporale purpose e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”?*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1 ss.

TOMBARI U., *Intelligenza artificiale e corporate governance nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1431 ss.

TOMER J.F., *Advanced Introduction to Behavioral Economics*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2017

TRENTINI C., *Accordi di ristrutturazione e piano attestato, le soluzioni alternative al declino del concordato preventivo*, in *Fallimento*, 2016, p. 1095 ss.

TVERSKY A. - KAHNEMAN D., *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*, in *Science*, 1974, p. 1124 ss.

TVERSKY A. - KAHNEMAN D., *Loss Aversion in Riskless Choice*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1991, p. 1039 ss.

ULEN T.S., *Rational Choice Theory and the Economic Analysis of Law*, in *Law and Social Inquiry*, 1994, p. 487 ss.

URBANI F., *Business judgment rule e decisioni degli amministratori sugli assetti organizzativi, amministrativi e contabili: le prime (articolate) pronunce giurisprudenziali*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 1716 ss.

VELLA F., *Arbitri e giudici che decidono*, in *Giur. comm.*, 2018, II, p. 317 ss.

VELLA F., *Il pericolo di un'unica storia: il diritto (commerciale) e le nuove frontiere dell'interdisciplinarietà*, in *ODC*, 2021, p. 723 ss.

VELLA P., *L'impatto della Direttiva UE 2019/1023 sull'ordinamento concorsuale interno*, in *Fallimento*, 2020, p. 747 ss.

VELLA P., *Le finalità della composizione negoziata e la struttura del percorso. Confronto col CCII*, in *Fallimento*, 2021, p. 1496 ss.

VERNA G., *Assetto Or.Am.Co. strumento di gestione dell'impresa e non solo premonitore della crisi*, in *Società*, 2019, p. 1343 ss.

VERNA G., *Brevi note sulla prededucibilità dei crediti per compensi professionali sorti in funzione di una procedura concorsuale*, in *Dir. fall.*, 2016, p. 1526 ss.

VESPERINI G., *I costi della disciplina europea sull'economia britannica e le tecniche di better regulation*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2014, p. 263 ss.

VIALE R., *Cognitive constraints of economic rationality*, in *Economics, Bounded Rationality and the Cognitive Revolution*, 1992, p. 174 ss.

VITALI M.L., *Sistemi di allerta e crisi di gruppo nel nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: prime riflessioni (anche) alla luce delle recenti tendenze europee*, in *Dir. fall.*, 2019, p. 555 ss.

VON NEUMANN J. - MORGENSTERN, O., *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, Princeton, 1944

WEBER R. - CAMERER C. - COLIN F., *"Behavioral experiments" in economics*, in *Experimental Economics*, 2006, p. 187 ss.

WILKINSON N., *An Introduction to Behavioral Economics*, Palgrave Macmillan, New York, 2008

WILLIAMSON O.E., *Opportunism and its Critics*, in *Managerial and Decision Economics*, 1993, p. 97 ss.

WILLIAMSON O. E., *The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach*, in *The University of Chicago Press*, 1981, p. 548 ss.

WISEMAN R.M. - GOMEZ-MEJÍA L., *A behavioral agency model of managerial risk taking*, in *Academy of Management Review*, 1998, p. 133 ss

ZAMIR E., *Refounding Law and Economics: Behavioral Support for the Predictions of Standard Economic Analysis*, in *Rev. Law Econ.*, 2020, p. 1 ss.

ZENO ZENCOVICH V., *Il lato oscuro della legge: diritto e superstizione*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, p. 309 ss.

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