



ALMA MATER STUDIORUM  
UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

## ARCHIVIO ISTITUZIONALE DELLA RICERCA

### Alma Mater Studiorum Università di Bologna Archivio istituzionale della ricerca

Dal Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza alla disciplina emergenziale Covid 19: La necessità di intervento del mercato (..)

This is the final peer-reviewed author's accepted manuscript (postprint) of the following publication:

*Published Version:*

Dal Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza alla disciplina emergenziale Covid 19: La necessità di intervento del mercato (..) / Ricciardiello Edgardo. - In: MERCATO CONCORRENZA REGOLE. - ISSN 1590-5128. - STAMPA. - 3:DICEMBRE 2020(2020), pp. 617-656. [10.1434/100125]

*Availability:*

This version is available at: <https://hdl.handle.net/11585/894354> since: 2022-09-27

*Published:*

DOI: <http://doi.org/10.1434/100125>

*Terms of use:*

Some rights reserved. The terms and conditions for the reuse of this version of the manuscript are specified in the publishing policy. For all terms of use and more information see the publisher's website.

This item was downloaded from IRIS Università di Bologna (<https://cris.unibo.it/>).  
When citing, please refer to the published version.

(Article begins on next page)

This is the final peer-reviewed accepted manuscript of:

**Edgardo Ricciardiello, Dal codice della crisi dell'impresa e dell'insolvenza alla disciplina emergenziale Covid -19: la necessità di intervento del mercato, in "Mercato Concorrenza Regole, Rivista quadrimestrale" 3/2020, pp. 617-656, doi: 10.1434/100125**

The final published version is available online at: DOI: [10.1434/100125](https://doi.org/10.1434/100125)

Rights / License:

The terms and conditions for the reuse of this version of the manuscript are specified in the publishing policy. For all terms of use and more information see the publisher's website.

*This item was downloaded from IRIS Università di Bologna (<https://cris.unibo.it/>)*

***When citing, please refer to the published version.***

# Dal codice della crisi dell'impresa e dell'insolvenza alla disciplina emergenziale COVID-19: la necessità di intervento del mercato

DI EDGARDO RICCIARDELLO\*

**SOMMARIO:** Le PMI sono i soggetti che rischiano maggiormente di essere esclusi dai meccanismi di sostegno finanziario previsti dalla disciplina emergenziale a causa della rigidità dei requisiti prudenziali di vigilanza previsti da Basilea. L'uso di risorse pubbliche a sostegno di un'impresa richiede i necessari correttivi ai meccanismi di governance dovuti al controllo statale sulla capacità dei destinatari della nuova finanza di rimborsare il debito. Ciò significa che lo Stato entra nel governo dell'impresa come finanziatore diretto o come garante delle banche a cui è affidata la gestione della liquidità introdotta dal circuito europeo. La questione appare complessa perché implica una valutazione completamente innovativa anche del ruolo degli organi delle procedure di insolvenza, in particolare del commissario giudiziale nel concordato preventivo, ai quali potrebbe anche essere affidato un ruolo di gestione della società. La necessità di incoraggiare l'accesso ai mercati finanziari per PMI appare immediata anche alla luce dell'ulteriore indebitamento che risulterà a seguito del «congelamento» fino al 30 settembre 2020 delle agevolazioni creditizie di cui godono le società e della sospensione dei rimborsi di prestiti di leasing con garanzia pubblica del 33% (art. 56 decreto Cura Italia). D'altra parte, sembra necessario focalizzare l'attenzione sugli strumenti già previsti dall'ordinamento per incoraggiare l'accesso delle PMI ai mercati finanziari, ampliando così la possibilità per le imprese strutturalmente più deboli di

\* Il presente lavoro è stato sottoposto a referaggio anonimo.

reperire finanza. La necessità di un intervento legislativo in relazione alla disciplina dei mercati finanziari appare appropriata per incoraggiare la quotazione delle quote di capitale e dei titoli di debito delle PMI attraverso piattaforme di *fundraising*. Come è noto, il TUF prevede già la possibilità per le PMI non quotate di raccogliere capitali di rischio attraverso piattaforme di *crowdfunding*. In questo articolo si ipotizza la possibilità di utilizzare piattaforme di *crowdfunding* per incentivare l'accesso delle PMI ai mercati finanziari anche per il trading delle quote di capitale e non solo per la fase di emissione. D'altro canto, il *crowdfunding* può svolgere un ruolo importante nel contesto della ristrutturazione delle imprese. Si pensi all'uso del *crowdfunding* nelle procedure di concordato preventivo che potrebbe incrementare attraverso le offerte concorrenti una migliore soddisfazione dei creditori attuando il principio di concorrenzialità.

## 1. Premessa

Con il decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14 recante il Codice della Crisi di impresa e dell'insolvenza (CciI) avrebbe dovuto compiersi il percorso di riforma della legge fallimentare di cui al r.d. 16.03.1942 intrapreso con la legge delega 19 ottobre 2017 n. 155. Senonché, al momento in cui il presente contributo viene pubblicato, il CciI non solo forma oggetto di un'ulteriore prematura rivisitazione secondo lo schema di decreto legislativo contenente disposizioni integrative e correttive (in seguito per brevità «il correttivo»)<sup>1</sup>; ma l'emergenza dovuta alla pandemia COVID-19 ha provocato, attraverso la decretazione d'urgenza, l'emana-

modo significativo sull'attuale assetto normativo sia societario che concorsuale.

L'entrata in vigore del CciI è stata, quindi, differita con d.l. 8 aprile 2020, n. 23 (Decreto Liquidità) al 1° settembre 2021<sup>2</sup>.

La crisi pandemica ha provocato uno *shock* finanziario senza precedenti dai tempi del dopoguerra ed aggrava una situazione di *post recessione* (2008-2009-2012-2013) dalla quale il nostro Paese non si era ancora completamente ripreso, come attestano i dati del Pil (solo nel 2019 si registra una crescita del +2% rispetto ai livelli pre crisi del 2008).

Nemmeno gli scenari macroeconomici per effetto della pandemia sono confortanti in quanto è previsto

<sup>1</sup> Cfr. schema di decreto legislativo recante disposizioni integrative e correttive a norma dell'art. 1, comma 1, della legge 8 marzo 2019, n. 20, al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14 recante Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155.

<sup>2</sup> L'art. 11 del d.l. 2 marzo 2020, n. 9 «Misure urgenti di sostegno per le famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica di COVID-19» differisce l'entrata in vigore degli obblighi di segnalazione di fondati indizi della crisi a carico degli organi di controllo societari e dei creditori pubblici qualificati verso l'OcRI al 15 febbraio 2021. Mentre l'art. 5 del d.l. 8 aprile 2020, n. 23 (Decreto Liquidità) sostituisce il comma 1 dell'art. 389 CciI prevedendo il differimento dell'entrata in vigore del CciI al 1° settembre 2021 salve le disposizioni del comma 2 dell'art. 389 che con riferimento agli artt. 27, comma 1, 350, 356, 357, 359, 363, 364, 366, 375, 377, 379, 385, 386, 387 e 388 sono in vigore dal 16 marzo 2019.

un crollo del PIL su base annua per l'Italia del 9,5% nel 2020 (per gli altri partner europei: 9,7%.Grecia, 9,4% Spagna, 8,2% Francia e 4,3% Germania) con caduta dei ricavi del 18% rispetto all'anno 2019 e con perdita di fatturato stimata in €640 miliardi tra il 2020 ed il 2021<sup>3</sup>.

I titoli del debito pubblico sono ad un passo dalla classificazione «junk» per effetto dell'ulteriore indebitamento pubblico che si stima raggiungerà il livello ragguardevole del 160%.

Il crollo di redditività dovuto al *lockdown* determinerà un incremento delle imprese a rischio di insolvenza che potrebbe raggiungere un livello significativo di 145.000 unità con innalzamento del tasso di disoccupazione sino al 30%<sup>4</sup>.

I dati raccolti da Confindustria evidenziano come gli effetti già prodotti dalla crisi pandemica siano rilevanti: il 36,5 % delle imprese su un campione di 4.420 ha dovuto chiudere la propria attività e sussiste il rischio che oltre il 10,5% delle PMI fallisca<sup>5</sup>.

L'epidemia dovuta alla diffusione del COVID-19, come si legge dalla Relazione governativa di accompagnamento al Decreto Liquidità, ha imposto l'adozione di misure di urgenza per contenere gli

effetti della pandemia sull'economia poiché «anche al cessare dell'epidemia le ripercussioni economiche e finanziarie di tale evento eccezionale non verranno meno a breve termine ma si protrarranno per un periodo temporale piuttosto ampio». Il CcII, si legge nella Relazione, «è stato concepito nell'ottica di un quadro economico stabile e caratterizzato da oscillazioni fisiologiche, all'interno del quale, quindi, la preponderanza delle imprese non sia colpita dalla crisi, e nel quale sia possibile conseguentemente concentrare gli strumenti predisposti dal codice sulle imprese che presentino criticità. In una situazione in cui l'intero tessuto economico mondiale risulta colpito da una gravissima forma di crisi, invece, gli indicatori non potrebbero svolgere alcun concreto ruolo selettivo, finendo di fatto per mancare quello che è il proprio obiettivo ed anzi generando effetti potenzialmente sfavorevoli».

La decisione di differire l'entrata in vigore del CcII si fonda sulla «filosofia di fondo del Codice», ovvero «operare nell'ottica di un quanto più ampio possibile salvataggio delle imprese e della loro continuità, adottando lo strumento liquidatorio (quello che ancora oggi è definito fallimento) come *extrema ratio*, cui

<sup>3</sup> Cfr. CERVED, *Nessuna impresa deve fallire per il Covid-19*, aprile 2020. Le crisi precedenti e le massive procedure concorsuali degli ultimi anni secondo il rapporto CERVED avrebbero selezionato le imprese solide.

<sup>4</sup> Per il CERVED group score la quota delle imprese a rischio può passare dal 14,6% al 33% con NPL da 73 miliardi a 189 miliardi.

<sup>5</sup> Cfr. Confindustria, *Seconda edizione dell'indagine sugli effetti della pandemia da COVID-19 per le imprese italiane*, aprile 2020.

ricorrere in assenza di concrete alternative»: a causa dell'attuale quadro macroeconomico, tuttavia, «il Codice finirebbe per mancare incolpevolmente il proprio traguardo».

Il legislatore, nell'attuale situazione di emergenza, punta sulla stabilità del sistema che sarebbe meglio garantita dall'assetto normativo della legge fallimentare anziché dal nuovo impianto del CcII non ancora sperimentato nelle sue dinamiche operative<sup>6</sup>. Nella Relazione si legge, infatti, che «alla scarsa compatibilità tra uno strumento giuridico nuovo ed una situazione di sofferenza economica nella quale gli operatori più che mai hanno necessità di percepire una stabilità a livello normativo, e di non soffrire le incertezze collegate ad una disciplina in molti punti inedita e necessitante di un approccio innovativo».

È stato, perciò, ritenuto opportuno garantire che «l'attuale momento di incertezza economica venga affrontato con uno strumento comunque largamente sperimentato come la Legge Fallimentare, in modo da assicurare tutti gli operatori circa la possibilità di ricorrere a strumenti e categorie su cui è maturata una consuetudine».

Il differimento del termine di entrata in vigore del CcII, unitamente ai provvedimenti recentemente adottati finalizzati a sterilizzare i ricorsi per la dichiarazione di fallimento depositati tra il 9 marzo 2020 ed il 30 giugno 2020 con la proroga dei termini *ex lege* di 90 giorni per l'adempimento delle obbligazioni derivanti dai concordati preventivi ed accordi di ristrutturazione dei debiti già omologati (i cui termini siano scaduti o vadano a scadere dal 23.02.2020 al 31.12.2021) impone una riflessione sulle possibili ricadute di tali scelte sulla stabilità del sistema produttivo delle imprese italiane.

Non sembra, infatti, che le scelte adottate siano in grado di distinguere concretamente tra imprese «meritevoli»<sup>7</sup> che si trovano a causa dell'emergenza pandemica a fronteggiare una situazione di illiquidità rispetto a quelle che beneficerebbero della sterilizzazione delle istanze di fallimento e della sospensione degli obblighi relativi alla conservazione del capitale sociale ed all'accertamento della ricorrenza di una causa di scioglimento, pur già versando in situazione di insolvenza irredimibile anteriormente all'emergenza COVID-19<sup>8</sup>. Ed

<sup>6</sup> Cfr. S. Ambrosini, *La «falsa partenza» del codice della crisi, le novità del decreto liquidità e il tema dell'insolvenza incolpevole*, articolo reperibile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2020. L'Autore ritiene, tuttavia, che la scelta del legislatore sottenda una diffidenza di fondo verso il nuovo impianto normativo del CcII il quale renderebbe macchinoso il tentativo di salvataggio delle imprese in difficoltà mediante le procedure di allerta. Ed anche il ridimensionamento del ruolo del concordato preventivo con continuità aziendale dovuto al criterio della prevalenza previsto dall'art. 84 CcII non gioverebbe alle necessità attuali.

<sup>7</sup> Cfr. D. Galletti, *I doveri reattivi dell'imprenditore sotto l'impero del Covid-19 e l'obbligo di non arrendersi*, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), 2020.

<sup>8</sup> Il Decreto Liquidità consente ai debitori che abbiano depositato il ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato o per l'omologazione degli accordi di ristrutturazione dei debiti di richiedere al tribunale competente un termine non superiore a 90 giorni per la presentazione di

è opinione diffusa che detti provvedimenti, in realtà, non costituiscano una soluzione rapida ed efficace a fronteggiare la mancanza di liquidità che il lockdown ha provocato e le conseguenze sul piano finanziario che ne derivano.

Il rischio è che il differimento dell'entrata in vigore del CcII, ovvero delle procedure di allerta e dei meccanismi di composizione assistita della crisi, crei una situazione di stallo non gestibile nel momento in cui la pandemia sarà cessata<sup>9</sup> anche a fronte della sospensione dei termini processuali e del differimento delle attività concorsuali<sup>10</sup>, determinando ingiustamente un trattamento omogeneo tra imprese meritevoli ed imprese già decotte. Ciò sul presupposto per cui la disciplina emergenziale non incide sulla nozione di insolvenza prevista dall'art. 5 l.f. e che, quindi, non possa essere effettuato alcun distinguo rispetto alle cause che provocano l'insolvenza<sup>11</sup>.

Ma occorre domandarsi, altresì, se la scelta di non utilizzare i nuovi strumenti introdotti dal CcII anche

mediante una loro semplificazione resa necessaria dall'emergenza non sortisca l'effetto avverso, ovvero di non attribuire una adeguata protezione alle imprese la cui situazione di crisi sia stata provocata dagli effetti economici della pandemia e che potrebbero usufruire di strumenti «amministrativi» per la gestione della crisi (ove il riferimento cade proprio alle procedure di allerta ma anche alla proposta di introduzione di istituti di nuovo conio assimilabili alla amministrazione controllata)<sup>12</sup>.

Il CcII, mediante la riformulazione della clausola dell'art. 2086 c.c., tende ad anticipare la crisi mediante l'approntamento di adeguati assetti organizzativi amministrativi e contabili di modo che, a prescindere dalla causa che provoca la crisi, l'impresa si doti di strumenti di rilevazione costante relativa alla gestione finanziaria, ai costi, agli NPL ed agli UTL.

Da più parti si è ritenuto che affinare gli strumenti di accertamento dello stato di crisi o dell'insolvenza rappresenti un inutile accanimento terapeutico in tempi di emergenza

un nuovo piano concordatario o un nuovo accordo di ristrutturazione in sostituzione di quelli depositati. Ed anche per il concordato in bianco è concessa la possibilità di richiedere una proroga di 90 giorni del termine per il deposito del piano.

<sup>9</sup> Cfr. R. Rordorf, *Il codice della crisi e dell'insolvenza in tempi di pandemia*, in «www.giustiziainsieme.it», 2020.

<sup>10</sup> Cfr. F. De Santis, *La giustizia concorsuale ai tempi della pandemia*, in «Il Fallimento», 2020, pp. 609 ss.

<sup>11</sup> Ove è stata proposta la nozione di insolvenza incolpevole cfr. G. Limitone, *La forza maggiore nel giudizio sull'insolvenza*, in «www.ilcaso.it», 2020 che poggia sulla forza maggiore oggettiva valevole non per il singolo imprenditore il cui giudizio di meritevolezza permarrrebbe in capo al tribunale nel caso concreto ma in un provvedimento legislativo legato all'emergenza.

<sup>12</sup> Cfr. M. Irrera, *Procedura semplificata di composizione assistita della crisi: Uno strumento indispensabile per le Pmi nell'attuale situazione di emergenza economica*, proposta legislativa 7 maggio 2020, reperibile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); v. anche G. Corno, L. Panzani, *Proposta di legge per una moratoria straordinaria volta a gestire l'emergenza, tramite l'istituzione della procedura di «amministrazione vigilata»*, in «www.ilcaso.it», 2020.

COVID-19. Tuttavia, si ritiene che l'attuale emergenza ponga in evidenza come il tema della prevenzione della crisi quale insieme di istituti preposti alla rilevazione tempestiva ma anche alla rapida soluzione della crisi divenga momento fondamentale per la preservazione dei fattori produttivi ed i livelli occupazionali. Non si tratta solo di introdurre strumenti di rilevazione efficiente dei segnali della crisi attraverso indici elaborati dalla scienza aziendalistica bensì di programmare la crisi attraverso idonei strumenti di «preparazione» della crisi che preservino la continuità aziendale come già sperimentato nel diritto bancario finanziario per effetto della Direttiva UE/59/2014 sulle crisi bancarie «BRRD»<sup>13</sup>.

Si pone, allora, il problema di stabilire se davvero l'unico rimedio sia il congelamento delle istanze di fallimento (peraltro riferibili a situazioni di insolvenza presumibilmente retrodatibili a periodo pre pandemia) senza poter dare accesso a misure straordinarie di programmazione della (sicura) crisi d'impresa che molte imprese dovranno affrontare nei prossimi mesi a causa della crisi di liquidità in essere.

Appare contraddittorio che alle imprese individuali e collettive sia imposto di adottare da subito misure-assetti idonei alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi senza intervenire sulle modalità di reazione

che gli organi sociali (ed i creditori) possono e devono adottare a fronte di segnali della crisi. Anche perché, come si vedrà, diversamente da altri ordinamenti, non si assiste, in realtà, ad un parallelo esonero degli organi di gestione e controllo dai loro doveri di predisporre-valutare e vigilare su tali assetti e neppure a gestire l'impresa in modo conservativo rispetto alle ragioni dei creditori allorché si verifichi una causa di scioglimento della società.

La situazione di emergenza attuale richiede, invece, in accordo con la nuova formulazione dell'art. 2086 c.c. già in vigore, un'anticipazione dei modelli organizzativi e di strumenti per la prevenzione e gestione in fase precoce della crisi che consentano una gestione amministrata delle imprese.

Vi è un ulteriore aspetto da considerare. In una situazione di incertezza anche sul merito creditizio delle imprese italiane (soprattutto PMI, e *start up* ma anche imprese già esposte verso le banche e prive di *rating*), la mancanza di un'organizzazione adeguata secondo la disciplina dell'art. 2086 c.c. potrebbe risultare determinante nel senso di impedire qualsiasi forma di sostegno che sarebbe precluso alle banche in presenza di una organizzazione manifestamente inadeguata ad incidere sul rischio di credito. Dal punto di vista delle banche esse potrebbero

<sup>13</sup> Cfr. E. Ricciardiello, *Gli strumenti di prevenzione della crisi dei gruppi tra principi generali e discipline speciali*, in «Banca Impresa e Società», 2018, pp. 333 ss. Id., *Sub. Art. 69-ter TUB*, in Commentario breve al TUB, a cura di Costi-Vella, 2019.



essere riluttanti a fornire sostegno finanziario anche a fronte dell'obbligo di verificare gli assetti organizzativi la cui inadeguatezza determinerebbe un concorso nell'aggravamento del dissesto per concessione abusiva del credito ed il coinvolgimento in future azioni di responsabilità (cfr. art. 14 u.c. CcII che prevede un obbligo di segnalazione ulteriore all'organo di controllo interno in presenza di mutate condizioni del merito creditizio ovvero della revoca degli affidamenti)<sup>14</sup>.

Non vi è dubbio che la materia degli assetti organizzativi abbia un impatto decisivo sul merito creditizio in quanto l'organizzazione basata su modelli di *governance*, piani aziendali e di prevenzione della crisi, sistemi di amministrazione e controllo nonché l'impianto contabile fatto di *report* e *forward looking* imporrà alla banca stessa una istruttoria complessa destinata ad incidere sulla valutazione delle condizioni di credito.

## 2. Dalla legge fallimentare al CcII

Va premesso che, sulla scia delle riforme che si sono succedute a partire dal 2005, il diritto concorsuale aveva già subito un processo di pro-

fonda innovazione sotto il profilo degli interessi perseguiti, passandosi da un'impostazione *creditor oriented* ormai stratificatasi nella legge fallimentare del 1942 e di tutela prevalentemente liquidatoria, ad un sistema normativo che apriva la strada, attraverso un percorso di «contrattualizzazione» del diritto concorsuale, ad una maggiore tutela dei fattori produttivi e della continuità aziendale secondo una prospettiva maggiormente attenta alla tutela della continuazione anche indiretta dell'attività d'impresa<sup>15</sup>.

Il fallimento come disgregazione del complesso dei beni del debitore veniva ancora percepito come «la giusta sanzione» di un sistema che ripudiava l'insolvenza quale vicenda dell'imprenditore immeritevole.

Si assiste, tuttavia, ad un progressivo mutamento di approccio alla materia e ciò avviene attraverso un duplice percorso di riforma: da una parte, il potenziamento degli strumenti c.d. contrattuali di soluzione della crisi e, dall'altra, l'attribuzione ai soggetti insolventi (persino quelli non fallibili ai sensi dell'art. 1 l.f.) della possibilità di reimmettersi nel mercato, ottenendo l'esdebitazione sulla base del consenso dei creditori.

<sup>14</sup> Il sistema non prevede *safe harbor rules* per i soggetti che erogano finanza in tempo di COVID-19 ed anche il regime delle azioni revocatorie non è toccato dalle riforme che si stanno susseguendo cfr. M. Fabiani, *Prove di riflessioni sistematiche per le crisi da emergenza Covid-19*, in «Il Fallimento», 2020, pp. 589 ss.

<sup>15</sup> Il percorso di riforma della legge fallimentare intrapreso con d.l. 14 marzo 2005, n. 35, convertito in legge 14 maggio 2005, n. 80, e culminato nel d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 convertito in legge 17 dicembre 2012, n. 221, ha evidenziato, secondo un'opinione diffusa, l'accentuazione contrattualistica degli strumenti di soluzione della crisi di impresa cfr. V. Guglielmucci, *Diritto Fallimentare*, a cura di Fabio Padovani, Torino, Giappichelli, 2014, pp. 3 ss. Cfr. U. Apice, S. Mancinelli, *Il fallimento e gli altri procedimenti di composizione della crisi*, Torino, Giappichelli, 2012, p. 17.

In tale contesto, hanno assunto grande rilievo non solo il concordato preventivo che, all'inizio del processo di riforma, viene spogliato delle connotazioni di meritevolezza soggettiva dell'imprenditore, a tutto vantaggio di una procedura che consente all'imprenditore commerciale di esdebitarsi sulla base di un accordo omologato con il ceto creditore. Ma vengono, altresì, potenziati gli strumenti che garantiscono il *going concern* e che sono sottratti *tout court* al controllo del tribunale quali i piani attestati di risanamento *ex art. 67*, comma 3, lett. *d*), l.f. ovvero che rimettono solo *ex post* al tribunale il controllo di legittimità, come accade per gli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182-bis* l.f.<sup>16</sup>.

Tuttavia, le aspettative di coloro che si attendevano dalle riforme susseguitesi nel tempo una privatizzazione del diritto concorsuale sono rimaste deluse, manifestandosi, di converso, la necessità di un maggior controllo pubblico per la tutela di interessi sottratti alla libera disponibilità delle parti. Un ruolo di non scarsa importanza ha assunto il tema della responsabilità sociale dell'impresa che impone anche con riferimento alle organizzazioni che perseguono lo scopo di lucro di guardare ad interessi generali quali l'ambiente, la

sicurezza ma anche la prospettiva di continuità aziendale come bene giuridico da tutelare nell'interesse dei lavoratori e del territorio in cui l'impresa opera.

L'introduzione del concordato in bianco o con riserva ha determinato nella prassi applicativa abusi dell'istituto percentualmente rilevanti al punto da costringere il legislatore ad un suo parziale ripensamento attraverso le reintroduzioni della percentuale del 20% di soddisfacimento del ceto creditore quale elemento di fattibilità giuridica del concordato liquidatorio (*rectius*: di vera e propria ammissibilità) ed un serio potenziamento delle funzioni di controllo in mano al tribunale ed al commissario giudiziale.

Il legislatore italiano con la riforma del 2005 ha intrapreso un iter riformatore della legge fallimentare senza precedenti animato dalla contingenza di una situazione economica di crisi del Paese che ha visto incrementare le insolvenze commerciali come mai registrato nei decenni anteriori. È stata così fortemente avvertita la necessità di favorire l'accesso a procedure di soluzione della crisi alternative al fallimento che favoriscano la continuità aziendale e la preservazione dei livelli occupazionali.

<sup>16</sup> Cfr. G. Lo Cascio, *Le nuove procedure di crisi: natura negoziale o pubblicistica?*, in «Il Fallimento», 2008, pp. 991 ss.; P. Pajardi, A. Paluchowski, *Manuale di diritto fallimentare*, 7ª ed., Milano, 2008, p. 430; M. Arato, *Gli accordi di salvataggio o di liquidazione dell'impresa in crisi*, in «Il Fallimento», 2008, pp. 1237 ss.; G. Giannelli, *Concordato preventivo, accordi di ristrutturazione dei debiti, piani di risanamento dell'impresa nella riforma delle procedure concorsuali: prime riflessioni*, in «Il Diritto fallimentare e delle società commerciali», 2005, I, pp. 1171 ss.; D. Bramati, *I piani attestati di risanamento*, in «Fallimento e crisi d'impresa», 2008, p. 83.

In questo contesto, ad opera della legge n. 80/2015 venivano dapprima introdotti i piani attestati di risanamento *ex art. 67, comma 3, lett. d)* (sotto forma di esenzione da revocatoria)<sup>17</sup> e gli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182-bis l.f.* la cui disciplina riceveva una modifica ad opera dapprima del d.lgs. 12.09.2017 n. 169 entrato in vigore dal 1.01.2008 e dal d.l. 31.05.2010 n. 78 convertito con modificazioni dalla l. 30.07.2010 n. 122.

Il processo di riforma in senso contrattualistico si completava nel 2012 attraverso l'introduzione del concordato c.d. con riserva o prenotativo ad opera del d.l. 22 giugno 2012, n. 83 convertito in l. 7 agosto 2012 n. 134 e successivamente modificato con d.l. 27 giugno 2015, n. 83 convertito in l. 6 agosto 2015, n. 132 per consentire all'imprenditore in crisi o insolvente mediante l'*automatic stay* di trovare una composizione della crisi mediante una proposta differita.

Tuttavia, come già rilevato in altra sede, anche nel settore del diritto fallimentare come in altri campi, il legislatore, dilettandosi nel mutuare istituti giuridici da ordinamenti stranieri ritenuti più efficienti, ha cercato di assecondare la tendenza generale ad attribuire alla contrattazione privata la funzione solutoria dei potenziali conflitti di regolazione dei rapporti privatistici e di riduzione del controllo pubblico<sup>18</sup>.

I sostenitori della c.d. «privatizzazione del diritto fallimentare» enfatizzano in particolare il ruolo dell'autonomia privata nel concordato preventivo il quale, a seguito della riforma, costituirebbe l'emblema di un sistema profondamente modificato in senso contrattualistico o, se si preferisce, privatistico, al punto che solo «le parti» sarebbero legittimate a valutare la convenienza economica del piano ed al tribunale residuerebbe un controllo di mera legalità della procedura senza possibilità di entrare nel merito della proposta e del piano<sup>19</sup>. Si tratta,

<sup>17</sup> Cfr. E. Ricciardiello, *Profili di fattibilità giuridica dei piani attestati di risanamento ex art. 67 comma 3 legge fallim.*, in «Il Diritto fallimentare e delle società commerciali», 2017, pp. 1033 ss.

<sup>18</sup> Cfr. E. Ricciardiello, *Il ruolo del commissario giudiziale nell'era del fallimento del contrattualismo concorsuale*, in «Giurisprudenza commerciale», I, 2015, pp. 715 ss.

<sup>19</sup> Cfr. A. Patti, *La fattibilità del concordato preventivo tra attestazione dell'esperto e sindacato del tribunale*, in «Il Fallimento», 2012, pp. 42 ss. che, in senso critico verso alcune posizioni giurisprudenziali (Cass., 16 settembre 2011, n. 18987, in «Giust. civ. Mass.», 9, 2011, p. 1306; Cass., 15 settembre 2011, n. 18864, in «Giust. civ.», 3, I, 2012, p. 718) evidenzia come la garanzia dell'informazione adeguata per il ceto creditorio non possa relegare il ruolo del tribunale ad un controllo di mera legalità formale o notarile in quanto né l'impostazione contrattualistica sarebbe del tutto scevra da possibili interferenze del tribunale (desumibili sulla base dell'art. 162, primo comma, che nel prevedere la possibilità di concessione del termine per l'integrazione della proposta farebbe desumere un controllo di merito sul piano) né l'impostazione istituzionalistica o pubblicistica fondata sulla verifica della relazione dell'attestatore in quanto il tribunale non potrebbe esercitare un vero controllo su tale soggetto, come se si trattasse di ausiliario di propria nomina. In giurisprudenza cfr. Cass., 25 ottobre 2010, n. 21860, in «Guida al diritto», 5, 2011, p. 91, con nota di Pirruccio; Cass., 14 febbraio 2011, n. 3586, in «Giust. civ. Mass.», 2, 2011, p. 240; App. Roma, 18 settembre 2010, in «Dir. fall.», II, 2011, p. 18; App. Torino, 27 gennaio 2010, in «Il Fallimento», 2010, p. 497 favorevole ad un controllo di regolarità formale della documentazione con esclusione del controllo di merito.

tuttavia, di un'enfaticizzazione (quella in senso contrattualistico) dovuta all'utilizzo, forse eccessivo, di concetti quale la «causa» o «causa in concreto» non adattabili con certezza al diritto concorsuale, alimentati anche dai pronunciamenti della giurisprudenza di legittimità che hanno generato equivoci sul ruolo del Tribunale e della autonomia privata, tanto che solo di recente la S.C. ha fissato la linea di confine dell'intervento del Tribunale chiarendo in parte anche il ruolo degli organi della procedura e riaffermando la necessità del controllo del tribunale<sup>20</sup>.

Negli USA è noto il dibattito che ha investito dapprima il diritto societario poi quello concorsuale sulla opportunità di prevedere *enabling rules* contro *mandatory rules* per favorire, attraverso la contrattazione privata, la selezione delle norme più efficienti da parte della autonomia privata. Tendenza che ha portato la dottrina americana a teorizzare la «death of bankruptcy» per imprimere all'autonomia privata la selezione non solo delle procedure alternative alla liqui-

dazione fallimentare ma addirittura delle stesse regole del concorso, relegando l'intervento del giudice ad estremo rimedio<sup>21</sup>.

Ma l'assunto per cui il diritto concorsuale possa essere impostato secondo l'adozione di modelli derogabili da parte della autonomia privata è stato fortemente criticato, ritenendosi, anche nei Paesi a maggiore liberismo, che la materia fallimentare non sia sintetizzabile nella (sola) contrapposizione tra l'interesse del debitore ad esdebitarsi e quello dei creditori chirografari a vedersi riconosciuta una percentuale più consistente di soddisfacimento del proprio credito.

Del resto, il diritto concorsuale non sembra più da tempo poggiare sul retaggio storico della «punizione» dell'imprenditore insolvente quanto piuttosto sulla esigenza di riequilibrio delle ragioni dei creditori da una parte e quella di consentire l'esdebitazione dell'imprenditore<sup>22</sup>, dall'altra.

In tale contesto di naturale contrapposizione tra l'aspirazione del debitore ad esercitare in via esclusiva

<sup>20</sup> Il riferimento è all'ormai noto pronunciamento Cass., Sez. un., 23 gennaio 2013, n. 1521, in «Giust. civ. Mass.», 2013, che nel confermare l'attribuzione della funzione di attestazione di veridicità dei dati e del piano all'attestatore come professionista esterno nominato dal debitore su cui ricadono precise responsabilità anche di carattere penale (art. 236-bis l.f.) ha stabilito che permane il capo al tribunale il controllo sulla veridicità dei dati e la fattibilità del piano ai sensi dell'art. 162 l.f. Il controllo del tribunale riguarda pertanto non solo l'idoneità della documentazione prodotta a fornire correttamente elementi di giudizio per i creditori ma anche il controllo di fattibilità giuridica che presuppone anche la revisione dell'operato dell'attestatore.

<sup>21</sup> V., tra i molti contributi della scuola *Law and Economics*, L. Bebchuk, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, in «Har. Law Review», 101, 1988, p. 775; R.K. Rasmussen, *Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy*, in «Tex L. Rev.», 71, 51, 1992, p. 117; A. Schwartz, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, in «Yale L. J.», 107, 1998, pp. 1807, 1850-1851.

<sup>22</sup> V. C. Ferri, *L'esperienza del Chapter 11. Procedura di riorganizzazione dell'impresa in prospettiva di novità legislative*, in questa «Rivista», I, 2002, pp. 69 ss.; v. anche P. Manganelli, *The Evolution of the Italian and Us Bankruptcy Systems. A Comparative Analysis*, in «Journal of Business and Technology Law», 2010.

il controllo sui propri beni ed attività e la necessità per il ceto creditorio di frapporre fra sé ed il debitore un nuovo «management»<sup>23</sup> e impedire condotte che ledano i loro diritti, la deterrenza fornita dal tribunale è molto elevata.

La tendenza ad un rafforzamento del controllo dello Stato nelle procedure concorsuali si è manifestata anche negli USA dove, a seguito dei noti scandali finanziari, si ravvisa persino una controtendenza in senso pubblicistico della regolamentazione dell'insolvenza e del controllo durante le procedure<sup>24</sup>.

L'errore di impostazione del legislatore italiano ha portato ad una autentica esplosione delle procedure concordatarie per lo più attivate da imprenditori «all'ultima spiaggia» con insolvenza conclamata ed irreversibile che utilizzano il concordato come strumento puramente dilatorio

del fallimento o ancor peggio come «schermo» abusivo per piegare il concordato a strumento frodatario<sup>25</sup>.

L'assunta privatizzazione del concordato ha portato nella prassi ad utilizzare detto strumento come «schermo» di fronte ai creditori per consentire all'imprenditore insolvente la via d'uscita più comoda senza perdere il controllo sugli *assets* aziendali ed aggravando spesso il dissesto patrimoniale e finanziario dell'impresa.

A fronte di tale situazione si assiste progressivamente, già nel contesto della legge fallimentare, ad un ripensamento del legislatore volto al rafforzamento del controllo da parte del tribunale sia mediante il potenziamento del ruolo del commissario giudiziale nel concordato preventivo ma anche mediante un controllo giudiziario ai fini dell'ammissibilità della finanza interinale e d'urgenza che il

<sup>23</sup> Cfr. R.J. Berdan, B.G. Arnold, *Displacing the Debtors in Possession. The Requisites for and Advantages of the Appointment of a Trustee in Chapter 11 Proceedings*, in «Marquette Law Review», 1984.

<sup>24</sup> V. E. Warren, J.L. Westbrook, *Contracting Out of Bankruptcy: An Empirical Intervention*, in «Harvard Law Review», 2005, pp. 1198 ss.; S. Block-Lieb, *The Logic and Limits of Contractual Bankruptcy*, in «University of Illinois Law Review», 2, 2001, pp. 504-508.

<sup>25</sup> La giurisprudenza appare consolidata nel ritenere che l'utilizzo a scopo dilatorio ovvero in palese assenza delle condizioni di fattibilità giuridica del concordato configuri abuso del diritto. Cfr. in tal senso, *ex plurimis*, Trib. Siena, 6 giugno 2014, in [www.dejure.it](http://www.dejure.it); Trib. Nocera Inferiore, 21 novembre 2013, in [www.dejure.it](http://www.dejure.it); Trib. Forlì, 12 marzo 2013, in «Il Fallimento», 2014, 97, con nota di Penta; Cass., 24 ottobre 2012, n. 18190, in «Foro it.», I, 2013, p. 1534; Cass., 15 settembre 2011, n. 18864, in «Giust. civ. Mass.», 9, 2011, p. 1297, che rivendica il controllo del tribunale allorché il concordato presenti vizi genetici accertabili anche in via preventiva affinché il concordato sia funzionale al soddisfacimento dei creditori; sulla reiterazione abusiva di domanda di concordato non omologata cfr. Trib. Trento, 1° luglio 2014, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2014. Cfr., in dottrina, R. Bonsignori, P. Rainelli, *Abuso del diritto nel concordato preventivo «con riserva»*, in «Giurisprudenza commerciale», II, 2014, pp. 474 ss. *Contra*, F. Pasquariello, *Contro il sindacato sul c.d. abuso del diritto nel concordato preventivo*, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), 2014 la quale ritiene precluso al tribunale il sindacato di merito circa l'utilizzo abusivo dell'istituto in quanto difetterebbe la fattispecie legale violata non potendosi ricorrere alle clausole generali dettate dagli artt. 1175 e 1335 c.c. in quanto afferendo il voto ad una scelta consapevole della autonomia privata non sarebbe possibile ravvisare alcun elemento «soggettivo» connotante l'abuso di chi dichiara *ab origine* il proprio stato di insolvenza.

debitore può ottenere già nella fase di preconcordato.

### 3. L'impostazione del legislatore delegato

Deve osservarsi come le riforme del diritto concorsuale (ma anche bancario e finanziario) siano state caratterizzate da una certa prociclicità dal momento che il legislatore ha assecondato le istanze ed esigenze che emergevano dalla situazione di crisi dei debiti sovrani che si era propagata dal 2009 in poi.

Anticipando la Direttiva 1023/2019 sulla ristrutturazione preventiva e la *second chance* veniva data alla luce, su ispirazione del modello statunitense del *Us Bankruptcy Code*, la disciplina sul sovraindebitamento delle persone fisiche con la legge n. 3/2012. Veniva, così, sfatato il tabù dell'infallibilità della persona fisica diversa dall'imprenditore commerciale mediante l'accesso a procedure che ricalcano fortemente l'impostazione concordataria.

Ma ancor più pervasivo risultava il successivo intervento del legislatore volto ad introdurre incentivi alla finanza a favore dell'imprenditore in crisi o insolvente.

Nel contesto della crisi internazionale il legislatore sulla scia del *soft law* (UNCITRAL)<sup>26</sup> interveniva nuova-

mente potenziando i meccanismi di finanza dell'impresa in crisi ma con prospettive di recupero della continuità aziendale ovvero per consentire al debitore di non veder naufragare le trattative per effetto delle pressioni dei creditori forti attraverso la combinazione tra *automatic stay* e finanziamenti funzionali alla conservazione della continuità aziendale e dei valori produttivi dell'azienda.

La sterilizzazione delle azioni esecutive e cautelari individuali avviene, conformemente alla Direttiva UE/2019/1023, in modo sempre più selettivo e non automatico al fine di contemperare gli interessi dei creditori con quello del debitore. Ma gli esempi potrebbero moltiplicarsi basti pensare anche alla riformata disciplina dei gruppi societari.

Il *favor* per la finanza esterna veniva delineato per mezzo dell'attribuzione del carattere prededucibile dei finanziamenti (anche sei soci in caso di gruppi di società) mediante l'eliminazione del regime di postergazione<sup>27</sup>.

Veniva in tal modo segnato un passaggio epocale che vedeva il superamento del divieto di finanziamento all'imprenditore in crisi o insolvente ed una maggiore tutela della continuità anche a scapito dei principi di libera concorrenza e del mercato<sup>28</sup>. Dall'affermazione del favor

<sup>26</sup> Cfr. UNCITRAL, *Legislative Guide on Insolvency Law*, 2012; ma si veda anche la Direttiva UE/59/2014 sulla risoluzione delle crisi bancarie.

<sup>27</sup> Cfr. M. Miola, *Crisi dei gruppi e finanziamenti infragruppo nel codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, in «Rivista delle Società», 2019, pp. 306 ss.

<sup>28</sup> Sulle implicazioni di tale scelta sui principi della concorrenza e del mercato cfr. V. Miner vini, *Insolvenza e mercato. Itinerari per la modernizzazione delle discipline sulla crisi d'impresa*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2018; v. anche M. Libertini, *Concorrenza e crisi d'impresa*, in «Astrid

per la continuità aziendale si assiste ad un superamento della concezione che identificava nel finanziamento dell'imprenditore insolvente un fatto giuridicamente riprovevole. Naturalmente il legislatore aveva in mente il rischio del contagio che si sarebbe potuto verificare allorché la finanza provenisse da soggetto a sua volta in crisi o insolvente ed ha previsto una sorta di *safe harbor rule* condizionata al perseguimento della continuità aziendale.

La legge delega per la riforma del diritto della crisi d'impresa e dell'insolvenza (l. 19 ottobre 2017, n. 155) in piena continuità rispetto ai precedenti provvedimenti normativi (in parte anche ripresi nell'articolato del CcI) al fine di salvaguardare i fattori produttivi ed i livelli occupazionali, sulla scia del diritto bancario, finanziario ed assicurativo (BRRD Direttiva UE 59/2014), punta sugli strumenti di preparazione della crisi e di *early warning*.

Il governo è stato delegato ad istituire come in altri ordinamenti le procedure di allerta che si sostanziano (i) negli obblighi di segnala-

zione della crisi da parte degli organi di controllo interno ovvero da parte di creditori pubblici qualificati (ii) nell'obbligo per tutte le imprese, anche se con maggiore pregnanza per le imprese in forma collettiva, di istituire adeguati assetti organizzativi amministrativi e contabili funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi mediante la modifica dell'art. 2086 c.c. dedicato alla «gestione dell'impresa»<sup>29</sup>.

Ricevono in tal modo ingresso nel nostro ordinamento, l'istituto dell'allerta e della composizione assistita della crisi che dovrebbero garantire attraverso la riservatezza e confidenzialità al debitore di superare mediante l'ausilio di un organismo di diritto pubblico (OCRI) la situazione di crisi. Non senza, tuttavia, profili di ambiguità del sistema anche in termini di compatibilità del controllo giudiziario in presenza di una segnalazione esterna all'OCRI<sup>30</sup>.

Oltre all'allerta, che costituisce indubbiamente il perno centrale della riforma, non assumono minore importanza sul piano della delega le modifiche agli accordi di ristruttura-

Rassegna», 6, 2020. L'Autore evidenzia come il salvataggio a tutti i costi non si possa giustificare in caso di gestione inefficiente o dissipatoria dell'impresa e «che dirottare risorse al salvataggio delle stesse può comportare una distorsione della concorrenza sul versante dei mercati dell'investimento. Lo stesso salvataggio di posti di lavoro preesistenti non è una giustificazione assoluta, perché le risorse necessarie potrebbero essere destinate ad investimenti diversi, più produttivi e magari in grado di sviluppare una maggiore quantità di nuovi posti di lavoro». Cfr. anche F. Fimmano, *La resilienza della impresa di fronte alla crisi da coronavirus mediante affitto d'azienda alla NewCo-Start Up, autofallimento e concordato «programmati»*, in «Il caso.it – Crisi d'impresa e insolvenza», 1° aprile 2020.

<sup>29</sup> cfr. P. Basti, E. Ricciardiello, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi: tra principi generali e scienza aziendalistica*, in corso di pubblicazione su «Banca Impresa e società», 2020.

<sup>30</sup> Cfr. E. Ricciardiello, *Riflessioni in tema di procedure di allerta e controllo giudiziario ex art. 2409 c.c. alla luce del nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: una difficile convivenza?*, in «Jus», 2019, p. 111.

zione dei debiti ed alle convenzioni di moratoria che vengono estesi anche agli accordi con creditori diversi dalle banche e dagli intermediari finanziari rappresentanti il 75% (art. 5 l. delega) con una equiparazione tra concordato preventivo ed accordo di ristrutturazione per quello che concerne le misure protettive.

Il legislatore della riforma mette mano in maniera alquanto significativa anche all'istituto del concordato preventivo ed alle procedure relative ai gruppi di società riproponendo l'impostazione del diritto bancario riformato tendente ad ammettere risorse infragruppo per il salvataggio delle imprese appartenenti nonostante l'autonomia delle masse attive e passive<sup>31</sup>.

A seguito della pubblicazione del CcII non sono mancate le voci fortemente critiche verso il nuovo impianto normativo che, da una parte, imponeva in forza della clausola dell'art. 2086 c.c. a tutte le imprese di istituire misure o assetti adeguati idonei alla rilevazione tempestiva ed alla rapida soluzione della crisi e, dall'altra, rendeva oggettivamente più gravoso e dai confini più incerti l'istituto del concordato preventivo che avrebbe dovuto rappresentare l'epicentro della riforma<sup>32</sup>.

Basti osservare che, di fatto, viene fortemente scoraggiato il concordato preventivo di tipo liquidatorio in quanto esso è ammissibile

solamente qualora il debitore apporti risorse esterne che aumentino in misura apprezzabile la soddisfazione dei creditori. In generale, il concordato risulta depotenziato in quanto le misure protettive, in armonia con la legislazione comunitaria, non sono più automatiche ma selettive ed a durata limitata. Ed in tema di concordato con continuità aziendale vengono inseriti elementi di forte condizionamento ed impatto sulla precedente disciplina che fanno ritenere pressoché impossibile utilizzare l'istituto come presidio di tutela delle imprese in crisi.

Possiamo anticipare che le misure atte a garantire la continuità aziendale nel contesto della riforma potrebbero produrre effetti avversi e di fatto impediscono all'imprenditore in crisi di riorganizzarsi perseguendo la continuità aziendale sia diretta che indiretta stante i vincoli di conservazione dei livelli occupazionali (v. art. 84 CcII *infra*).

Anche la disciplina relativa alla crisi dei gruppi di imprese, seppure appaia recepire l'affermazione dell'interesse di gruppo consentendo non solo sul piano procedurale ma anche sostanziale un trattamento unitario della crisi, richiederebbe un intervento ancor più deciso da parte del legislatore ad ammettere il sostegno finanziario infragruppo in modo che la clausola legale dei vantaggi compensativi previsti dall'art. 2497 c.c.

<sup>31</sup> V. E. Ricciardiello, *L'impresa di gruppo tra strumenti di prevenzione e di gestione*, in *Quaderni Romani di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2020.

<sup>32</sup> M.S. Spolidoro, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in «Rivista delle Società», 2019, pp. 253 ss.



non costituisca un vincolo, quantomeno nel contesto delle procedure con continuità aziendale ove appare prevalente il consenso dei creditori ed il giudizio del giudice nella comparazione rispetto all'ipotesi liquidatoria.

Sulla scia delle critiche che si sono levate all'indomani dell'emanazione del CcII è in atto un tentativo di sub-riforma attraverso lo schema di decreto legislativo correttivo a norma dell'art. 1, comma 1, della legge 8 marzo 2019, n. 20 recante «Delega al governo per l'adozione di disposizioni integrative e correttive dei decreti legislativi adottati in attuazione della delega per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza di cui alla legge 19 ottobre 2017, n. 155».

Tuttavia, le disposizioni contenute nello schema di riforma non sembrano avere un vero impatto sull'impostazione del CcII e appaiono, altresì, poco utili nel contesto della crisi economica dovuta alla pandemia, registrandosi, in prevalenza, misure di correzione e di precisazione delle disposizioni ivi contenute. In via esemplificativa, non essendo questa la sede per dissertare sui profili di riforma del CcII, viene precisata la definizione di crisi d'impresa mediante il riferimento allo squilibrio economico finanziario anziché alle difficoltà economico-finanziarie; la precisazione che oltre allo Stato anche gli enti territoriali non sono soggetti alla disciplina del CcII e che lo Stato e gli enti locali fuoriescono dalla nozione di gruppi di impresa salvo prova contraria che l'attività di

direzione e coordinamento di società sia esercitata dalla società o ente che controlla le predette direttamente o indirettamente anche nei casi di controllo congiunto.

L'art. 3 dello schema di correttivo stabilisce correttamente che le procedure di allerta non si applicano alle società quotate in sistemi multilaterali di negoziazione e contribuisce a chiarire la distinzione tra indicatori ed indici della crisi primi forniti dall'art. 13 CcII. Gli obblighi di segnalazione dell'organo di controllo sono estesi anche nei confronti del revisore contabile o la società di revisione e reciprocamente dal revisore contabile o società di revisione all'organo di controllo.

Appare importante segnalare invece proprio nell'ottica della tutela delle imprese in tempo di pandemia che per effetto della proposta di modifica all'art. 15 l'obbligo di segnalazione da parte dell'Agenzia delle entrate scatta in presenza di un ammontare del debito scaduto e non versato per l'Iva superiore €100.000 sino ad un volume d'affari di €1.000.000 e via per scaglioni successivi. Tale modifica non potrà non tener conto della attuale situazione emergenziale che farebbe scaturire segnalazioni «di massa» e deve essere *de jure condendo* adeguata alla situazione emergenziale.

In tema di concordato preventivo nel correttivo viene fissato un termine per il deposito della documentazione a corredo della proposta di concordato in bianco in assenza di domande per l'apertura della li-

quidazione giudiziale tra trenta e sessanta giorni prorogabili per ulteriori sessanta (con dimidiazione rispetto all'attuale art. 161 l.f.).

L'art. 84 nel correttivo stabilisce che ai fini della prevalenza i ricavi attesi dalla continuità per i primi due anni di attuazione del piano devono derivare da un'attività d'impresa alla quale sono dedicati almeno la metà della media dei lavoratori in forza nei due esercizi precedenti al deposito del ricorso. Anche per il concordato all'art. 87 viene precisato che il piano concordatario deve contenere anche il piano industriale e l'evidenziazione dei suoi effetti sul piano finanziario in modo da rendere verificabile la ragionevolezza degli assunti posti a fondamento del piano e dell'attestazione (v. relazione al correttivo).

L'art. 97 in forza del correttivo è stato riscritto al fine di potenziare l'utilizzo dell'istituto. Infatti, è stata ripristinata l'inefficacia dei patti che autorizzano il recesso o consentano lo scioglimento di contratti pendenti al momento del deposito della domanda di accesso al concordato preventivo. In pendenza della decisione sulla sospensione o scioglimento del contratto è fatto divieto al debitore di richiedere l'adempimento di prestazioni dovute nelle more della decisione del tribunale così come di fare valere la risoluzione di diritto del contratto per mancato adempimento di obbligazioni venute a scadenza dopo il deposito della domanda di accesso al concordato.

L'art. 99 viene modificato mediante la reintroduzione del prin-

cipio già vigente con la legge fallimentare (art. 182-*quater* comma 2) secondo cui le previsioni dei commi 1-4 relative alla possibilità concessa al debitore di chiedere finanziamenti funzionali all'esercizio dell'attività aziendale, per qualsiasi scopo, anche di tipo liquidatorio, previa autorizzazione del tribunale, si applica anche ai finanziamenti erogati in funzione della presentazione della domanda di ammissione alla procedura di concordato o della domanda di omologazione di accordi di ristrutturazione dei debiti. In tal caso il beneficio della prededuzione deve essere espressamente previsto nel provvedimento di ammissione alla procedura di concordato ovvero di omologa dell'accordo di ristrutturazione.

Con riguardo alle procedure di concordato di gruppo viene precisato all'art. 284 CcII il beneficio accordato a ciascun creditore delle imprese del gruppo deve essere quantificato anche tenendo conto dei vantaggi compensativi o prevedibili derivanti dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo. Ciò pone in evidenza come il principio di autonomia delle masse possa, in forza di un piano di gruppo, prevedere l'utilizzo di risorse promananti dall'attivo di altre società senza che sia obbligatorio prevedere un vantaggio compensativo in termini di ritorno sinallagmatico dell'equivalente della prestazione erogata purché vi sia un vantaggio programmato derivante anche dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo e dalla compartecipazione al risultato com-

plexivo dell'impresa anche in tempo di crisi. Assume rilevanza il sostegno finanziario infragruppo e la relazione dell'attestatore che deve saper indicare il beneficio del piano unitario o dei piani interferenti anche sulla base dei vincoli contrattuali e partecipativi delle società di gruppo.

Appare di centrale importanza, viceversa, la modifica all'art. 56 CcII in tema di accordi in esecuzione di piani attestati di risanamento ove trovano ingresso alla lett. g) il piano industriale e l'evidenziazione dei suoi effetti sul piano finanziario.

Per quanto concerne gli accordi di ristrutturazione dei debiti mediante la modifica dell'art. 61, comma 2, viene eliminato il requisito della misura significativa e prevalente per la richiesta di soddisfazione dei creditori dal ricavato della continuità aziendale; inoltre viene riformulato l'art. 63 in modo che sia chiarita la portata della norma con estensione degli accordi di ristrutturazione non solo alla transazione fiscale ma altresì al pagamento anche parziale o dilazionato dei tributi e dei relativi accessori delle agenzie fiscali nonché dei contributi amministrativi degli enti gestori di forme di previdenza, assistenza e assicurazione per l'invalidità.

L'azione revocatoria fallimentare rimane immutata nella sua impostazione con la sola eliminazione ai fini dell'esenzione del requisito della

consistenza dell'esposizione debitoria.

In tema di liquidazione appare importante la modifica all'art. 211 CcII in quanto il correttivo non pone limiti all'autorizzazione alla continuazione dell'attività d'impresa (esercizio provvisorio) non ponendo più quale presupposto il pericolo di grave danno ma il mancato pregiudizio per i creditori.

Per il resto, poche sono le modifiche al testo del CcII ed ancor prima dell'emersione della pandemia COVID-19 e dei pesanti effetti sull'economia tale intervento è risultato non adeguato a fronteggiare la situazione di emergenza che ne è conseguita.

#### **4. La disciplina emergenziale**

Il Decreto Liquidità<sup>33</sup> interviene in maniera importante, seppure limitata alla presumibile durata della fase emergenziale, sul diritto societario (e, indirettamente, anche sul «diritto societario della crisi d'impresa») mediante l'adozione di numerose misure aventi quale finalità comune quella di evitare l'apertura di procedure liquidatorie e fallimentari di massa. In particolare esso prevede (i) la sospensione temporanea fino al 31.12.2020 degli obblighi di riduzione del capitale sociale e scioglimento della società per perdite rilevanti; (ii) una presunzione di continuità aziendale per la redazione dei bilanci relativi all'esercizio in corso

<sup>33</sup> Il Decreto Liquidità, in realtà, fa parte di un pacchetto di misure emergenziali: Decreto Cura Italia (17 marzo 2020, n. 18), il Decreto Liquidità (8 aprile 2020, n. 23) ed il Decreto Rilancio (19 maggio 2020, n. 34).

sino al 31.12.2020 e chiusi ma non approvati al 23.02.2020 se tale condizione sussisteva nell'ultimo bilancio d'esercizio; (iii) la non applicazione per il periodo residuo 2020 delle regole sulla postergazione dei finanziamenti soci effettuati a favore della S.r.L. o da parte di chi esercita attività di direzione e coordinamento (iv) l'improcedibilità dei ricorsi per la dichiarazione di fallimento sino al 30.06.2020 eccettuate le iniziative del PM; (v) proroghe dei termini per l'adempimento dei concordati preventivi ed accordi di ristrutturazione dei debiti già omologati – facoltà di presentazione di nuove domande o piani di concordato o di accordi di ristrutturazione dei debiti sino all'udienza di omologa con concessione di termine sino a 90 gg.

Guardando alle scelte adottate da altri ordinamenti<sup>34</sup> si coglie la differenza di approccio del nostro legislatore il quale, con riferimento al diritto concorsuale, ha dichiarato improce-

dibili le istanze di fallimento promosse sino al 30.06.2020 pur senza intervenire sull'obbligo dell'imprenditore individuale (o degli organi sociali) di accedere ad una procedura concorsuale in caso di insolvenza, sterilizzando solamente sul piano procedurale le iniziative pendenti e precludendo, stando al tenore letterale del Decreto (v. anche la Relazione al d.d.l. di conversione in legge del d.l. n. 23 del 2020 (atto Camera n. 2461)<sup>35</sup>, allo stesso debitore di ricorrere all'istanza di autofallimento<sup>36</sup>.

A questa scelta non corrisponde, come in altri ordinamenti (Singapore per es.) la decisione di innalzare la soglia del credito quale presupposto per la legittimazione a proporre istanze di fallimento da parte dei creditori (da 10.000\$ a 100.000\$) con concessione di un periodo di sospensione o moratoria di sei mesi ai fini dell'emersione dello stato di insolvenza dipendente dal ritardo nei pagamenti dei crediti commerciali<sup>37</sup>.

<sup>34</sup> Cfr. INSOL International – World Bank Group, *Global Guide: Measures Adopted to Support Distressed Business through the COVID-19 Crisis*, in [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org); cfr. anche A. Gurrea Martinez, *Director's Duties of Financially Distressed Companies in the Time of COVID-19*, Oxford Business Law blog, 24 March 2020. Per un'efficace ricostruzione delle scelte adottate da altri ordinamenti cfr. G. Corno, L. Panzani, *La disciplina dell'insolvenza durante la pandemia da COVID-19. Spunti di diritto comparato, con qualche riflessione sulla possibile evoluzione della normativa italiana*, articolo consultabile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2020. Gli Autori criticano la scelta di riservare lo stesso trattamento della sospensione anche alle istanze di autofallimento. Diversamente dalla Spagna che con il Regio Decreto legge n. 8 del 17 marzo 2020 ha invece conferito carattere prioritario alle istanze in proprio.

<sup>35</sup> Ma si veda Trib. Piacenza, 8 maggio 2020. Cfr. A. Negri, *Ammesso il fallimento in proprio. Non c'è lo scudo dell'improcedibilità*, in «Quotidiano del diritto», 15 maggio 2020.

<sup>36</sup> Cfr. D. Galletti, *I doveri reattivi dell'imprenditore sotto l'impero del COVID-19 e l'obbligo di non arrendersi*, in [www.ilfallimentarista.it](http://www.ilfallimentarista.it), 15 maggio 2020; F. De Santis, *La giustizia concorsuale ai tempi della pandemia*, in «Il Fallimento», 2020, pp. 609 ss.

<sup>37</sup> Cfr. *CERIL EXECUTIVE STATEMENT 2020-1 ON COVID-19 AND INSOLVENCY LEGISLATION*, reperibile in [www.ceril.eu](http://www.ceril.eu). Ciò che in via di proposta si evince da M. Fabiani, *op. cit.* il quale propone il modello di un'autodichiarazione da iscrivere nel Registro delle imprese con la quale l'imprenditore certifica che le sue difficoltà finanziarie sono dovute all'emergenza COVID-19 senza alcun intervento del giudice il quale potrebbe essere adito solo dai creditori denunciati forme di abuso.

Il sistema emergenziale tedesco (§1 Gesetz zur vorübergehenden Aussetzung der Insolvenzantragspflicht und zur Begrenzung der Organhaftung bei einer durch die COVID-19 Pandemie bedingten Insolvenz) prevede, al contrario, la sospensione dell'obbligo (sostanziale) di richiedere l'apertura di una procedura concorsuale sino al 30.09.2020 con possibilità di proroga sino al 31.03.2021<sup>38</sup>. Ma tale regola è espressamente applicabile solo allorché l'insolvenza sia provocata dalla pandemia COVID-19 e non vi siano strumenti alternativi per porre rimedio nell'immediato alla situazione di insolvenza.

L'ordinamento francese (loi 2020-290 du 23 mars 2020), invece, rimette al tribunale la valutazione dell'incidenza della *cessation de paiements* sullo stato di insolvenza con presunzione legale che tale situazione, se emersa dopo il 12 marzo 2020, sia imputabile alla pandemia.

In Inghilterra, sull'impostazione adottata da Australia, Nuova Zelanda ed altri Paesi<sup>39</sup>, è stata prevista la sospensione della regola del *wrongful*

*trading* in modo che non possa imputarsi agli amministratori l'aggravamento del dissesto per aver protratto artificiosamente la vita dell'impresa in situazione di insolvenza nel periodo della pandemia<sup>40</sup>.

Come è stato evidenziato, il Decreto Liquidità non incide sulla realtà fattuale sottostante delle imprese bensì vengono disciplinate mediante «finzioni» le conseguenze dell'inevitabile deterioramento patrimoniale e finanziario delle imprese dovuto alla pandemia al fine di evitare l'apertura di procedure di massa (liquidatorie e concorsuali) che avrebbero maggiori costi rispetto ai benefici che potrebbero arrecare in questo momento<sup>41</sup>. Ed alla improcedibilità delle istanze di fallimento non viene fatta corrispondere la sospensione della *automatic stay*. Tale possibilità è ammessa solamente dal CcI nella parte ancora non vigente che prevede, nel contesto del procedimento a contraddittorio pieno, all'art. 55 la possibilità per il tribunale di modificare o revocare il decreto con cui dichiara sospese le azioni esecutive

<sup>38</sup> Cfr. A. Dolmetta, U. Malvagna, P. Spolaore, S. Giacomini (a cura di), *Covid-19: le disposizioni della legge tedesca*, in «www.dirittobancario.it», 2020.

<sup>39</sup> I Paesi anglosassoni hanno adottato una disciplina emergenziale tesa a configurare una *safe harbor rule* a favore degli amministratori a decorrere dal 25 marzo 2020. Cfr. L. Conway, *Coronavirus: Changes to Insolvency Rules to Help Business*, House of Commons Library, Briefing Paper 8877, 31 March 2020; cfr. anche A. Licht, *What's so Wrong with Wrongful Trading? – On suspending Director Liability during the Coronavirus Crisis*, OBLB post, 9 April 2020.

<sup>40</sup> Scelta replicata anche dalla Russia. Cfr. K. Karadelis K. (2020), *UK Joins other Nations in Suspending Wrongful Trading*, in «Global Restructuring Review», 30 marzo 2020.

<sup>41</sup> Cfr. M. Ventoruzzo, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19*, in corso di pubblicazione sulla rivista «Le Società», 2020 consultato per gentile concessione dell'Autore prima della pubblicazione cui adde a M. Spiotta, *La (presunzione di) continuità aziendale al tempo del Covid-19*, in M. Irrera (a cura di), *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, I Quaderni di RES, 3, 2020, p. 37.

individuali, in linea con l'art. 6, par. 9, della Direttiva UE 2019/1023<sup>42</sup>.

Tuttavia, la dottrina citata non manca di osservare come dietro a tale approccio si celino i rischi di falsi positivi ovvero veri positivi e che dietro la finzione di ultrattività della continuità aziendale possano annidarsi condotte gestorie ancor più lesive o peggio, la normativa emergenziale possa rappresentare il pretesto per una non corretta gestione imprenditoriale e societaria. Il dubbio è acuito dall'ambiguità della norma che, nel fare riferimento al bilancio in corso al 31.12.2020 al fine della valutazione delle voci del bilancio secondo prospettiva di continuità aziendale (nonostante la situazione di crisi o insolvenza dovuta alla pandemia), presuppone che la continuità sussistesse sulla base del bilancio «chiuso» anteriormente al periodo pre pandemia (23.02.2020)<sup>43</sup>.

Invero, la sospensione degli obblighi conseguenti alla riduzione-

perdita del capitale sociale nonché all'accertamento della causa di scioglimento di cui all'art. 2484, comma 1, comma 4, c.c. non costituisce una novità assoluta in quanto tale previsione normativa era già codificata nella disciplina del concordato preventivo e di omologazione degli accordi di ristrutturazione dei debiti dall'art. 182-*sexies* l.f. (disposizione peraltro ripresa dall'art. 89 CcII)<sup>44</sup>.

La *ratio* della estensione a tutte le imprese di tale regime di sospensione assume una valenza ancor più forte in quanto essa consente anche alle imprese *in bonis* (*rectius*: che non hanno ancora fatto ricorso a procedure concorsuali) di poterne usufruire.

Da tale disposizione deriva la considerazione in merito alla sempre maggiore perdita di rilevanza in sé del capitale sociale come presidio di tutela per i creditori sociali ma si tratta di dibattito che, per la sua importanza ed attualità, non è possibile riprendere in questa sede<sup>45</sup>. Ba-

<sup>42</sup> Gli Stati membri provvedono affinché l'autorità giudiziaria o amministrativa possa revocare una sospensione delle azioni esecutive individuali nei casi seguenti:

a) la sospensione non soddisfa più l'obiettivo di agevolare le trattative sul piano di ristrutturazione, ad esempio se risulta evidente che una parte di creditori che ai sensi del diritto nazionale può impedire l'adozione del piano di ristrutturazione non appoggia la continuazione delle trattative;

b) su richiesta del debitore o del professionista nel campo della ristrutturazione;

c) ove previsto dal diritto nazionale, se uno o più creditori oppure una o più classi di creditori sono o sarebbero ingiustamente pregiudicati dalla sospensione delle azioni esecutive individuali; oppure

d) laddove previsto dal diritto nazionale, se la sospensione comporta l'insolvenza di un creditore.

<sup>43</sup> Cfr. A. Guiotto, *La temporanea sospensione del giudizio sulla continuità aziendale nel bilancio d'esercizio*, in «Il Fallimento», 2020, pp. 603 ss. ove l'Autore precisa che il riferimento temporale non può che attenersi all'esercizio sociale chiuso anteriormente al periodo dell'emergenza pandemica. Le valutazioni delle poste vanno effettuare in via prospettica con le risultanze del bilancio al 31.12.2019.

<sup>44</sup> Cfr. G. D'Atorre, *Disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale ed obblighi degli amministratori di società in crisi*, in «Il Fallimento», 2020, pp. 597 ss.

<sup>45</sup> Si rinvia agli scritti di L. Enriques, J.R. Macey, *Creditors versus Capital Formation: The Case against the European Capital Rules*, in «Cornell L. Rev.», 86, 2001, p. 1165; L. Enriques, *Capitale*

sti solo osservare che la svalutazione del capitale sembra ormai costituire un *trend* crescente come dimostrano le scelte legislative adottate recentemente nel senso della sempre maggiore riduzione dell'entità del capitale sociale minimo sia per le società per azioni che per le S.r.L. (ed in particolare per le *start up*, PMI, S.r.L.s).

Ma i provvedimenti assunti dovrebbero comportare l'esenzione da responsabilità degli organi sociali per gli omessi adempimenti relativi alla regola «ricapitalizza o liquida» di cui agli art. 2446, 2447 e 2482-ter c.c. ovvero allo stesso accertamento della causa di scioglimento della società. Viene attuata una sorta di presunzione *ope legis* di continuità aziendale con riferimento all'esercizio sociale 2020 che consente di adottare, in ogni caso, in conformità all'art. 2423-bis, comma 1, n. 1 c.c. i criteri di redazione del bilancio d'esercizio secondo continuità anziché adottando i criteri di liquidazione.

Il terzo pilastro su cui poggiano le modifiche del diritto societario concerne la sospensione della regola della postergazione dei finanziamenti soci e dei soggetti esercenti attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2467 c.c. e 2497-quinquies c.c.

Anche in questo caso la norma è mutuata dal diritto fallimentare ed

in particolare dall'art. 182-*quater* l.f. volta a incentivare i soci a finanziare l'impresa senza incorrere nella postergazione del credito<sup>46</sup>.

Gli interventi emergenziali sinora adottati appaiono insufficienti a contenere gli effetti che il *lockdown* sta provocando sul tessuto economico produttivo delle imprese italiane. Il *leitmotiv* della disciplina in esame appare caratterizzato dalla sospensione dei doveri degli amministratori in relazione agli obblighi di conservazione del capitale sociale e dei criteri di redazione del bilancio ma la disciplina in esame non interviene affatto su meccanismi di tutela della liquidità quale presidio della continuità aziendale.

Le misure di diritto societario previste relative alla conservazione del capitale sociale ed alla sospensione degli obblighi di accertamento della causa di scioglimento dovuta alla perdita del capitale sociale non fanno altro che procrastinare l'emersione dell'insolvenza a data successiva all'emergenza senza incidere minimamente sulla ricerca di un equilibrio finanziario nella fase attuale.

Ciò avviene a fronte di un oggettivo aggravamento dell'esposizione debitoria delle imprese in presenza di misure che in prevalenza non pre-

*sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in «Giurisprudenza commerciale», 2005, pp. 607 ss.; F. Denozza, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, cit.)*, in «Giurisprudenza commerciale», 2002, p. 585.

<sup>46</sup> Ma cfr. M. Venturuzzo, *op. cit.* il quale evidenzia come possano nutrirsi dubbi circa l'idoneità della disposizione dell'art. 8 del Decreto Liquidità a conseguire l'effetto di pregiudicare le ragioni dei creditori rispetto ai soci ed ottenere un effetto contrario a quello desiderato. L'Autore in generale ritiene che costituisca elemento fondamentale anche durante l'emergenza la fiducia dei creditori che non può essere delusa da comportamenti opportunistici dell'imprenditore.

vedono forme di sostegno a fondo perduto e che rendono macchinoso l'accesso al credito (v. infra). Inoltre, la sospensione degli obblighi relativi alla conservazione dell'integrità del capitale sociale di cui agli artt. 2446, 2447 e 2482-ter c.c., attenendo anche alle perdite precedenti che si manifestino nel periodo emergenziale, di fatto decreta la proroga artificiosa della vita delle società già in crisi<sup>47</sup>.

Appare sorprendente che il legislatore si sia limitato a posticipare l'entrata in vigore del CcII senza adottare una strategia legata, viceversa, all'utilizzo di alcuni degli strumenti di nuovo conio che potrebbero garantire da subito una gestione idonea ad evitare l'insolvenza.

La prevenzione dell'insolvenza che rappresenta il perno su cui poggia l'architettura del CcII dovrebbe dare immediato accesso agli strumenti di pianificazione (finanziaria ed industriale) racchiusa nei *recovery plans* e nel sostegno finanziario infragruppo dei gruppi societari. Ciò a maggior ragione se, come si ritiene, sarà inevitabile un controllo pubblico sulle imprese finanziate con garanzia dello Stato.

È necessaria, invece, una disciplina emergenziale di diritto concorsuale<sup>48</sup> che non si sostanzia solamente nella indiscriminata «ibernazione» delle istanze di fallimento o dei doveri degli amministratori di accedere ad una procedura concorsuale o nella moratoria dei debiti e nel sostegno ai livelli occupazionali (sulla scia italiana anche Austria Germania Grecia Polonia e Spagna). Bisogna, viceversa, intervenire incentivando da subito misure di preparazione della crisi mediante *team* specializzati alla redazione di piani di risanamento ed industriali anche ricorrendo a forme di controllo pubblico temporanee della gestione delle imprese (soprattutto in presenza di finanziamenti garantiti dallo Stato). In questo senso, come ha puntualmente evidenziato la dottrina, il legislatore in sede di conversione del Decreto Liquidità ha anticipato alla fase di pre concordato la possibilità di rinuncia da parte del debitore per consentire di programmare la gestione della crisi attraverso anche la «fuoriuscita» dal controllo del tribunale e mediante l'utilizzo dei piani attestati di risanamento<sup>49</sup>.

Non si tratta, come correttamente osservato, di focalizzare gli interventi

<sup>47</sup> Cfr. G. D'Atorre, *Disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale ed obblighi degli amministratori di società in crisi*, in «Il Fallimento», 2020, p. 97.

<sup>48</sup> Cfr. G.J. Boon, *COVID-19 Crisis Requires Legislators to Adapt Insolvency Legislation*, in *The COVID-19 Pandemic and Business Law: A Series of Posts from the Oxford Business Law Blog*, consultabile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>49</sup> Cfr. S. Ambrosini, *La rinuncia al concordato preventivo dopo la legge (n. 40/2020) di conversione del «Decreto liquidità»: nascita di un «ircocervo»?», articolo consultabile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2020. Secondo l'Autore dal sistema delineato si ricava la conferma che il deposito di un piano attestato di risanamento (o di un accordo di ristrutturazione da omologare) costituisce l'unico modo, diverso dal piano concordatario, con cui il debitore che voglia scongiurare il proprio fallimento è in grado di ottenere la declaratoria di improcedibilità senza ulteriori «attivazioni» da parte del tribunale.*



sull'accertamento dei presupposti dell'insolvenza che poco gioverebbe al sistema produttivo, condannando alla liquidazione (senza peraltro *chances* di offerta sul mercato) le imprese bensì di programmare l'insolvenza che si manifesterà all'esito del periodo emergenziale secondo l'impostazione del CcII e delle direttive comunitarie (BRRD-Direttiva sulla ristrutturazione precoce delle imprese)<sup>50</sup>.

L'urgenza di un tempestivo ed adeguato sostegno finanziario non pare essere soddisfatta neppure dal Decreto Cura Italia (decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18, coordinato con la legge di conversione 24 aprile 2020, n. 27) che seppure opportunamente sia intervenuto stabilendo che *a*) per le aperture di credito a revoca e per i prestiti accordati a fronte di anticipi su crediti esistenti alla data del 29 febbraio 2020 o, se superiori, a quella di pubblicazione del presente decreto, gli importi accordati, sia per la parte utilizzata sia per quella non ancora utilizzata, non possano essere revocati in tutto o in parte fino al

30 settembre 2020; *b*) per i prestiti non rateali con scadenza contrattuale prima del 30 settembre 2020 i contratti sono prorogati, unitamente ai rispettivi elementi accessori e senza alcuna formalità, fino al 30 settembre 2020 alle medesime condizioni; *c*) per i mutui e gli altri finanziamenti a rimborso rateale, anche perfezionati tramite il rilascio di cambiali agrarie, il pagamento delle rate o dei canoni di leasing in scadenza prima del 30 settembre 2020 è sospeso sino al 30 settembre 2020 ed il piano di rimborso delle rate o dei canoni oggetto di sospensione è dilazionato, unitamente agli elementi accessori e senza alcuna formalità, secondo modalità che assicurino l'assenza di nuovi o maggiori oneri per entrambe le parti; è facoltà delle imprese richiedere di sospendere soltanto i rimborsi in conto capitale.

Il tema, come è stato opportunamente rilevato da Banca d'Italia, diviene quello della capacità prospettica delle imprese di rimborsare i finanziamenti<sup>51</sup> soprattutto allorché essendo la garanzia dello Stato a

<sup>50</sup> Cfr. S. Ambrosini, *La «falsa partenza» del codice della crisi, le novità del decreto liquidità e il tema dell'insolvenza incolpevole*, articolo reperibile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2020.

<sup>51</sup> Cfr. G. Gobbi, F. Palazzo, A. Segura, *Le misure di sostegno finanziario alle imprese post-Covid-19 e le loro implicazioni di medio termine*, 2020, articolo reperibile su <https://www.banccaditalia.it/media/notizie/2020/Gobbi-et-al-15042020.pdf>. Alla scadenza di un prestito erogato grazie alla possibilità di avvalersi della garanzia pubblica, la banca avrà minori convenienze a rinnovarlo se la nuova erogazione non godrà più di questo beneficio (o ne godrà in misura minore). In altri termini, alla scadenza del prestito la banca preferirà non rinnovarlo più se i vantaggi economici derivanti dalla continuazione della relazione creditizia in assenza di una garanzia pubblica sarà inferiore al valore di recupero del credito, un valore pari almeno all'importo garantito. Di conseguenza, più alta sarà la quota del prestito assistito dalla garanzia pubblica, maggiore sarà l'incentivo della banca, *ceteris paribus*, a non rinnovarlo successivamente. L'introduzione delle garanzie pubbliche sui prestiti configurano quindi l'esistenza di un *trade-off* tra l'immediata disponibilità di credito per le imprese e l'incentivo futuro delle banche a interrompere l'erogazione dei prestiti. Tale incentivo è più rilevante nel caso delle imprese più rischiose e meno profittevoli per la banca.

termine, alla scadenza le banche saranno indotte a non rinnovarli. Come vedremo anche gli altri meccanismi di finanziamento previsti dalla normativa emergenziale, qualora effettivamente accessibili alle imprese, soprattutto medio piccole, determinano l'insorgenza di debiti ulteriori di difficile sostenibilità ed a cui corrisponde un non adeguato apporto di liquidità idoneo alla prosecuzione delle attività d'impresa.

Il Decreto Liquidità, nel profilare diverse forme di finanziamento, non sembra affatto derogare ai requisiti di vigilanza prudenziale stabiliti da Basilea 3 come recepiti dall'ordinamento italiano in materia di valutazione del rischio di credito. Il che si riverbera nella stessa possibilità di accesso al credito e nei costi destinati a scontare il rischio di insolvenza delle imprese beneficiarie<sup>52</sup>.

Il timore concreto è che tali forme di prestito vengano da subito classificate come non performanti ma anche quello che il rischio di credito impatti a tal punto sul «costo» del prestito da determinare in maniera negativa la possibilità di accedervi in quanto non sostenibile. Senza parlare delle ricadute che la massiva iniezione di liquidità avrà sul mercato stesso del credito e la sua tenuta conseguente all'inadempimento dell'obbligazione

restitutoria che incrementerà il valore assoluto degli NPL stravolgendo altresì le regole del mercato<sup>53</sup>.

Ed, inoltre, si pone comunque il tema della concessione abusiva del credito che non sarebbe elisa dalla garanzia dello Stato ancor più se si pensa al fatto che, come si osservava, i requisiti di vigilanza prudenziale e di rischio di credito stabiliti da Basilea 3 al momento non risultano affatto derogati anche se è in cantiere una proposta dell'EBA del 25.03.2020 finalizzata ad eliminare l'automatismo del passaggio a sofferenza dei crediti deteriorati dovuti all'emergenza COVID<sup>54</sup>.

«I debiti (assistiti da garanzie pubbliche) accesi per far fronte alla crisi da COVID-19 non saranno immediatamente ripagati al termine dell'emergenza sanitaria, aumentando quindi la leva finanziaria delle imprese e la loro vulnerabilità. Esse saranno quindi anche meno capaci di intraprendere gli investimenti necessari ad accelerare la ripresa economica. Inoltre, come precedentemente argomentato, imprese più vulnerabili avranno maggiori difficoltà a rinnovare i propri prestiti garantiti dallo Stato. Risulta quindi urgente la necessità di intraprendere ulteriori misure che permettano alle imprese di ritornare in breve su livelli di indebi-

<sup>52</sup> Cfr. A. Dolmetta, *Prospettive e problemi del credito pandemico coperto da garanzia statale*, in «Rivista di Diritto Bancario», 2020, p. 255.

<sup>53</sup> V. Minervini, *Il rischio di «insolvenza diffusa». Spunti di riflessione per la «fase 2» (e una proposta operativa)*, in «Il Caso», 936, 2020; cfr. anche M. Libertini, *op. cit.*

<sup>54</sup> Cfr. sempre G. Corno, L. Panzani, *op. cit.* Cfr. EBA, *EBA Provides Clarity to Banks and Consumers on the Application of the Prudential Framework in Light of COVID-19 Measures*, 25 March 2020, in [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu).

tamento prossimi a quelli precedenti alla crisi da COVID-19».

Riguardo alle misure speciali dettate dal Decreto Liquidità con riferimento alle procedure di concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione dei debiti l'art. 9 prevede (i) la proroga *ex lege* di sei mesi dei termini di adempimento dei concordati ed accordi già omologati i cui termini per l'adempimento siano in scadenza nel periodo ricompreso tra il 23 febbraio 2020 ed il 31.12.2020; (ii) la facoltà per il debitore, per le procedure già pendenti alla data del 23 febbraio 2020 e la cui data di udienza per l'omologazione non si sia ancora tenuta e prima di essa di richiedere al Tribunale un termine non superiore a 90 giorni per il deposito di una nuova domanda o di un nuovo piano.

La *ratio* delle disposizioni, come rilevato dalla dottrina<sup>55</sup>, risiede nella non più attuabilità dei piani e delle proposte già presentate per effetto dell'emergenza COVID-19; quasi ad evocare una impossibilità sopravvenuta della prestazione ancorata ad un evento individuato *ex lege* e che consente di rideterminare contenuti e termini della proposta ai creditori. Il termine di 90 giorni decorre dal decreto del Tribunale che lo accorda e non è prorogabile e l'istanza è inammissibile allorché i creditori si siano già espressi sulla precedente proposta concordataria pur senza il raggiungimento della maggioranza.

L'art. 9 avrebbe dovuto, ad avviso di chi scrive, tener conto, altresì, del caso in cui, con riferimento alla precedente domanda anche in bianco, siano stati accertati atti di frode da parte del tribunale: il che dovrebbe escludere il debitore dal beneficio dei termini di grazia previsti dalla normativa emergenziale.

Al di là della sospensione della regola della postergazione dei finanziamenti anche infragruppo non viene replicata sul modello della disciplina del TUB (in recepimento della BRRD) alcuna forma di sostegno finanziario infragruppo nonostante anche il Decreto Rilancio, ai fini dell'accesso alla finanza garantita dallo Stato, presupponga criteri di calcolo su base consolidata.

Anche in sede emergenziale è imprescindibile che il legislatore intervenga rispetto agli istituti del diritto concorsuale sia per raccordare la nozione di insolvenza c.d. incolpevole alla pandemia e giustificare l'improcedibilità delle istanze di fallimento; sia per rendere compatibile il sistema concorsuale con le esigenze di protezione dei nuovi creditori (che l'impianto delle azioni revocatorie per la maggior tutela dell'imprenditore a seguito del suo oggettivo depotenziamento non è in grado di garantire)<sup>56</sup>.

Viceversa, nulla viene detto in merito alla sorte delle azioni revocatorie ed alla necessità che venga eliminata nel periodo di riferimento la

<sup>55</sup> Cfr. S. Ambrosini, *op. cit.*

<sup>56</sup> Cfr. M. Libertini, *op. cit.*

presunzione della *scientia decotionis* soprattutto allorché le imprese debitorie tenteranno, qualora possibile, di rientrare delle esposizioni debitorie pregresse verso i creditori forti anche grazie alla finanza emergenziale per accedere a nuove forme di finanziamento. E va da sé anche che il tema della *par condicio creditorum* in questa fase non possa essere considerato alla stregua nel normale corso del *business*: diversamente si assisterebbe ad un trattamento favorevole del debitore e dei creditori anteriori rispetto ai creditori le cui ragioni sorgono per effetto della pandemia e della finanza erogata in forza della disciplina speciale<sup>57</sup>.

Le misure a favore della continuità aziendale previste nel CCII andrebbero attuate da subito: non solo le procedure di composizione amministrata della crisi ma ci si riferisce anche alla possibilità, come ben evidenziato, di ricorrere a forme di amministrazione controllata temporanea dell'impresa per traghettare le imprese in questa fase anche mediante l'utilizzo «adattato» del concordato in bianco ed attribuendo maggiori poteri «d'impresa e gestori» al commissario giudiziale come sta accadendo negli USA in cui il diritto concorsuale

sta giocando un ruolo importante per fronteggiare la crisi da COVID-19<sup>58</sup>.

## 5. L'impatto della disciplina emergenziale sulle PMI

Le PMI che rappresentano circa l'80% del tessuto economico italiano già per effetto delle precedenti crisi finanziarie e dell'innalzamento dei requisiti di merito creditizio dovuti a Basilea si erano viste contrarre il volume dei prestiti bancari con una riduzione del 10% tra il 2011 ed il 2019<sup>59</sup>.

Si osserva che il numero delle PMI italiane che operano senza indebitamento verso le banche è aumentato dal 2012 al 2018 da 40 mila a 65 mila unità (+51%) mentre le imprese che ricorrono in misura poco significativa al credito (con indebitamento verso le banche inferiore del 10% dell'attivo) nello stesso periodo di riferimento si attesta su 94 mila unità (+34%).

La contrazione del ricorso al credito bancario ha determinato un incremento della capitalizzazione delle imprese (+63% PMI e +44% grandi società nel periodo 2007-2018). E, nonostante la riduzione della redditività delle imprese, esse hanno accresciuto il *cash flow*.

<sup>57</sup> Cfr. A. Gurrera-Martinez, *op. cit.* secondo il quale non è possibile in tempo di pandemia garantire una protezione dei creditori privilegiati i quali potrebbero recuperare o assorbire le perdite dovute alla finanza «a fondo perduto» attraverso altri meccanismi compensativi.

<sup>58</sup> Cfr. R. Squire, *Us Airlines Don't Need a Bailout to Stay in Business*, in «Washington Post», 22 March 2020, reperibile sul sito [www.washingtonpost.com/opinions/2020/03/22.V](http://www.washingtonpost.com/opinions/2020/03/22.V); v. anche A. Gurrera-Martinez, *Insolvency Law in Times of COVID-19*, in *Ibero-American Institute for Law and Finance*, Working Paper, 2, 2020, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), che evidenzia anche i limiti del diritto concorsuale per effetto dei costi di procedura, per la necessità di liquidità per riattivare le attività produttive e per l'inefficienza del sistema concorsuale ad evidenziare le imprese il cui stato di distress dipenda dalla pandemia rispetto a quelle prive di ogni prospettiva di salvataggio.

<sup>59</sup> Cfr. CERVED, *Nessuna impresa deve fallire per il COVID-19*, cit.

Gli scenari legati al protrarsi del *lockdown* ed alle sue conseguenze tuttavia appaiono severi: in caso di riapertura delle attività entro giugno 2020 le imprese italiane perderebbero il 7,4% dei propri ricavi nel 2020 per poi avere una ripresa del 9,6% nel 2021. Nel caso di protrazione del blocco sino alla fine del 2020 la perdita dei ricavi sarebbe del 17,8% con ripresa nel 2021 che sarebbe insufficiente raggiungere i livelli pre pandemia.

Secondo le stime di Confindustria i rischi di insolvenza per effetto della pandemia potrebbero raggiungere livelli considerevoli: dal 17 al 35% di cui dal 10,5% al 28% per le piccole imprese, dal 7% al 22% per le medie imprese e dal 4,4% al 13,1% per le imprese di maggiore dimensione.

A soffrire l'attuale situazione sono in particolare le imprese *start up* che rischiano di essere sopraffatte dai costi fissi di gestione con una contrazione significativa del valore di produzione e conseguente impatto sulla liquidità immediata e la capacità di sopravvivenza stessa dell'impresa.

Le PMI sono i soggetti che rischiano maggiormente di essere ta-

gliate fuori dai meccanismi di aiuti (*rectius*: di garanzia dello Stato per accesso al credito) a causa della stringenza dei requisiti di vigilanza prudenziale previsti da Basilea a cui non corrisponde all'attualità la previsione di alcuna *safe harbor rule* per gli amministratori delle banche e società finanziarie nell'accordare credito al di fuori dei rischi di credito ponderati<sup>60</sup>.

È chiaro che di fronte a scenari del genere l'unica risposta efficiente è rappresentata da massive immisioni di liquidità alle imprese anche in deroga ai trattati comunitari in materia di aiuti di Stato ed interventi pubblici nell'economia<sup>61</sup>.

Ebbene, l'utilizzo di risorse pubbliche a sostegno di un'impresa impone necessari correttivi ai meccanismi di *governance* per effetto del controllo dello Stato sulla capacità dei soggetti destinatari della nuova finanza di rimborsare il debito. Questo significa che lo Stato erogatore entra nella *governance* come finanziatore diretto o come garante delle banche a cui viene affidata la gestione della liquidità immessa dal circuito europeo<sup>62</sup>. La questione appare complessa perché implica una valutazione del

<sup>60</sup> Cfr. A. Kuckertz, L. Brändle, A. Gaudig, S. Hinderer, C.A. Morales Reyes, A. Prochotta, K. Steinbrink, E.S.C. Berger, *Startups in Time of Crisis – A Rapid Response to the COVID-19 Pandemic*, in «Journ. Bus. Venturing Insights», 2020, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>61</sup> Sul tema v. V. Cerulli Irelli, *L'amministrazione «costituzionalizzata» e il diritto pubblico della proprietà dell'impresa*, Torino, Giappichelli, 2019, p. 338.

<sup>62</sup> Cfr. P. Riva, R. Provasi, *La complessità rapporto banca impresa nel post «terremoto COVID-19». Una lezione dal passato: «Titan» Amadeo P. Giannini*, in corso di pubblicazione su «Banca Impresa e società», e consultato per cortese concessione degli Autori. Secondo gli Autori non è stata una erogazione diretta di liquidità, bensì una stimolazione dell'erogazione del credito bancario mediante la concessione di garanzie con fondi ed enti parastatali a favore delle banche e delle imprese finanziarie stesse a condizioni particolarmente favorevoli. La partecipazione delle banche all'effettiva realizzazione delle misure predisposte nel cosiddetto Decreto Liquidità ha base e natura volontaria.

tutto innovativa anche del ruolo degli organi delle procedure concorsuali, in particolare del commissario giudiziale nel concordato preventivo a cui potrebbe essere persino affidata una posizione di gestore dell'impresa in funzione di garanzia.

Ma si pone, indubbiamente preliminarmente, il problema della compatibilità di tali forme di assistenza con il diritto dell'Unione europea in materia di aiuti di Stato. Gli interventi sopra illustrati ricevono una copertura normativa rappresentata dalla deroga ai divieti di aiuti di Stato in ossequio alla Comunicazione della Commissione europea del 19 marzo 2020 C(2020) 1863 *final* relativa al «Quadro temporaneo per le misure di aiuti di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19» (c.d. *Temporary framework* che è stato esteso dapprima esteso con Comunicazione del 3 aprile 2020 C(2020) 2215 e successivamente con la Comunicazione dell'8 maggio 2020 C(2020) 3156)<sup>63</sup>.

La Commissione europea, a norma dell'art. 107, par. 3, lett. b), TFUE<sup>64</sup> ha autorizzato gli Stati membri ad intervenire fino ad un valore nominale di euro 800.000 per ciascuna impresa mediante prestiti a tasso zero garanzie su prestiti che coprano il 100% del rischio o apporti a titolo

di capitale. L'intervento europeo si è spinto fino a sostenere aiuti alla ricapitalizzazione a favore delle società non finanziarie.

La flessibilità del quadro di riferimento in materia di aiuti di Stato è stata parallelamente accompagnata, pressoché contestualmente, alla proposta della Commissione di attivazione della clausola di salvaguardia generale del patto di stabilità e crescita (Psc) – ai sensi della quale è consentito, in caso di grave recessione economica per la zona euro, o UE nel suo complesso, la sospensione o l'aggiustamento di bilancio, al fine di consentire la necessaria flessibilità alle politiche di bilancio nazionali.

Lo scorso 2 aprile 2020, la Commissione ha avanzato la nuova iniziativa «SURE» (acronimo di «Sostegno per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza»), finalizzata a proteggere anche i posti di lavoro esistenti e a sostenere più direttamente le famiglie.

Nel contempo, ha proposto di reindirizzare tutti i fondi strutturali disponibili per rispondere all'emergenza dettata dalla pandemia, con la rinuncia per l'anno 2020 agli obblighi di restituzione di prefinanziamenti non spesi provenienti dai fondi «SIE»<sup>65</sup> attualmente detenuti dagli Stati membri.

<sup>63</sup> V. N. Michieli, *Il «controllo» dello Stato dell'impresa nella disciplina emergenziale Covid-19*, 2020, Working Paper consultato per gentile concessione dell'Autrice.

<sup>64</sup> Il riferimento è al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea da ultimo modificato dall'articolo 2 del Trattato di Lisbona del 13 dicembre 2007 e ratificato dall'Italia con legge 2 agosto 2008, n. 130, su «G.U.» n. 185 dell'08.08.2008 – Suppl. ordinario n. 188.

<sup>65</sup> Il riferimento è a cinque fondi attraverso cui l'Unione europea intendete promuovere la coesione economica, sociale e territoriale: il Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR); il Fondo sociale europeo (FSE); il Fondo di coesione (FC); il Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale (FEASR); il Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca (FEAMP).

Il 6 aprile 2020 la Commissione ha annunciato la concessione di 1 miliardo di euro dal Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) a titolo di garanzia per il Fondo europeo per gli investimenti (FEI), parte del Gruppo Banca europea per gli investimenti. In tale modo, il FEI viene abilitato a fornire garanzie speciali per incentivare le banche e altri finanziatori a fornire liquidità, per un importo disponibile stimabile in 8 miliardi di euro a favore delle PMI e piccole imprese a media capitalizzazione europee colpite dalle conseguenze economiche della pandemia di coronavirus.

Con il fine di mantenere la liquidità del settore finanziario ed assicurare condizioni di finanziamento che sostengano tutti i settori dell'economia, il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea ha approntato un programma temporaneo di acquisto di titoli del settore privato e pubblico chiamato «Programma di acquisto per l'emergenza pandemica» (*Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP*), con una dotazione finanziaria iniziale di 750 miliardi di euro. Il 4 giugno 2020 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di implementare le risorse del PEPP di ulteriori 600 miliardi di euro. Il programma PEPP si aggiunge ai 120 miliardi di euro già stanziati per ulteriori acquisti netti di attività del settore privato.

Il programma è temporaneo e rimarrà in vigore almeno fino alla fine di giugno 2021.

Il 16 marzo il gruppo della Banca europea per gli investimenti ha poi proposto un piano per mobilitare fino a 40 miliardi di euro di finanziamenti, che saranno utilizzati per prestiti ponte, sospensioni dei debiti e altre misure intese ad alleviare la situazione di liquidità e i vincoli in materia di capitale circolante per le PMI e le imprese a media capitalizzazione<sup>66</sup>.

Il Decreto Liquidità ha attivato un sistema di garanzie per le imprese per 400 miliardi di euro attraverso il Fondo Centrale di Garanzia per le PMI con meno di 500 dipendenti o attraverso SACE<sup>67</sup>.

Gli strumenti messi a disposizione sono alquanto diversificati e vanno dall'erogazione di €25.000 elargibili senza istruttoria (Fondo Centrale di Garanzia), per le imprese con meno di 3,2 milioni di fatturato fino ad un quarto del fatturato 2019 garantito al 90% dallo Stato e al 10% da CONFIDI, fino a 5 milioni con garanzia statale del 90% (Fondo centrale di garanzia) e fino al massimo del 25% del fatturato e il doppio del costo del lavoro con garanzia statale al 90% SACE. In ogni caso, lo Stato interviene come garante, pur senza apportare direttamente alle banche la provvista del

<sup>66</sup> Per una disamina delle iniziative della UE per fronteggiare la pandemia da COVID-19, si rinvia alla *Nota su Atti UE* n. 44/12 (L'epidemia COVID-19 e l'Unione europea – aggiornata al 22 giugno 2020) del Servizio Studi del Senato, nonché alle recenti proposte della Commissione europea.

<sup>67</sup> Cfr. CERVED, *La finanza agevolata e le imprese di fronte al COVID-19*, aprile 2020. Cfr. sul tema M. Palmieri, F. Vella, *Rilancio: poco tempo per ricapitalizzare le PMI*, 2020, in <https://www.lavoce.info/archives/67322/rilancio-poco-tempo-per-ricapitalizzare-le-pmi/>.

finanziamento erogato (con conseguente accollo da parte delle banche del costo dell'approvvigionamento che in qualche maniera viene ricaricato sui soggetti finanziati) in misura totale o parziale verso le banche erogatrici il credito secondo un *climax* ascendente ancorato alla dimensione del finanziamento erogato (grandi finanziamenti con garanzia SACE previsti dall'art. 1 fino ai finanziamenti di fascia più bassa alle PMI garantiti dal Fondo di garanzia per le PMI art. 13, comma 1, lett. m)<sup>68</sup>.

Ma tali forme di intervento non impatteranno poco sull'indebitamento e sulla capacità futura di tali imprese di rimanere sul mercato. E non è neppure scontato che i beneficiari possano accedere a tali finanziamenti dal momento che, come autorevolmente rilevato, il Decreto Liquidità non incide sulla libertà contrattuale delle parti ed in particolare delle banche con la conseguenza che il sostegno finanziario ha sempre base volontaristica. Ciò induce a domandarsi se il sistema emergenziale non configuri, al contrario, ennesima forma di protezione della stabilità del sistema bancario<sup>69</sup>.

Anche perché la tecnica normativa adottata è ambigua: si pensi al fatto che la garanzia prestata dallo Stato pur essendo a prima richiesta non è «senza eccezioni» secondo lo schema del contratto autonomo di garanzia ed anche la clausola legale di irrevocabilità può subire mitigazioni sfavorevoli all'andamento del rapporto tra banca e beneficiari.

Altro tema è la destinazione specifica del finanziamento e della garanzia statale (per l'emergenza COVID-19) che potrebbe avere serie ricadute sulla responsabilità pre contrattuale e contrattuale della banca erogante qualora, viceversa, il finanziamento venisse utilizzato per rientrare di passività pregresse originate da altro titolo o causa.

Un elemento di criticità consiste nella limitazione della garanzia dello Stato e della correlazione tra capitale garantito e capitale non garantito nella decisione della banca erogante di accendere i finanziamenti in quanto la prima è subordinata alla seconda. Il il Decreto Liquidità non ammette, infatti, la concessione di finanziamenti garantiti se non in presenza dell'erogazione da parte

<sup>68</sup> Cfr. A. Dolmetta, *op. cit.*, p. 58 il quale sottolinea «Com'è palese, la struttura di questa idea riposa su "schemi base" già ampiamente collaudati: quale, in particolare, quello contenuto nel d.lgs. n. 123/1998 (e modifiche successive), di razionalizzazione degli interventi pubblici a sostegno delle imprese (peraltro, il Decreto Liquidità, pur in premessa sottolineando la "specializzazione acquisita" da Sace, non fa riferimento a tale presidio legislativo); quale, altresì, quello predisposto per l'operatività del Fondo gestito dal Mediocredito Centrale, sulla base della legge n. 662/1996, art. 2 comma 100 (che è invece richiamata dalla nuova legge)».

<sup>69</sup> Cfr. sempre A. Dolmetta, *op. cit.* anche se l'Autore propende per la tutela dei soggetti finanziati stante la natura eccezionale e straordinaria degli interventi messi a punto dal governo anche in ossequio al principio costituzionale di solidarietà sancito dall'art. 2, Cost il quale recita «la Repubblica riconosce i diritti inviolabili dell'uomo, sia come singolo, sia nelle formazioni sociali ove si svolge la sua personalità, e richiede l'adempimento dei doveri inderogabili di solidarietà politica, economica e sociale».



delle banche dell'importo totale (comprensivo anche della parte non garantita).

In ogni caso il debitore si trova esposto al concorso dello Stato e della banca erogante in sede esecutiva e fallimentare sui propri beni in caso di insolvenza.

Di qui la necessità di ipotizzare strumenti alternativi agli interventi di Stato o garantiti da enti pubblici al fine di evitare che la situazione attuale non faccia altro che peggiorare la condizione di indebitamento delle imprese portandole all'insolvenza conclamata in un periodo di breve termine.

Le PMI necessitano di capitale di rischio anche attraverso una agevolazione delle operazioni straordinarie che garantiscano la continuità anche indiretta e l'accesso al capitale, in deroga ai diritti di prelazione ed opzione dei soci. Ma tutto ciò può avvenire solo in presenza di piani industriali che incentivino gli investimenti, non senza dimenticare il ruolo fondamentale dell'organizzazione che diviene ancor più oggi elemento essenziale della gestione dell'impresa secondo il parametro dell'art. 2086 c.c. L'adeguatezza degli assetti organizzativi rappresenta non solo una clausola di salvaguardia dai rischi di insolvenza; ma anche il «marchio di qualità» dell'impresa e della sua affi-

dabilità rispetto alla stessa ambizione al finanziamento.

La transizione ad un nuovo ordine commerciale non potrà prescindere dal potenziamento degli investimenti tecnologici che si accompagna alla modernizzazione dell'approccio all'impresa che non potrà più essere caratterizzato da elementi di improvvisazione.

## **6. La necessità di un intervento del mercato a sostegno delle PMI**

Si ritiene che il mercato dei capitali possa rappresentare valida alternativa al circuito bancario per reperire finanza da parte delle PMI che strutturalmente registrano maggiori difficoltà di accesso al credito soprattutto a seguito della crisi del 2008 e della previsione di maggiori restrizioni per l'accesso al credito (*credit crunch*).

Le società bancarie e finanziarie in mancanza di *rating* delle PMI saranno del tutto riluttanti a fornire finanza, se non esponendosi anch'esse a rischi di insolvenza che la disciplina europea (Basilea 3-CRD-4-BRRD) impone di evitare nel rispetto del principio della sana e prudente gestione<sup>70</sup>.

Né l'incentivo della prededuzione potrebbe costituire una prospettiva allettante per gli organi di

<sup>70</sup> Cfr. C. Golino, *Il mercato finanziario per le piccole e medie imprese tra difficoltà della crisi economica e nuove prospettive*, Università Telematica Internazionale Uninettuno, 6 giugno 2014, consultabile all'indirizzo <http://docplayer.it/708130-Il-mercato-finanziario-per-lepiccole-e-medie-imprese-tra-difficolta-della-crisi-economica-e-nuove-prospettive-di-claudiagolino-6-giugno-2014.html>; v. anche S. Cassese, *La nuova architettura finanziaria europea*, in «Giornale di diritto amministrativo», 1, 2014, pp. 79 ss.

gestione e controllo delle banche i quali dovrebbero affrontare elevati rischi di insolvenza dei soggetti finanziati.

La necessità di favorire l'accesso ai mercati finanziari appare immediata alla luce anche dell'indebitamento ulteriore che conseguirà per effetto del «congelamento» fino al 30 settembre 2020 degli affidamenti goduti dalle imprese e la sospensione dei rimborsi dei prestiti leasing con garanzia pubblica del 33% (art. 56 Decreto Cura Italia).

In un recente studio la dottrina ha evidenziato la necessità che le PMI, proprio per evitare l'effetto dell'accumulo di indebitamento che deriverà dalla proroga delle scadenze, potenzino gli strumenti di *equity* mediante l'apporto di conferimenti a capitale di rischio<sup>71</sup>.

Per evitare scenari sistemici dovuti alle crisi bancarie che potrebbero derivare dalla concessione di prestiti una soluzione va ricercata nell'utilizzo di strumenti finanziari partecipativi (SFP) da collocare ad opera degli intermediari finanziari sui mercati e che consentano di «scaricare» sugli stessi il rischio di default delle imprese finanziate. I prestiti bancari verrebbero convertiti in strumenti finanziari partecipativi che la banca potrebbe smobilizzare sul mercato attraverso operazioni di cartolarizzazione con garanzia statale

(GACS) ovvero conferire ad un veicolo pubblico<sup>72</sup>. La banca sarebbe in grado in tal modo «raggirare» le limitazioni conseguenti alla mancanza di rating delle imprese finanziate senza alterare il rischio di credito ed i prestiti si convertirebbero solamente in caso di *default* delle imprese finanziate in SFP di *equity* o di debito con eventuale patto di riscatto da parte dell'impresa.

Nonostante lo strumento abbia innumerevoli potenzialità consentendo attraverso la cartolarizzazione dei debiti la creazione di un mercato di scambio di tali strumenti con garanzia statale, tuttavia, la perplessità è che, a fronte dell'emissione massiva di tali titoli, potrebbero intervenire meccanismi avversi di eterotutela del mercato e degli investitori nei mercati finanziari dovuti alla disciplina di *product intervention* e di *product governance* introdotta recentemente dalla MIFID 2 che consentirebbe alle autorità di vigilanza italiane ed europee di vietare *tout court* l'emissione o la circolazione di tali strumenti finanziari la cui pericolosità è rappresentata dal fatto di essere rappresentativi di quote di capitale o di debito con obblighi di rimborso correlati ad imprese già in crisi al momento dell'emissione (artt. 66-ter e 66-quarter TUF).

Inoltre, si tratta di operazione macchinosa perché comporterebbe

<sup>71</sup> Cfr. L. Stanghellini, P. Rinaldi, *Trasformazione dei prestiti COVID-19 in strumenti finanziari partecipativi (SFP). Un'idea per far ripartire il sistema delle imprese*, articolo pubblicato il 3.04.2020 e disponibile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>72</sup> Cfr. P. Rinaldi, *Idea per la ripresa, trasformiamo i prestiti COVID-19 in strumenti finanziari partecipativi*, 6 aprile 2020, articolo reperibile in [www.bebeez.it](http://www.bebeez.it).

(i) l'esposizione iniziale delle banche al di fuori del merito creditizio; (ii) la conversione dei finanziamenti in strumenti finanziari partecipativi pur sempre da collocare sul mercato a cui non corrisponderebbe un investimento sicuro sul piano della redditività vista la situazione patrimoniale sottostante; (iii) lo Stato attraverso il veicolo pubblico di collocazione avrebbe in ogni caso un ruolo sia sotto il profilo degli aiuti che della *governance*.

In assenza di una deroga normativa armonizzata e quindi valevole per tutti i mercati finanziari questa strada appare ad avviso di chi scrive difficilmente percorribile anche se certamente contribuirebbe a risolvere nell'immediato i problemi di liquidità delle imprese. Ma, come si diceva il mercato potrebbe non essere in grado di assorbire le insolvenze delle imprese finanziate.

Non si deve dimenticare, infatti, che la crisi del 2008 fu proprio innescata per effetto della traslazione del rischio dei titoli *subprime* sui mercati finanziari ove l'alta incidenza delle insolvenze legate ai mutui di acquirenti di immobili (a cui tali titoli erano collegati) determinò il crollo stesso dei mercati di tutto il mondo.

Di tale criticità sembra aver tenuto conto il legislatore il quale nel Decreto Rilancio sembra privilegiare, seppure trattandoli in maniera un po' discriminatoria, gli apporti a titolo di *equity* attraverso una pluralità di incentivi: tra cui un credito di imposta del 20% a favore dei soggetti che sottoscrivano aumenti di capitale

deliberati ed integralmente versati in misura non inferiore ad €250.000 (art. 26, comma 1, lett. c). Il vincolo partecipativo al capitale viene immobilizzato sino al 31.12.2023 senza diritto alla distribuzione di riserve pena la decadenza del beneficio. La stessa disciplina viene estesa anche agli OICR (per le gestioni in monte) su quote di nuova emissione relative alle medie imprese.

Vengono, altresì, introdotte misure per le imprese di medie dimensioni (con ricavi relativi al periodo di imposta 2019 superiore ad euro 5 mln ovvero di 10 mln per l'accesso al Fondo Patrimonio PMI e, nel caso di appartenenza ad un gruppo societario, i requisiti vengono calcolati su base consolidata) purché abbiano subito una riduzione dei ricavi a causa dell'emergenza epidemiologica rispetto allo stesso periodo di riferimento dell'esercizio 2019; una riduzione del 33% dei ricavi.

Nonostante gli incentivi agli interventi sul capitale, quantomeno per le imprese di medie dimensioni, il Decreto Rilancio in modo opposto all'idea degli SFP, sembra favorire l'emissione di titoli di debito mediante la creazione di un Fondo Patrimonio PMI (art. 26 comma 12) finalizzato a sottoscrivere entro il 31.12.2020 entro i limiti di dotazione del fondo (attualmente la capienza è di 4 mld) «obbligazioni o titoli di debito con le caratteristiche indicate ai commi 14-16».

Come preconizzato viene previsto un intervento pubblico attraverso la sottoscrizione di quote di titoli di debito da parte del Fondo (affidato

alla Agenzia nazionale per l'attrazione e gli investimenti e lo sviluppo di impresa Impresa S.p.A.-Invitalia) che sono rimborsati entro sei anni dalla sottoscrizione. Un intervento diretto dello Stato quale finanziatore delle PMI.

In caso di fallimento o accesso ad altra procedura concorsuale (art. 26, comma 14) i crediti del Fondo derivanti dalla sottoscrizione sono soddisfatti «dopo i creditori chirografari» e prima di quelli postergati ai sensi dell'art. 2467 c.c. Disposizione che appare non sensata, se non nella logica di creare una sorta di privilegio speciale a favore dello Stato, dal momento che la sottoscrizione dello strumento diverso dall'*equity* avviene chiaramente in situazione di squilibrio patrimoniale che origina *ex lege* l'obbligo di rimborso con postergazione.

Non si tratta di una scelta condivisibile perché, con riferimento alle PMI<sup>73</sup>, essa rafforza l'idea che la crisi debba essere affrontata attraverso strumenti che incrementano l'indebitamento delle imprese e per di più verso lo Stato pur posticipando attraverso meccanismi di preammortamento il rientro.

Il legislatore ha privilegiato lo strumento del debito garantito dallo Stato a cui non vengono riservate poche prerogative di *governance*: importante l'obbligo di rendicontazione periodica di cui all'art. 26, comma

15, lett. c), a favore del Gestore del Fondo a cui corrisponde il diritto di chiedere l'immediato rientro del «prestito» in presenza di irregolarità. Tali finanziamenti precludono altresì per tutta la durata del finanziamento sino al suo integrale rimborso la distribuzione di riserve o di acquisti di azioni proprie o quote e di rimborso finanziamento soci.

Le imprese potranno usufruire secondo «cup» di categoria (art. 26, comma 20) fino ad un massimale che può cumularsi con altri incentivi o aiuti di Stato sempre che siano originati dall'emergenza COVID-19.

L'idea degli SFP avrebbe consentito, mediante una apertura al mercato delle quote e degli strumenti emessi da PMI su un mercato, di puntare sull'innovazione tecnologica senza immobilizzare gli aiuti di Stato che invece non liberano risorse per investimenti in innovazione.

A parere di chi scrive, viceversa, appare necessario focalizzare l'attenzione sugli strumenti già previsti dall'ordinamento per incentivare l'accesso delle PMI ai mercati finanziari così ampliando la possibilità delle imprese strutturalmente più deboli di reperire attraverso l'offerta al pubblico di strumenti finanziari partecipativi del capitale che, anziché incrementare il debito, innalzano le voci del patrimonio netto.

La necessità di intervento del legislatore anche in relazione alla di-

<sup>73</sup> Mentre per le imprese con fatturato superiore ad euro 50 mln opera l'art. 27 del d.l. Rilancio che prevede forme di capitalizzazione attraverso il patrimonio destinato denominato Patrimonio Rilancio.

disciplina dei mercati finanziari appare opportuna per favorire la quotazione di titoli di *equity* ma anche del debito attraverso piattaforme di *fundraising*.

Come è noto il TUF prevede già la possibilità per le PMI non quotate di raccogliere capitale di rischio (azioni e quote) tramite portali attraverso piattaforme di *equity crowdfunding*<sup>74</sup>.

Con il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (Decreto Sviluppo *bis*) convertito in legge 17 dicembre 2012, n. 221 è stata dapprima introdotta una disciplina delle imprese innovative (*start up* innovative) che ha interessato i mercati finanziari permettendo anche a tali imprese di potere ottenere finanziamenti sui mercati esclusivamente con riferimento a quote del capitale di rischio. Questa possibilità è stata poi estesa anche alle PMI e quindi non solo alle *start up* e PMI innovative (che già godevano dell'estensione per effetto del d.l. n. 3/2015 convertito in legge 24 marzo 2015, n. 33) grazie alla legge di bilancio 2017<sup>75</sup>.

Con la legge di bilancio 2019 (l. 30 dicembre 2018, n. 145) l'ambito oggettivo della disciplina è stato esteso altresì anche alle obbligazioni

ed ai titoli di debito emessi da piccole e medie imprese.

La normativa di riferimento è rappresentata dall'art. 1, comma 5-*novies*, TUF e dal Reg. Consob n. 18592/2013 e più di recente dal Reg. UE 2017/1129 che prevede, in sintesi, la possibilità di costituire dei portali per la raccolta del capitale per le PMI e per le imprese sociali che abbia quale finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle PMI dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese sia con riferimento al capitale di rischio nonché per la raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle PMI.

La gestione dei portali è riservata alle SIM, banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, SGR, SICAV e SICAF ed a coloro che sono iscritti nell'albo tenuto dalla Consob che esercitano tale attività professionalmente (art. 50-*quinquies* TUF).

Il recente incremento, ma anche il successo conseguente all'utilizzo delle piattaforme telematiche per la

<sup>74</sup> Cfr. M. Mozzarelli, *L'equity crowdfunding in Italia. dati empirici, rischi e strategie*, in «Banca Borsa Titoli di credito», 5, 2019, p. 650; V. De Stasio, *Il crowdfunding*, in M. Cera, G. Presti (a cura di), *TUF. Commentario*, Bologna, 2020, pp. 2325 ss.; N. Deluca, S.L. Furnari, A. Gentile, *Equity Crowdfunding*, in *Digesto delle discipline privatistiche*, sez. comm., vol. Aggiornamento, VIII, Milanofiori Assago, 2017, pp. 158 ss.; F. Accetella, N. Ciocca, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in «Giurisprudenza commerciale», I, 2017, pp. 237 ss.; F. Macchi, *Corporate Law and Economics of Equity Crowdfunding*, in «Giurisprudenza commerciale», I, 2017, pp. 555 ss.; A. Dentamaro, «*Equity crowdfunding*», *trasferimento del controllo e strumenti a difesa dell'investitore. Qualche problema applicativo?*, in «Giustiziacivile.com» (online), 2017, pp. 1 ss.

<sup>75</sup> Cfr. O. Cagnasso, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. PMI*, Relazione tenuta al convegno *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Courmayeur, 14-15 settembre 2018. F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli Editore, 2020, pp. 387 ss.

raccolta di risparmio, ha spinto la Commissione europea a valutare la possibilità di un'ulteriore apertura per le PMI di offrire attraverso portali quote di capitale o strumenti finanziari (c.d. *lending crowdfunding*) di debito anche a livello comunitario<sup>76</sup>.

Tuttavia, è necessario un ulteriore passo in avanti al fine di sfruttare appieno le potenzialità di tale istituto anche nel contesto delle imprese in crisi ma con prospettive di recupero della continuità aziendale.

La disciplina del *crowdfunding*, se opportunamente corretta e semplificata, pur senza abdicare alle esigenze di protezione degli investitori, potrebbe agevolare anche le imprese in crisi attraverso l'utilizzo delle piattaforme telematiche per effettuare l'offerta al pubblico di sottoscrizione di azioni o quote di nuova emissione a favore del pubblico dei risparmiatori, eventualmente prevedendo quote di sottoscrizione da riservarsi allo Stato o enti pubblici con patto di riscatto.

In sostanza, si ritiene che non basti incentivare gli investimenti in quote di nuova emissione in *start up* o PMI; ma sia opportuno garantire il loro *trading* (in tal senso il Decreto Rilancio prevede solo incentivi fiscali in «ingresso» art. 38, comma 9-ter,

mediante detrazione del 50% della somma investita).

L'attuale disciplina del *crowdfunding* richiede che una percentuale pari almeno al 5% riducibile al 3% relativamente a PMI con certificazione dei bilanci dei due esercizi antecedenti all'offerta sia sottoscritta da intermediari finanziari che dovrebbero garantire la serietà dell'offerta<sup>77</sup>.

Al fine di agevolare l'accesso alla raccolta attraverso portali il legislatore dovrebbe intervenire mediante una semplificazione della disciplina primaria (TUF) e secondaria per consentire attraverso apposite forme di garanzia di fonte pubblica che i costi degli intermediari finanziari per le operazioni di *crowdfunding* siano garantiti dallo Stato o da Enti locali e così avviare una massiva operazione di sollecitazione al pubblico a favore delle imprese meritevoli (i.e. che non presentino già i sintomi dell'insolvenza irrimediabile e che abbiano prospettive di continuità) mediante anche forme di controllo pubblico temporanea nella *governance* societaria<sup>78</sup>. Il Fondo di Garanzia, anziché garantire mediante sottoscrizione titoli di debito, dovrebbe garantire i sottoscrittori di quote di capitale delle PMI. Il controllo pubblico sulla *governance* avverrebbe secondo i prin-

<sup>76</sup> Cfr. M. De Mari, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 2019.

<sup>77</sup> Cfr. E. Fregonara, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata «chiuse»*, in «Banca Borsa Titoli di credito», I, 2017, pp. 619 ss.

<sup>78</sup> È stata altresì avanzata la proposta, seppure solamente con riferimento al *donation crowdfunding* di accorpate le campagne di *crowdfunding* da parte dei portali secondo il modello GoFundMe e JustGiving. Cfr. L. Enriques, *Enbancing Private Donations in the Fight against COVID-19*, in «The COVID-19 Pandemic and Business Law: A series of Posts from the Oxford Business Law Blog», 2020, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

cipi che ispirano la riforma del CcII attraverso organi delle procedure di composizione della crisi quali l'OcRI ovvero ancora mediante istituti di «nuovo» conio quali l'amministrazione controllata. Nel concordato preventivo invece sarebbe sufficiente potenziare il ruolo gestorio del commissario giudiziale come già osservato. Ma si tratterebbe in ogni caso di forme di controllo temporanee preordinate esclusivamente ad una valutazione di corretta gestione imprenditoriale e societaria funzionale alla restituzione dei finanziamenti per la stabilità del sistema economico.

Nel contempo, sarebbe opportuno altresì che l'utilizzo del *crowdfunding* fosse esteso anche alle proposte concorrenti nell'ambito del concordato preventivo e come strumento alternativo di finanza pre-deducibile nelle fasi del concordato in bianco o con riserva. Ciò avrebbe non solo il pregio di dare concreta attuazione al principio di concorrenzialità; ma anche di agevolare la pubblicità delle offerte attraverso il canale dei portali gestiti da intermediari finanziari.

Nonostante il legislatore italiano sia intervenuto opportunamente mediante la deroga dell'art. 2468, comma 1, c.c. che, come è noto, prevede che le quote di società a responsabilità limitata non possono formare oggetto di offerta al pub-

blico di prodotti finanziari (v. art. 100-ter, comma 1-bis, TUF anche se tale previsione non determina la qualificazione delle quote di S.r.L. quali strumenti finanziari negoziabili al di fuori dell'offerta al pubblico attraverso portali) eliminando uno degli ostacoli maggiori per l'accesso delle PMI all'offerta al pubblico di prodotti finanziari occorre rilevare, tuttavia, come l'attuale impianto normativo sconti ancora un forte limite rappresentato dalla *illiquidità delle quote* o degli strumenti offerti attraverso le piattaforme telematiche.

Il problema si innesta, peraltro, nel tema più ampio della struttura del capitalismo italiano caratterizzato da imprese sottocapitalizzate con una forte concentrazione della proprietà che impedisce a causa di una gestione di tipo familiare l'apertura dell'azionariato verso l'esterno ed un processo di adeguamento tecnologico<sup>79</sup>.

Bisogna, invece, favorire quanto più possibile l'accesso delle PMI ai mercati finanziari regolamentali ed ai sistemi multilaterali di negoziazione MTF attualmente precluso dalla disciplina della MIFID2 e MIFIR in quanto le piattaforme di *crowdfunding* esulano dalla nozione dei sedi di negoziazione fornita dal TUF.

La limitazione per le S.r.L. prevista dall'art. 2468, comma 1, c.c. consistente nel divieto di offerta

<sup>79</sup> Cfr. F. Vella, *Crescere su mercati e piattaforme: le Piccole medie imprese tra regole e politica industriale*, in questa «Rivista», 2019, p. 254; cfr. anche L. Basso, *Industria 4.0, digitalizzazione e opportunità*, in C. Dell'Aringa, P. Guerrieri (a cura di), *Inclusione, Produttività, Crescita*, Bologna, p. 195.

al pubblico delle quote (che viene derogata solo ai fini dell'art. 100-ter comma 1-bis TUF e quindi solo per l'offerta attraverso portali e non per il *trading* successivo) costituisce il principale problema da superare. Del resto l'attuale disciplina dei Mercati di crescita prevista dall'art. 69 TUF dedicati alle PMI costituisce un'opportunità a livello di quotazione ma presuppone in ogni caso il rispetto della disciplina regolamentare in materia di IPO e di offerta di prodotti finanziari i cui costi non sembrano adeguati alle dimensioni medie delle imprese *target*<sup>80</sup>. Tanto è che risultano preferite a tale strumento altri istituti come i Piani individuali di risparmio (PIR)<sup>81</sup> anche nelle forme più spinte da ultimo proposte (PIR alternativi)<sup>82</sup>.

In dottrina<sup>83</sup> è stata già evidenziata la necessità di creare un mercato secondario in cui scambiare gli strumenti offerti dalle PMI attraverso portali online. Appare, tuttavia, necessario intervenire a livello normativo per consentire, altresì, che i portali *crowdfunding* non si limitino ad essere la sede dell'offerta di sottoscrizione di strumenti finanziari o di quote di capitale;

ma anche luogo di scambio e compravendita di strumenti finanziari già emessi mediante una equiparazione ad essi della nozione di «mercato» e di sistemi multilaterali di negoziazione e l'estensione della disciplina del TUF. Ma la disciplina relativa all'offerta di sottoscrizione ed i presidi da essa contenuti (prospetto informativo e documento d'offerta) dovranno ricevere nel contesto delle operazioni di *fundraising* una netta semplificazione: ciò a maggior ragione se, come auspicabile, interverranno forme di garanzia da parte dello Stato.

In tale momento emergenziale occorre che venga superato il problema della *illiquidità delle partecipazioni* in società chiuse per consentire l'incentivo alla sottoscrizione da parte del pubblico dei sottoscrittori senza che l'investitore si trovi nell'impossibilità di disinvestire superando il problema del dilemma del «socio prigioniero» tipica delle *close corporation*<sup>84</sup>. Ed anche a livello statutario devono essere rimosse, quantomeno provvisoriamente, le limitazioni statutarie alla circolazione delle azioni o quote, i diritti di prelazione ed opzione<sup>85</sup>.

<sup>80</sup> Cfr. M. Cian, *Le sedi di negoziazioni diverse dai mercati regolamentati*, in «Studium Juris», 2019, p. 455.

<sup>81</sup> Cfr. L. Plattner, *La quotazione all'AM come tecnica di finanziamento delle PMI*, Relazione tenuta al convegno *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Courmayeur, 14-15 settembre 2018.

<sup>82</sup> Cfr. L. Incorvati, *Al via i PIR Alternativi per valorizzare in tempi lunghi gli asset illiquidi*, in «Il Sole 24Ore», 2020.

<sup>83</sup> Cfr. M. De Mari, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Milano, CEDAM, 2018, pp. 96 ss.

<sup>84</sup> Cfr. B.S. Black, *Is corporate law trivial?: A political and economic analysis*, in «Nw. U. Law. Rev.», 84, 1990, p. 572.

<sup>85</sup> Cfr. P. Reviglioni, *Il nuovo diritto societario*, in G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti (dir.), *Commentario*, Bologna, Zanichelli, 2004, commento all'art. 2469 c.c., pp. 1819 ss. Diversamente dalla disciplina sulla S.p.A. (e del precedente sistema) nella nuova S.r.L. è am-



La creazione di un mercato secondario dedicato non solo all'emissione ma anche alla successiva contrattazione<sup>86</sup> strutturato in forma telematica attraverso i portali *crowdfunding* agevolerebbe la raccolta immediata di finanza alle imprese<sup>87</sup>.

Tale scelta non si porrebbe in contrasto con la disciplina comunitaria essendo peraltro in cantiere una proposta di regolamento UE dell'08.03.2018 in materia di fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese in cui è prevista una bacheca elettronica per consentire la compravendita dei valori mobiliari oggetto di *crowdfunding*.

Ciò consentirà anche in epoca emergenziale alle PMI in forma di S.r.L. che costituiscono in assoluto la prevalente forma organizzativa impiegata di crescere a livello dimensionale e di accedere a mercati e di scambiare titoli rappresentativi di quote del capitale o strumenti finanziari partecipativi delle PMI.

L'apertura ai mercati finanziari contribuirà altresì a risolvere il problema della strutturale incompatibilità della disciplina attuale, seppure espressamente derogatoria del divieto di aiuti di Stato, a favorire la libera concorrenza tra imprese ed a ricollocare sul mercato le imprese a seguito dell'ingresso dello Stato nell'epoca emergenziale.

---

**ABSTRACT:** From the Code of the Enterprise Crisis and Insolvency to the Emergency Discipline COVID-19: The Need for Market Intervention (J.E.L.: G01; G38; K22; L51)

SMSE are the subjects that are most at risk of being cut out of the aid mechanisms due to the stringency of the prudential supervisory requirements envisaged by Basel. The use of public resources in support of a company requires necessary corrections to the governance mechanisms due to the State control over the ability of the recipients of

messa la clausola di gradimento mero che consente ai soci di rifiutare l'iscrizione nel libro dei soci di soggetti non graditi anche se l'aspirazione del socio uscente viene tutelata attraverso il diritto di recesso *ex lege* riconosciuto. La previsione di clausole di intrasferibilità assoluta si ricollega ad un tipo societario caratterizzato dalla rilevanza della persona del socio e della maggiore coesione dei soci, stante la ristrettezza della compagine sociale; v. anche P. Spada, *Schegge di riforma del diritto delle società di persone*, in «Rivista di diritto civile», I, 2002, p. 350, il quale sottolinea come nella nuova S.r.L. si rinverga il sostanziale dato caratteristico delle società di persone rappresentato dalla correlazione tra variazione della compagine sociale e modificazione del contratto nonché dalla organizzazione per persone anziché per uffici.

<sup>86</sup> Cfr. V. Santoro, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico a prova del Codice della crisi*, in *Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Torino, Giappichelli, 2020, pp. 279 ss. Secondo l'Autore non sussisterebbero condizioni ostative all'utilizzo delle piattaforme anche per il successivo trading e non solo per la raccolta iniziale (art. 100-ter 2-bis e 2-quater TUF). Cfr. Anche N. De Luca, *Crowdfunding e quote «dematerializzate» di S.R.L.*, *Prime considerazioni*, in «Nuove Leggi Civili commentate», 2016, pp. 1 ss.

<sup>87</sup> Secondo l'impostazione della Consob, *Equity crowdfunding*. Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una *start up* innovativa tramite portali online, 2013.

the new finance to repay the debt. This means that the paying State enters the government as a direct financier or as guarantor of the banks to which the management of the liquidity introduced by the European circuit is entrusted. The issue appears complex because it implies a completely innovative assessment also of the role of the bodies of the insolvency procedures, in particular of the judicial commissioner in the «concordato preventivo» who could even be entrusted with a position as manager of the company as a guarantee.

The need to encourage access to financial markets for SMSE appears immediate also in light of the further indebtedness that will result as a result of the «freezing» until 30 September 2020 of the credit facilities enjoyed by companies and the suspension of repayments of leasing loans with public guarantee of 33 % (art. 56 Italian Care Decree). On the other hand, it seems necessary to focus attention on the tools already provided for by the regulation to encourage SMSE access to financial markets, thus expanding the possibility of structurally weaker companies to find through the public offer of tools equity investments which, instead of increasing the debt, raise the equity items. The need for legislative intervention also in relation to the discipline of financial markets appears appropriate to encourage the listing SMSE through fundraising platforms. As is known, the TUF already provides for the possibility for unlisted SMSE to raise risk capital (shares and quotas) through equity crowdfunding platforms. In this article we assume the possibility to use crowdfunding platforms for the increasing of SMSE access to financial markets also for the trading of capital shares and not only for the IPO phase. On the other hand crowdfunding may play an important role in the contest of enterprise restructuring. The use of crowdfunding in concordato preventivo procedures may increase the competing offers and guarantee a better satisfaction of creditors.

**KEYWORDS:** Enterprise crisis; COVID-19 emergency; Financial market; SMSE; Crowdfunding.