

IL DIRITTO DELLE IMPRESE NELL'EMERGENZA*

di Niccolò Abriani

SOMMARIO: 1. Nella tempesta. - 2. Mali estremi, estremi rimedi. - 3. Diritto della crisi. - 4. Diritto nella crisi. - 5. Circoli virtuosi. - 6. Circoli viziosi. - 7. Occhiali nuovi e lenti *d'antan*. - 8. Continuità nella discontinuità. - 9. Liquidità, solidità, evaporazione. - 10. Traversie e opportunità. - 11. Ora e sempre resilienza.

1. Nella tempesta

Siamo in piena tempesta. Non è ancora dato scorgere quale sia l'evoluzione dell'emergenza sanitaria in atto e tanto meno prefigurare quale sarà lo scenario – il *new normal* – sul quale andrà a stabilizzarsi il sistema economico e sociale al termine della pandemia.

Gli stessi scienziati non sono in grado di indicare l'arco cronologico entro il quale sarà possibile circoscrivere la pandemia, né quale sarà la sua evoluzione. Queste incertezze si riflettono inevitabilmente sulle strategie dei governi le cui iniziative muovono dalla dichiarata consapevolezza che, allo stato, *“quello che ci accomuna è l'impossibilità di guardare avanti e fare progetti, perché nessuno sa con certezza come si evolverà la pandemia”*¹.

* Il saggio è destinato al volume collettaneo *Pandemia. Diritto d'eccezione*, in corso di pubblicazione per i tipi di Donzelli, di cui sono coautori anche Gian Carlo Caselli, Alfonso Celotto, Fabrizio Di Marzio, Stefano Masini e Giulio Tremonti.

¹ *“Mondo contro il Covid-19”*: con questo documento, sottoscritto da Giuseppe Conte, Emmanuel Macron, Angela Merkel, Erna Solberg e dal Presidente del Consiglio Europeo, Charles Michel, e dalla Presidente della Commissione europea Ursula von der Leyen, si è annunciato il più importante piano globale di cooperazione per la ricerca di un vaccino contro il coronavirus.

Se l'evoluzione sul piano epidemiologico è ancora indefinibile, la convergenza della emergenza sanitaria, da un lato, e delle doverose misure di contenimento adottate per farvi fronte, dall'altro, pone le premesse per una crisi del sistema economico che, pur rimanendo anch'essa non pienamente decifrabile nella sua dimensione finale, assume già oggi contorni drammatici. Tutti i dati confermano una recessione senza precedenti in epoca contemporanea, con un calo del prodotto interno lordo che il Fondo Monetario Internazionale stima in oltre il 3% su scala planetaria e superiore al 9% per l'Italia, mentre la previsione dell'Ufficio Parlamentare di Bilancio indica un calo del PIL del 15% nel primo semestre dell'anno.

La Banca Centrale Europea ha reso noto che la domanda di prestiti da parte delle imprese è aumentata del 26% nel primo trimestre 2020. La sola Intesa San Paolo ha ricevuto oltre 180.000 richieste di sospensione e congelamento delle esposizioni e circa 14.000 domande per nuove erogazioni di liquidità per un valore che si aggira, rispettivamente, attorno a 22 miliardi e a 2 miliardi di euro. Il conto economico di una delle prime banche europee, Santander, ha registrato nel primo trimestre dell'anno una riduzione di profitti dell'82%. Non sorprende dunque che i mercati finanziari mondiali abbiano già subito un forte arretramento (oltre il 30% per l'indice FTSE MIB in Italia), con delicati corollari in punto di protezione dei principali *asset* strategici da possibili scalate ostili².

Se questi dati segnalano la punta dell'iceberg che è dato percepire a livello di istituzioni e mercati finanziari, ancora maggiori sono gli impatti delle misure di contenimento della pandemia sulle realtà imprenditoriali che ne costituiscono la base; riflessi destinati ad essere ulteriormente accentuati in

² Il crollo delle quotazioni registrato in queste settimane dalla Borsa Italiana fa sì che due campioni nazionali come Leonardo e Telecom Italia possano essere rilevati con poco più, rispettivamente, di sei e tre miliardi; mentre la capitalizzazione di Eni si è quasi dimezzata e quella di Enel ridotta di circa un terzo.

un tessuto produttivo, come quello italiano, innervato da piccole e medie imprese per loro natura più esposte agli effetti della crisi in atto.

Vi è piena consapevolezza che la gravissima sfida che si è chiamati ad affrontare e le misure di contenimento della diffusione dell'infezione prescritti dalla disciplina emergenziale potranno generare un importante rallentamento dell'economia, agendo sia dal lato della domanda, sia dal lato dell'offerta. Mentre il prezzo del petrolio è, come noto, ai minimi storici, registrando una riduzione a meno di 15 dollari al barile, per l'Italia l'ufficio studi di Confcommercio stima un crollo dei consumi per ottantaquattro miliardi di euro per il 2020 e il Cerved colloca in una forbice da centomila a centoquarantacinquemila il numero delle società di capitali che potrebbero entrare in crisi di liquidità, un numero destinato a crescere in termini inversamente proporzionali alla rapidità con la quale il sistema riuscirà ad uscire dall'emergenza.

In un simile scenario i governi sono stati indotti a intervenire con provvedimenti emergenziali che hanno coinvolto il diritto delle imprese e delle società: dalle misure di primo sostegno finanziario, alla introduzione di disposizioni innovative per consentire lo svolgimento delle assemblee nel rispetto del distanziamento sociale, sino alla sospensione di alcuni dei principi cardine del diritto societario. Se il fine immediato è garantire la sopravvivenza del sistema imprenditoriale, si tratta di verificare quali tra i molti interventi sinora adottati siano – e stiano effettivamente risultando – funzionali a tale obiettivo, in primo luogo in punto di tempestiva raccolta delle linee di credito e di acquisizione di mezzi propri per far fronte alla crisi e porre le condizioni strutturali per la ripartenza.

Questa prima ricognizione dell'armamentario utilizzato per far fronte all'emergenza nel nostro Paese induce ad esaminare alcuni degli insegnamenti che la pandemia tuttora in corso consegna a operatori e

interpreti, imponendo di superare radicati *idola theatri* e di riconsiderare criticamente molti dei principi tradizionali.

Quali sono i doveri degli amministratori nella crisi e dopo la crisi? Quale incidenza avrà la pandemia sul tema cruciale della responsabilità sociale d'impresa e del suo impatto ambientale? Come vanno ripensati il ruolo del capitale sociale e la stessa nozione di continuità aziendale in un sistema caratterizzato da innovazione, discontinuità e *disruption*? Quali sono i meccanismi normativi che vanno superati in quanto ostacolano decisioni rapide da cui può dipendere la vita dell'impresa? Quali sono gli strumenti che possono valorizzare la capacità innovativa e le doti di resilienza delle imprese? E quale ruolo potrebbe avere, in questa prospettiva, il ricorso agli strumenti di intelligenza artificiale per una più efficiente *corporate governance*? Infine, e più in generale, come aiutare le imprese a prepararsi a fronteggiare nuove emergenze in futuro?

2. Mali estremi, estremi rimedi

“La sfida che dobbiamo affrontare è come agire con sufficiente forza e velocità per evitare che la recessione si trasformi in una depressione prolungata, resa più profonda da una pletora di inadempienze che lasciano danni irreversibili”. Queste le parole di Mario Draghi nel suo determinante intervento su *Financial Times* del 25 marzo. Parole che riflettono la piena consapevolezza della gravità del momento e indicano con chiarezza le priorità che si impongono alla politica e all'economia: tutelare con ogni mezzo il sistema produttivo per prevenire i rischi di un contagio economico che potrebbe condurre a una nuova grande depressione e i cui corollari sono suscettibili di irradiarsi sulla stessa tenuta delle nostre democrazie e sul futuro del progetto europeo.

Se è condivisa l'opinione che gli Stati del Vecchio Continente più colpiti dalla pandemia – tra i quali, l'Italia, la Spagna e la Francia – non sarebbero nelle condizioni di far fronte da soli all'emergenza e alla ripartenza, parimenti evidente è l'esigenza che lo sforzo congiunto dei Paesi membri e delle istituzioni europee risulti adeguato alle circostanze imposte da una crisi di carattere sistemico nella sua origine e nella sua portata: una crisi che, come tale, “*richiede risorse senza precedenti e un approccio regolamentare che protegga il lavoro e la stabilità finanziaria*”³.

Le prime tappe di questo cambio di paradigma sono rappresentate, da un lato, dalla risoluta (e ad oggi decisiva) azione della Banca Centrale Europea nell'acquisto di obbligazioni statali e dall'intervento delle autorità di vigilanza finanziaria sull'applicazione flessibile delle regole sul capitale; dall'altro, dalle decisioni assunte dall'Eurogruppo che, in occasione della riunione del 9 aprile, ha registrato una convergenza, in particolare, sul rafforzamento delle attività della Banca Europea per gli Investimenti, su una maggior flessibilità nelle regole eurocomunitarie e sulla possibilità di attingere al bilancio dell'Unione per un sostegno di liquidità alle spese nazionali per contrastare l'impatto dell'emergenza sanitaria⁴. Uno scenario promettente, ma ancora largamente interlocutorio, se non negli obiettivi, quanto meno sugli strumenti per la raccolta delle risorse e sulla loro portata.

³ Il passo è tratto dalla lettera che, su iniziativa dell'Italia, ha riunito il c.d. “fronte Eurobond” dell'Unione in vista del vertice europeo del 26 marzo 2020: oltre che dal nostro Paese è stata sottoscritta da Francia, Spagna, Belgio, Irlanda, Portogallo, Grecia e Slovenia.

⁴ Eurogroup, *Report on the comprehensive economic policy response to the COVID-19 pandemic*, Comunicato stampa del 9 aprile 2020. La proposta avanzata con il documento citato alla nota precedente ha trovato un suo primo approdo nella condivisa prospettiva del *Recovery Fund*, che, a sua volta, riprende l'idea lanciata nel 2010 da Junker e Tremonti per la costituzione di una *European Debt Agency* (EDA) legittimata all'emissione di titoli sovrani a tutti gli effetti europei e all'acquisto di obbligazioni emesse dagli Stati membri (e v. ora i richiami nel saggio di Giulio Tremonti pubblicato in questo volume).

Su questo sfondo e, in alcuni casi, confidando su questo piedistallo ancora non compiutamente definito, si iscrivono le prime misure emergenziali approntate dai principali governi europei a sostegno delle imprese.

L'obiettivo condiviso è garantire la sopravvivenza delle realtà aziendali che potevano considerarsi solide e solvibili allo scoppio della pandemia, aiutandole a fronteggiare le perdite di fatturato derivanti dal nuovo scenario e, in particolare, dalla prolungata inattività causata dalle restrizioni connesse alle norme per il contenimento dei rischi di contagio. Un *factum principis* imposto dalle preminenti istanze di tutela della salute pubblica, che ha determinato un intervento politico sulle libertà economiche e personali che non ha precedenti dall'inizio del processo unitario europeo. E se tutti confidiamo che, oltre ad essere il più incisivo per vastità e profondità, risulti ben presto anche il più effimero per durata, parimenti condivisa è l'opinione che si tratti di un pur doveroso "danno del sovrano", i cui effetti lo stesso "sovrano" è chiamato a mitigare nell'interesse generale alla sopravvivenza del tessuto produttivo.

In assenza di un coordinamento su scala europea, e alla luce delle significative differenze dei bilanci degli Stati membri, ben si comprende la non omogeneità delle iniziative intraprese dai diversi governi. In alcuni ordinamenti si è optato per favorire la ricostituzione dei mezzi propri delle realtà aziendali colpite dalla pandemia. Questo approccio è stato seguito, in particolare, in Germania dove il Bundestag ha approvato già a fine marzo l'istituzione di un fondo di stabilizzazione dell'economia concepito sulla falsariga del passato programma creato nel 2008 per affrontare la crisi bancaria e dotato di seicento miliardi di euro, un sesto dei quali destinato a misure di ricostituzione del patrimonio realizzabili con investimenti diretti nel capitale azionario o mediante altri strumenti che si collocano a cavaliere tra debito ed *equity*, rappresentati, in un ideale *climax* ascendente, da titoli

di debito subordinati, obbligazioni convertibili e strumenti finanziari partecipativi “ibridi”.

Diversa è l’opzione prescelta dal nostro Paese. Pur mettendo in campo una potenza di fuoco comparabile, in proporzione al prodotto interno lordo, alle misure tedesche (pari anche in questo caso a circa il venticinque per cento del PIL, mentre Francia e Spagna hanno annunciato misure pari, rispettivamente al quindici e al dieci per cento del PIL), il governo ha deciso di intervenire attraverso un insieme di strumenti che vanno dalla sospensione temporanea degli adempimenti e dei pagamenti tributari e contributivi, ai trasferimenti alle famiglie, agli ammortizzatori sociali, all’immissione di forte liquidità nel sistema. Quest’ultimo, fondamentale, tassello viene realizzato non direttamente ma ricorrendo a finanziamenti bancari garantiti dallo Stato: un “gioco di squadra” che coinvolge la SACE e assegna un ruolo di coprotagonista al sistema bancario attraverso il quale dovrebbe essere canalizzata la liquidità destinata al sistema produttivo. Le misure di sostegno alle imprese colpite dagli effetti economici del *lockdown* previste dai Decreti “Cura Italia” (D.L. 17 marzo 2020 n. 18, convertito nella l. 24 aprile 2020 n. 27) e “Liquidità” (D.L. 8 aprile 2020 n. 23) vedono nello Stato e nelle banche i due perni della strategia d’intervento emergenziale, in base alla quale il primo dovrebbe operare “da *quarterback*”, mentre le seconde sono “chiamate ad un ruolo di *runningback*”⁵.

Il successo di questo ambizioso progetto presuppone però che i *runningback* siano in condizione di scattare con immediatezza, così da prendere al volo i lanci del *quarterback* ed erogare in un brevissimo arco temporale la liquidità garantita alle imprese; e che, nel frattempo, chi è chiamato sulla tolda delle navi imprenditoriali in tempesta sia nelle

⁵ M. Lamandini, G. Ottolenghi, D. Ramos Muñoz, *Dopo il “ponte di liquidità” per le imprese, cosa?*, in corso di pubblicazione.

condizioni di continuare ad operare con una prospettiva di continuità, nonostante le incertezze che gravano sul suo (e sul nostro) orizzonte.

Per far fronte a questa seconda esigenza, nella verosimile consapevolezza di una tempistica non immediata ai fini della “messa a terra” delle misure di sostegno finanziario, il legislatore è intervenuto su alcune delle regole cardine del diritto societario e della crisi d’impresa, sospendendone l’operatività.

Ed è dalla crisi d’impresa e dalla sua regolazione in questa fase eccezionale che pare opportuno prendere le mosse.

3. Diritto della crisi

L’esplosione della pandemia è intervenuta pochi mesi prima della data prevista per l’entrata in vigore del Codice della crisi e dell’insolvenza: una riforma che avrebbe dovuto vedere la luce nell’agosto del 2020 ed era considerata da molti epocale, non soltanto per la definitiva espulsione dal lessico giuridico del “fallimento”⁶, ma anche per la introduzione di un sofisticato sistema di allerta diretto all’anticipata percezione dei segnali della crisi dell’impresa.

La crisi dell’intero sistema economico innescata dall’emergenza sanitaria ha però imposto al legislatore un supplemento di cautela, nella consapevolezza che il rallentamento dell’economia conseguente alla pandemia è destinato ad incidere sulle imprese in misura generalizzata e duratura, con corollari che inducono ad alcune considerazioni di sistema.

Una prima riflessione riguarda l’esigenza di un cambio di paradigma rispetto alla prospettiva che è già sottesa alla disciplina vigente e che risulta ulteriormente accentuata dal Codice della crisi: una prospettiva che

⁶ Cfr. F. Di Marzio, *Fallimento. Storia di un’idea*, Giuffrè, Milano, 2018, pp. 20 ss.

traguarda la crisi del singolo operatore economico, in considerazione dell'andamento del settore di appartenenza. Una visione che prescinde dall'eventualità, purtroppo verificatasi, di una crisi generalizzata suscettibile di coinvolgere il sistema produttivo nel suo complesso e risulti, come tale, suscettibile di coinvolgere tutti i settori e tutti gli operatori, dalle imprese (non finanziarie e finanziarie) sino ai consumatori. Non si tratta qui di prefigurare scenari apocalittici, ma di constatare che quando la mera temporaneità di circostanze così eccezionali è in grado di originare una discontinuità grave, diffusa ed estesa, in quel frangente prendono corpo situazioni critiche per il singolo operatore, prospettive di possibile discontinuità aziendale che tuttavia investono tutti gli operatori; uno scenario eccezionale nel quale, per tale ragione, quelle condizioni critiche costituiscono seppure momentaneamente, stato comune: un "mal comune", verrebbe da dire, che, se certamente è lungi dall'essere un "mezzo gaudio", si presenta come una normalità in quel tempo.

Da tale angolo prospettico emergono i limiti di normazione del riconoscimento tempestivo dello stato crisi d'impresa e, più in generale, di ciò che attiene alla formazione delle valutazioni che gli organi ai vertici delle imprese sono chiamati ad assumere. L'impianto che riguarda la segnalazione dell'insorgere della crisi, con i connessi obblighi che ricadono sull'organo amministrativo e sull'organo di controllo, àncora il procedimento al grado di diversità statistica, alla distanza dalla media – oltretutto – di dati prevalentemente retrospettivi. In relazione alle circostanze concrete che si possono manifestare, si considera che la statistica adottata rischia di perdere di significatività quando la gran parte degli operatori passano dalla condizione di non-crisi a quella di crisi: uno scenario nel quale si rovescia il mondo e, ove ci fossero, le imprese in ordinario funzionamento diventano le eccezioni.

Il confronto tra situazioni correnti, durante la crisi, e situazioni ante crisi origina una positività che, oltre a essere rilevata/segnalata intempestivamente, perde di significatività (e, in definitiva, di utilità pratica) in un contesto nel quale la condizione di crisi è generalizzata. Nel tempo che seguirà la pandemia, inoltre, il confronto con il passato risulterà inevitabilmente disagevole per le interferenze connesse alla discontinuità generata dalla crisi. Le verifiche che potranno essere effettuate *ex post* confermeranno, o meno, l'ipotesi di validità relativa dell'impianto, difetto che prenderebbe corpo in misura dell'entità delle crisi generalizzate, ma che rimarrebbe insito al meccanismo in esame⁷.

In questo quadro, ben si comprende la scelta iniziale di rinviare l'entrata in vigore delle misure di allerta al 15 febbraio 2021, disposta sin dal primo intervento emergenziale (art. 11 d.l. 2 marzo 2020, n. 9): una misura certamente necessaria, ma altrettanto evidentemente insufficiente. Necessaria non solo per le considerazioni ora svolte sul carattere sistemico della crisi in atto, ma perché sarebbe stato irragionevole avviare la sperimentazione delle nuove regole proprio nei mesi dell'autunno glaciale prossimo venturo, nel corso dei quali è prevedibile (*recte*, inevitabile) una moltiplicazione delle crisi d'impresa: in tal modo si sarebbero invero esposte le nuove strutture ad una tensione e a un carico di lavoro non sostenibili, con il conseguente (e serissimo) rischio di una reazione del sistema tale da indurre a buttare, con l'acqua inesorabilmente intorbidita da queste insormontabili difficoltà iniziali, anche il "bambino" rappresentato da sistemi potenzialmente virtuosi, se utilizzati con un'adeguata duttilità e una visione non burocratica, nell'anticipazione dell'insolvenza e nel contenimento della deriva giudiziale delle crisi aziendali.

⁷ N. Abriani, G. Palomba, *Strumenti e procedure di allerta: una sfida culturale (con una postilla sul Codice della crisi dopo la pandemia da Coronavirus)*, in www.osservatoriooci.org.

Al contempo, come si diceva, una misura insufficiente. Lo sfasamento temporale tra l'entrata in vigore delle misure di allerta, rinviate di un semestre, e la vigenza delle restanti norme del Codice della crisi, inizialmente prevista per l'agosto di quest'anno, avrebbe determinato un effetto paradossale, privando le imprese della possibilità di fare ricorso allo strumento del concordato preventivo, che sarebbe stato limitato ai rari casi consentiti dalla riforma e solo una volta attraversate le "forche caudine" dalla stessa imposte a questa procedura; in uno scenario, però, nel quale le stesse imprese non avrebbero potuto ancora avvalersi dello strumento alternativo (e, nelle intenzioni del legislatore, maggiormente "preventivo") del procedimento di composizione della crisi e delle esimenti da responsabilità connesse alla tempestiva attivazione delle misure di allerta. La convergenza di questi due fattori si sarebbe tradotta in una moltiplicazione delle procedure di liquidazione giudiziale (il nuovo termine che sostituisce il tradizionale "fallimento"), così realizzando una sorta di *aberratio ictus* rispetto alle dichiarate finalità che ispirano la riforma.

Queste considerazioni spiegano la scelta più radicale, operata con il Decreto Liquidità, di differire al settembre del 2021 l'entrata in vigore dell'intero Codice della crisi e dell'insolvenza (art. 5, D.L. n. 23/2020). Questo arco temporale – e la parallela sospensione sino al 30 giugno 2020 della procedibilità delle domande di fallimento (art. 10, D.L. n. 23/2020) – offre l'occasione per una revisione della filosofia di fondo del modello regolatorio della crisi dell'impresa. In questa delicatissima fase si tratta, infatti, di fare ogni sforzo per agevolare l'accesso agli strumenti di prevenzione della crisi, primi tra tutti gli accordi di ristrutturazione e il concordato preventivo, non solo ripensando criticamente all'intervento sostanzialmente ablativo operato su quest'ultimo istituto dal Codice della crisi, ma andando ben oltre, in quanto com'è stato rilevato "*COVID-19 urges legislators to adapt insolvency legislation*"⁸. In questa prospettiva si

⁸ In questi termini la relazione della CERIL - CONFERENCE ON EUROPEAN

dovrebbe procedere a una più puntuale ed eventualmente accelerata attuazione dei principi contenuti nella Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 2019/1023 riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione.

Un interessante termine di riferimento è rappresentato dallo *Small Business Reorganization Act* ("SBRA"), introdotto dagli Stati Uniti all'interno del *Chapter 11*, che contempla significative semplificazioni del processo di ristrutturazione e di cui è stata ora estesa l'applicazione oltre l'ambito delle *small business* (con esposizione debitoria sino a 2,7 milioni di dollari): nell'ambito delle imponenti misure adottate lo scorso 27 marzo con il "*Cares Act*" per far fronte alla pandemia, si consente a tutte le imprese con debiti non superiori a 7,5 milioni di dollari, di adottare questa procedura più rapida e meno costosa che, tra gli altri vantaggi, riserva al solo debitore la presentazione del piano e gli consente di continuare nella gestione dell'azienda dilazionando anche il pagamento delle spese prededucibili⁹.

Lungo questa linea di ragionamento si è proposta l'introduzione nel nostro ordinamento di un meccanismo di "ibernazione" dell'impresa¹⁰, una sorta di "*automatic stay*" esteso e rafforzato, che potrebbe assumere due configurazioni. Da un lato, una nuova procedura concorsuale semplificata strutturata nel solco della vecchia amministrazione controllata e caratterizzata dalla impossibilità di aprire il fallimento e dal blocco delle

RESTRUCTURING AND INSOLVENCY LAW il 20 marzo 2020, reperibile sul sito www.ceril.eu; e v. anche R. Rordorf, *Il codice della crisi e dell'insolvenza in tempi di pandemia*, in www.giustiziainsieme.it, 8 aprile 2020.

⁹ Per un quadro delle novità introdotte nel *Subchapter V* del *Chapter 11* – e, più in generale, sugli interventi di sostegno alle *small business* contenuti nella disciplina emergenziale del *Cares Act*, v. <https://home.treasury.gov/policy-issues/cares/assistance-for-small-businesses>.

¹⁰ 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*, in www.ilcaso.it, 27 aprile 2020.

azioni esecutive dei creditori: una procedura impostata come un “contenitore di sicurezza” per l’impresa che si trovi in crisi a seguito dei provvedimenti emanati per contrastare il virus, con nomina di un Commissario e presenza costante del Giudice, in funzione di monitoraggio, anche sul rispetto delle condizioni di legge per l'erogazione delle varie “provvidenze”; dunque, una “fase di osservazione prolungata”, in attesa di poter individuare il percorso idoneo a conseguire la ristrutturazione e permettere l’evoluzione della procedura in un concordato preventivo il cui piano sia attestabile alla luce dell’evoluzione di scenario¹¹. Dall’altro, una procedura di moratoria semplificata che contempli la sospensione delle azioni esecutive e cautelari per un periodo prefissato quale corollario automatico della iscrizione nel registro delle imprese di una dichiarazione del debitore, unitamente alla documentazione che rappresenti la situazione dell’impresa e alla indicazione di un professionista con funzione di sorveglianza, prescelto tra i soggetti che hanno i necessari requisiti di professionalità, onorabilità ed indipendenza previsti per l’attestatore dalla legge fallimentare (art. 67, comma 3, lett. d) e che eserciti le sue funzioni sino alla conferma o sostituzione ad opera del tribunale chiamato, *ex post*, a vagliare la legittimità della domanda presentata¹².

Sotto altro versante si potrebbe infine valutare l’opportunità di operare una oculata selezione di alcune delle regole contenute nel Codice della crisi suscettibili di entrare immediatamente in vigore, in quanto idonee ad assistere le imprese nel fronteggiare la situazione eccezionale che è dato purtroppo prefigurare per i prossimi mesi: si pensi alle norme in tema di sovraindebitamento, alla più compiuta disciplina dei piani di risanamento,

¹¹ D. Galletti, *Il diritto della crisi sospeso e la legislazione concorsuale in tempo di guerra*, in *Il Fallimentarista.it*, 14 aprile 2020, p. 5.

¹² Così G. Corno, L. Panzani, *op. cit.*, che fanno salva la facoltà del tribunale di designare altro soggetto “su istanza dei creditori o del P.M.” e la possibilità per i creditori e lo stesso pubblico ministero di “proporre opposizione, per ragioni predeterminate”.

degli accordi di ristrutturazione e della convenzione di moratoria, ma soprattutto alla innovativa regolazione delle crisi dei gruppi. Quest'ultimo complesso di norme risulta di particolare importanza, in quanto con la loro introduzione si verrebbe non solo a colmare una delle più vistose lacune dell'attuale diritto delle crisi, ma altresì a prevenire la tendenza a ricorsi esuberanti alla procedura di amministrazione straordinaria, che certamente il nuovo scenario potrebbe determinare anche in contesti nei quali le nuove regole consentirebbero di strutturare più efficaci concordati preventivi o accordi di ristrutturazione di gruppo.

4. Diritto nella crisi

Al di là degli strumenti giuridici utilizzabili, per gran parte delle imprese la prevenzione della crisi dipende dalla possibilità di accedere tempestivamente al “ponte di liquidità” introdotto dalle ricordate misure emergenziali. A questo riguardo, non sembra tacciabile di eccesso di pessimismo – o, peggio, di disfattismo – chi paventi il rischio che a beneficiare della nuova finanza garantita dallo Stato siano solo quelle aziende che hanno le spalle sufficientemente larghe da essere in grado di superare la crisi con le proprie forze.

Al fine di precisare il prevedibile scenario che si andrà delineando nelle settimane a venire, si possono dividere le imprese in tre macro-categorie: *i)* quelle che rimangono *in bonis*, nonostante le difficoltà determinate dalla pandemia, potendo sin d'ora ragionevolmente prevedere un rapido recupero di redditività; *ii)* quelle entrate o destinate ad entrare in crisi a seguito della pandemia, in assenza dell'intervento di sostegno finanziario straordinario, o che non hanno allo stato gli elementi necessari per operare una compiuta valutazione in ordine alle prospettive di conservazione o recupero della continuità aziendale; *iii)* quelle che già erano in una situazione di crisi

prima dell'emergenza sanitaria, verosimilmente destinata ad aggravarsi e a trascendere in insolvenza a causa della stessa¹³.

Per le prime non si ravvisano problemi all'accesso alle garanzie e alla nuova finanza, potendo i loro amministratori procedere alle richieste senza alcuna remora, risultando anzi la richiesta doverosa per non perdere i vantaggi che conseguono dalla relativa disciplina; mentre le banche potranno procedere, con speculare tranquillità, alle erogazioni. Le seconde, invece, si troveranno in una situazione diversa: drastica riduzione dei ricavi, assenza della liquidità necessaria per affrontare i prossimi mesi, debiti verso fornitori scaduti, imposte non versate (e da versare quasi certamente entro l'anno), che andranno ad assommarsi ad altri debiti scaduti e non pagati. Ora, queste realtà imprenditoriali, pur potendo continuare a redigere il bilancio sul presupposto della continuità (come si dirà al paragrafo seguente), si troveranno in una situazione che, ragionando ad oggi secondo le categorie tradizionali, potrebbe non essere più di *going concern*, ma di *gone concern* (non continuità); e dunque, tecnicamente, in una condizione di potenziale *default*. Gli amministratori che, date tali premesse, richiedano nuova finanza garantita potrebbero, un domani, essere esposti ai rischi connessi alla normativa fallimentare, nel caso in cui non riuscissero a risanare l'azienda e questa dovesse fallire in un momento successivo; rischi tanto maggiori ove si confermi natura privilegiata al credito del garante pubblico che subentri alla banca finanziatrice a seguito dell'escussione della garanzia. Oltre il danno, dunque, si profila il rischio di una beffa gravida di corollari di cui non può escludersi la rilevanza anche in sede penale. Le banche, dal canto loro, dovrebbero concedere la nuova

¹³ E v. ora M. Fabiani, *Prove di riflessioni sistematiche per le crisi da emergenza Covid-19*, in corso di pubblicazione in *Fallimento*, che propone di distinguere tra imprese che si sono trovate in "difficoltà incolpevole", imprese già in difficoltà ma oggettivamente risanabili anche grazie agli aiuti sovvenzionati dallo Stato, e infine imprese non risanabili, di cui occorre "gestire in modo socialmente accettabile i dissesti".

finanza ad imprese in difficoltà, correndo il rischio di profili di responsabilità: da responsabilità interne in caso di contestazione dei presupposti per l'efficacia della garanzia pubblica, a una inedita responsabilità erariale, per erogazioni a imprese non meritevoli, sino allo spettro della concessione abusiva del credito e del concorso nei reati fallimentari. Questi profili critici, come si vedrà, potrebbero – e dovrebbero – essere superati con un intervento normativo che delimiti le condizioni per l'erogazione, esentando espressamente da responsabilità gli istituti di credito che a tali ben definite condizioni procedano all'erogazione e gli amministratori che le richiedano, al contempo permettendo a questi ultimi di azionare rimedi di fronte ad atteggiamenti indebitamente ostruzionistici da parte delle banche, che potrebbero frustrare gli obiettivi di salvataggio del sistema produttivo. Questa soluzione, se recepita in ambito normativo, potrebbe risolvere il problema per le realtà aziendali che sono andate in crisi di liquidità nel corso del 2020, a causa della pandemia.

Su un piano ancora diverso si colloca l'ultima categoria di imprese, quelle cioè che si trovavano in crisi di liquidità già prima dell'emergenza epidemiologica, che vanno considerate separatamente e con ben altro rigore. Anche in tale ambito andrebbe verificato però se alcune delle realtà aziendali in crisi prima della pandemia non siano comunque meritevoli di salvataggio: si pensi alle ipotesi in cui la crisi sia stata causata da investimenti errati effettuati in settori diversi dal *core business* o comunque non sfoci in insolvenza esiziale. In questi casi, allo stato (e in attesa dei nuovi strumenti più sopra ipotizzati), l'unica strada percorribile è quella di avviare un percorso di risanamento, ricorrendo all'accordo di ristrutturazione destinato ad essere omologato o allo strumento totalmente stragiudiziale del piano attestato di cui all'art. 67 della L.F., che darebbe comunque adeguate garanzie alla società, agli amministratori, alla banca e a tutti gli altri *stakeholders*. Rimane, soprattutto nella prima variante, il tema cruciale della tempistica, cui si potrebbe ovviare con agevolazioni alla

concessione di finanza ponte, ivi inclusi, con un vaglio più selettivo, gli stessi finanziamenti d'urgenza a garanzia statale.

Sullo sfondo si staglia, tuttavia, un problema delicato che si presenta anche per la seconda categoria di imprese e che può rappresentare uno degli elementi suscettibili di inceppare il sistema complessivamente ideato per la canalizzazione della liquidità tramite il sistema bancario: la classificazione del credito da parte delle banche che lo erogano. Si tratterebbe qui di tracciare una distinzione tra imprese che, qualora ricevessero per tempo la finanza garantita, rimarrebbero al di qua della “sottile linea rossa” della crisi, e le realtà aziendali che tale linea abbiano ormai varcato, in quanto maggiormente esposte agli effetti della pandemia per il settore in cui operano o perché si trovavano in una situazione più precaria già al momento della esplosione della pandemia. È evidente che tale confine potrà in concreto risultare labile e sfuggente e che i rischi di una trasmigrazione dalla prima alla seconda categoria risulterà direttamente proporzionale ai ritardi nelle erogazioni. Il punto è però che in quest'ultimo caso, cioè per le realtà aziendali che quando ricevono i finanziamenti già si trovino in uno stato di crisi, sia pure determinato dalla pandemia, viene a porsi, per gli amministratori, l'esigenza di approntare piani di risanamenti idonei a superare la crisi e, per le banche, la necessità di classificare il relativo credito, per quanto garantito per una misura preponderante dallo Stato, come “*unlikely to pay*” (UTP), con i corollari che ne derivano in termini di assorbimento di capitale. Anche in questo caso, la soluzione sembra richiedere un intervento normativo così da consentire una sorta di *stand-still*, sino a fine anno, per tutti piani di risanamento redatti ai sensi dell'art 67 della legge fallimentare; questi crediti, soltanto per i piani del 2020, potrebbero essere trattati come i crediti *in bonis*, con la previsione di una deroga normativa in ambito europeo. Una soluzione del genere – redazione del piano di risanamento e classificazione del credito –

lascerebbe in effetti tutti più tranquilli: chi riceve la finanza, la banca che eroga la finanza e, per i finanziamenti garantiti, lo Stato garante.

5. Circoli virtuosi

Queste ultime riflessioni introducono all'esame delle misure previste dalla disciplina d'emergenza sul fronte del diritto delle società e in particolare delle società di capitali, che costituiscono la forma organizzativa non soltanto delle realtà aziendali di maggiori dimensioni, ma anche delle più significative piccole e medie imprese.

Il riferimento normativo, in Italia, è rappresentato dagli art. 6, 7 e 8 del Decreto Liquidità, con i quali si sono sospesi, rispettivamente:

- il c.d. meccanismo del “ricapitalizza o liquida”, che connota tradizionalmente la disciplina delle società in esame, e la relativa causa di scioglimento, che avrebbe altrimenti limitato l'operatività degli amministratori;
- gli effetti dell'eventuale perdita della continuità aziendale sui bilanci, che potranno continuare ad essere redatti in base al *going concern* se tale presupposto sussisteva prima dell'emergenza sanitaria;
- infine, la disciplina dei finanziamenti soci e infragruppo, che potranno essere erogati in questa fase di emergenza senza correre il rischio di subire la postergazione legale¹⁴.

La prima disposizione ha per oggetto i rigidi meccanismi previsti dal codice civile a tutela della permanenza nel patrimonio netto di valori almeno pari al capitale minimo imposto dalla legge (artt. 2446 e 2447 c.c.,

¹⁴ Per un primo quadro delle nuove regole v. M. Ventoruzzo, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19* e G. D'Attorre, *Disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale ed obblighi degli amministratori di società in crisi*, in corso di pubblicazione rispettivamente in *Società* e in *Fallimento*.

per la s.p.a. e 2482-*bis* e 2482-*ter*, per le s.r.l.), sospendendo gli obblighi di ricapitalizzazione sino alla fine del 2020. La norma replica la previsione già contemplata dalla legge fallimentare a favore delle società che abbiano richiesto l'accesso a una procedura di prevenzione (concordato preventivo o accordo di ristrutturazione: art. 182-*sexies* l. fall.) estendendo dunque la relativa protezione agli amministratori di tutte le società *in bonis*, indipendentemente dall'impatto sulle stesse della pandemia e dall'origine della perdita. Come in quest'ultima disposizione, anche nella norma emergenziale si continua peraltro a imporre agli amministratori di monitorare la situazione patrimoniale e di convocare senza indugio l'assemblea, ove si registri l'erosione del capitale, dando così una tempestiva informazione ai soci in ordine alle perdite e alle cause che l'hanno generata. Si tratta di una soluzione quanto mai opportuna sul piano tecnico, in quanto pone l'intervento normativo al riparo da possibili contestazioni in ordine alla piena conformità alla regola dettata dalla disciplina eurocomunitaria¹⁵, ma ancor più felice dal punto di vista degli obiettivi di politica legislativa perseguiti. Con questa sospensione si è infatti voluto evitare che gli amministratori, chiamati a scalare un impegnativo passo Pordoi per la sopravvivenza delle loro imprese, si trovino tra le loro ruote i bastoni di regole di ricapitalizzazione di dubbia efficienza, tanto più in questa fase di grande incertezza, consentendo una regolare prosecuzione dell'attività aziendale. Per questa ragione si è lasciata libera la società di individuare gli strumenti necessari per acquisire la liquidità necessaria per garantire la continuità, che potranno essere rappresentati da capitale di rischio, ove si individuino soci o soggetti esterni disposti ad effettuare conferimenti o apporti a patrimonio, oppure da capitale di debito, ricorrendo al "ponte di liquidità" derivante dalle misure eccezionali previste per la concessione dei debiti con garanzia statale dalla

¹⁵ E v. l'art. 19 della Direttiva 2012/30/UE, nel solco di quanto già prevedeva la Seconda direttiva comunitaria n. 77/91/CEE.

disciplina emergenziale, ma anche con finanziamenti erogati dai soci o da altre società appartenenti al medesimo gruppo. Ed è sempre in questa logica che i crediti derivanti da tali finanziamenti, se effettuati nell'arco temporale intercorrente dal 9 aprile al 31 dicembre 2020, vengono esonerati dalla regola della postergazione legale: con una deroga nuovamente eccezionale che mira a superare un potenziale disincentivo alla loro erogazione, ma è altresì giustificata dalle maggiori difficoltà indotte dal nuovo scenario nell'accertamento del presupposto dell'eccessivo squilibrio e della ragionevolezza del conferimento cui il codice civile ricollega la postergazione.

Si predispone così una sorta di *safe harbour* per gli amministratori che continuano a rimanere saldamente sulla tolda della nave imprenditoriale durante la tempesta pandemica, ponendoli al riparo, sotto il versante del diritto societario, dal rischio di una futura imputazione di quella responsabilità per gestione non meramente conservativa che costituisce la clava tradizionalmente brandita dalle curatele nelle azioni esercitate in sede concorsuale. Una responsabilità che il nuovo art. 2486, entrato in vigore la primavera dello scorso anno, ha reso ancora più severa, ma il cui presupposto è pur sempre il verificarsi di una causa di scioglimento, che il legislatore ha opportunamente sterilizzato.

Questo non significa, come si è detto, che gli amministratori non debbano continuare a monitorare la situazione patrimoniale e la sopravvenienza di perdite tali da erodere il capitale sociale, così come devono verificare il permanere del presupposto della continuità aziendale. Al riguardo l'art. 7 del Decreto Liquidità tiene conto delle evidenti difficoltà che incontrano oggi amministratori e revisori nel definire tempi e portata dell'emergenza sanitaria (che, come si è detto, neppure scienziati e governanti sono in grado di decifrare) e soprattutto nel prefigurare quale sarà lo scenario con il

quale l'impresa sarà chiamata a confrontarsi nei mesi che seguiranno all'emergenza epidemiologica.

Sulla base di questa premessa di sano realismo, la norma permette di allineare tutti i bilanci non ancora approvati al 23 febbraio 2020 alla data di chiusura dell'ultimo esercizio anteriore allo scoppio della pandemia: un riferimento temporale unitario, rappresentato di regola dal 31 dicembre 2019, al quale andrà cristallizzata la valutazione della continuità aziendale ai fini delle valutazioni di bilancio. Si tratta di una facoltà che rimane dunque preclusa alle società che già avevano perso la continuità ante pandemia; mentre in tutte le altre realtà aziendali gli amministratori sono legittimati ad avvalersi della deroga e redigere il bilancio *on going concern basis*, nonostante gli eventi successivi alla chiusura dell'esercizio. La disposizione mette dunque amministratori e revisori, nelle rispettive funzioni, in condizione di "volteggiare" con la "rete di protezione" del presupposto del *going concern* se lo stesso sussisteva sulla base delle informazioni disponibili alla data di chiusura dell'esercizio, conservando i criteri di valutazione in continuità. Questa verifica è la condizione al contempo necessaria e sufficiente per attivare la deroga.

Come chiarisce la relazione illustrativa, la norma mira a "neutralizzare gli effetti devianti dell'attuale crisi economica conservando ai bilanci una concreta e corretta valenza informativa anche nei confronti dei terzi". In quanto tale, dovrebbe riguardare anche gli enti che redigono i bilanci in base ai principi contabili internazionali: il richiamo alla norma del codice civile che disciplina il presupposto in esame non sembra giustificare una esclusione dalla agevolazione normativa delle società che adottano gli IAS (come le società quotate e bancarie), per le quali lo scenario può determinare difficoltà di valutazione non meno elevate; pare dunque irragionevole creare disparità di trattamento che si tradurrebbero in una indebita responsabilizzazione dei loro amministratori.

La previsione si collega all'art. 6 del Decreto Liquidità che, come ricordato, sospende gli obblighi di riduzione e ricostituzione del capitale sociale dalla data di entrata in vigore del Decreto, indipendentemente dal momento in cui si sono verificate le perdite. Entrambe le disposizioni intervengono peraltro sulla sintomatologia della malattia, non sulle sue cause: permettono agli amministratori di continuare ad operare in una logica non meramente conservativa nel breve arco temporale necessario per la messa a terra della liquidità garantita dallo Stato. Si pongono così le premesse per un circolo virtuoso diretto ad agevolare l'operatività anche dei revisori e delle banche. I primi sono chiamati a concentrare l'attenzione sull'esistenza del *going concern* al 31 dicembre 2019; le seconde potranno procedere all'erogazione dei finanziamenti garantiti con la sola esclusione delle imprese che già risultavano non meritevoli ante pandemia.

6. Circoli viziosi

Quello sin qui descritto è lo sviluppo del percorso delineato dal legislatore, almeno nelle intenzioni. Il meccanismo è però destinato ad incepparsi se prevalessero atteggiamenti autoprotettivi che inducessero, da un lato, i revisori a pilatesche *no opinion* sulle valutazioni in ordine alla continuità o anche soltanto sui fattori di incertezza che pure gli amministratori sono chiamati a rappresentare nella nota integrativa; e, dall'altro, le banche a procedere a valutazioni del merito creditizio secondo criteri ordinari, che risulterebbero incoerenti con la straordinarietà della situazione.

In queste prime settimane di applicazione della disciplina d'emergenza viene da più parti segnalata la richiesta di piani industriali proiettati su scenari di settantadue mesi ad oggi non richiesti dalla disciplina emergenziale e in effetti non prefigurabili (e tanto meno attestabili). Parimenti frequente è la sollecitazione ad integrare la domanda di

finanziamento con il bilancio al 31 dicembre 2019 approvato o, quanto meno, con il progetto di bilancio assistito da una *clean opinion* dei revisori; e ciò nonostante il legislatore abbia differito il termine per la redazione del progetto a fine maggio e per il giudizio dei revisori a metà giugno (o a fine giugno, in caso di rinuncia dei soci ai termini). In tal modo si finirebbe per rinviare l'avvio delle misure di sostegno introdotte in questa primavera di passione, e da tutti riconosciute come urgentissime, addirittura all'inizio dell'estate. E la situazione potrebbe risultare ancora più critica in presenza di regole, inserite in preesistenti contratti di finanziamento o regolamenti di prestiti obbligazionari, che accordano agli originari creditori diritti di veto al ricorso a ulteriore indebitamento da parte dell'impresa debitrice, determinandosi in tal caso ulteriori dilazioni imposte dall'acquisizione delle rispettive rinunce (*waiver*) da parte di questi ultimi.

Ora, è evidente che questo quadro è incompatibile con le esigenze di immediato intervento, sul piano operativo ma prima ancora concettuale: in tal modo si verrebbe infatti a seguire una impostazione, per così dire, "all'olandese", in quanto si continuerebbe a pretendere di utilizzare strumenti ordinari per fronteggiare la situazione straordinaria in atto; situazione che richiede invece i rimedi estremi che il legislatore ha predisposto sul presupposto della assoluta eccezionalità della crisi pandemica. Il parallelo può apparire eccentrico, ma non lo è poi tanto, se si considera che lo straordinario impegno diplomatico che vede in prima fila il nostro Paese per l'acquisizione di adeguati fondi europei potrebbe essere almeno in parte vanificato ove non rimanesse in vita una parte essenziale del sistema produttivo sul quale indirizzarli.

Del resto, anche a ritenere pur sempre doveroso un monitoraggio da parte degli organi sociali sugli effetti degli eventi sopravvenuti all'inizio dell'emergenza sanitaria, è innegabile che in tale valutazione vadano incorporati tutti i dati già oggi disponibili e dunque anche i benefici

acquisiti, come gli ammortizzatori sociali, le dilazioni nei pagamenti dei contributi, e ragionevolmente prevedibili, tra i quali vi sono appunto i finanziamenti garantiti dallo Stato previsti dai decreti emergenziali. Ma se si invertono i termini, richiedendo una prospettiva di continuità *nella* pandemia, e *nonostante* la pandemia, quale condizione per l'acquisizione dei finanziamenti, gli obiettivi di sostegno immediato del sistema produttivo rischierebbero di essere frustrati nel più classico dei circoli viziosi.

Si tratterebbe in effetti di una fatale inversione dei termini, che evoca la figura retorica dell'*hysteron proteron*: la continuità, nella sua duplice declinazione della sua preservazione ma anche del suo recupero, è l'obiettivo del sostegno finanziario garantito dallo Stato, non la sua premessa. Nelle dichiarate intenzioni del governo, destinatarie del sostegno finanziario dovrebbero essere non sono soltanto le realtà aziendali che possono già oggi ragionevolmente prevedere un rapido recupero di redditività, ma tutte le imprese che potevano considerarsi in continuità prima della pandemia e delle quali gli amministratori non possano preconizzare una sicura e irrecuperabile insolvenza, anch'essa, peraltro, da valutare con estrema cautela in questa fase, come conferma l'impossibilità per gli stessi imprenditori di richiedere, sino al 30 giugno, il proprio fallimento.

Sarebbe dunque metodologicamente scorretto equiparare al caso limite dell'impresa ormai definitivamente destinata a morte sicura quello, ben diverso, dell'impresa "*altrimenti moritura*": proiettata, cioè, verso un probabile default *in assenza* del sostegno pubblico al quale ha diritto. Questa impresa ha tutte le carte in regola per rivolgersi alla banca e ottenere la liquidità necessaria per sopravvivere; se però la banca non procedesse immediatamente al finanziamento in quanto ritiene che l'impresa sia immeritevole di credito proprio in quanto "*moritura*",

finirebbe per precluderle l'accesso a quella liquidità di cui ha impellente necessità, essendo stata privata dei ricavi da oltre due mesi, ma solo in minima parte dei costi ricorrenti di gestione.

La ricordata disposizione di cui all'art. 7 del Decreto Liquidità sembra d'altro canto suggerire che in questa fase non si tratta di un procedere a un ordinario vaglio del merito creditizio, ma soltanto a una rapida "verifica" da operarsi con riferimento allo stato dell'impresa quale risultava alla fine dell'ultimo esercizio, prima dell'emergenza sanitaria: come se non ci fosse stato il fatto di forza maggiore della pandemia, né quell'interruzione delle attività produttive che si configura, come ricordato, alla stregua di un "danno del sovrano", per quanto necessario al fine di tutelare adeguatamente la salute pubblica.

L'inesorabile approdo di un approccio "ordinario" sarebbe un accesso selettivo agli strumenti di "terapia intensiva" introdotti dal legislatore d'emergenza da parte di quelle sole imprese che, per quanto sintomatiche, sarebbero comunque sopravvissute al contagio; per contro, alle imprese a rischio di sopravvivenza si negherebbe l'ingresso o comunque si imporrebbero una quantità di esami preliminari tali da attivare la rianimazione quando ormai le prospettive di recupero risultano remote. In tal modo una percentuale non trascurabile delle realtà imprenditoriali sarebbe condannata all'insolvenza o, peggio ancora, a rivolgersi ai finanziatori di ultima istanza, con i corollari lumeggiati da par suo da Gian Carlo Caselli in questo volume.

7. Occhiali nuovi e lenti *d'antan*

Non si intende disconoscere le difficoltà operative delle banche, né sottovalutare le ragioni delle loro cautele, per più versi comprensibili e in parte collegate al doveroso rispetto della disciplina prudenziale che, come

ricordato, non è allo stato oggetto di deroghe: la crisi del 2008 rende tutti consapevoli che la tenuta del sistema presuppone un solido pilastro bancario. Tanto meno si intende dunque avviare procedimenti per omissione di soccorso o, più tecnicamente, per interruzione di un pubblico servizio vitale per la sopravvivenza del sistema produttivo.

Va però riaffermato con forza il principio che non si possono adottare strumenti ordinari, pensati per valutare le eventuali patologie delle singole imprese in contesti fisiologici. Siamo in una situazione di acclarata crisi sistemica: uno scenario inedito che impone di essere letto con occhiali nuovi, riponendo nel cassetto dei ricordi lenti *d'antan* che determinerebbero inevitabili effetti deformanti nella percezione della realtà che ci circonda.

Di qui l'esigenza di un'opzione ineludibile nelle premesse e rapidissima nei tempi di attuazione: un intervento a livello legislativo che consenta di procedere rapidamente alle erogazioni, superando l'*impasse* registrato in queste prime settimane, o, in alternativa, un radicale ripensamento dell'opzione sinora prescelta e una conseguente, immediata correzione di rotta.

In questa seconda prospettiva si potrebbe prendere atto che le banche difficilmente possono svolgere il ruolo di perno di un'efficace strategia emergenziale in quanto "strutture organizzative" da intendersi come "burocrazie professionali" inadatte allo scopo. Come ha segnalato la dottrina aziendalistica, in questi casi le strategie non sono mai dettate dalla struttura medesima la cui "vischiosità operativa" è collegata a procedure formali che, in quanto funzioni operative importanti (FOI), sono comunicate formalmente alla Autorità di vigilanza e possono essere modificate solo con atti formali approvati ai vari stadi di delibera e di comunicazione. Le banche di maggiori dimensioni vivono come un costo l'erogazione dei finanziamenti interamente garantiti (sino a

venticinquemila euro) e come un rischio di (in alcuni casi, ulteriore) peggioramento della qualità del credito la concessione di affidamenti chirografari che, ancorché in larga misura garantiti, sono comunque destinati a pesare sui requisiti patrimoniali; né va trascurato il tema delicato dell'antiriciclaggio, circa la destinazione della liquidità erogata.

Le piccole banche del territorio, potenzialmente più dinamiche nei tempi di reazione, da un lato potrebbero segnalare limiti (auspicabilmente temporali) di liquidità; dall'altro sono impegnate a rafforzare il monitoraggio con la costituzione di appositi "comitati di crisi" temporanei per verificare costantemente la sostenibilità dei rischi che le erogazioni del credito e le moratorie potrebbero determinare per la banca stessa, con eventuale revisione del budget e del piano strategico pluriennale della banca per il quale si richiedono ipotesi di scenario (con tutte le difficoltà che si sono richiamate per operare questo tipo di premonizioni).

Sono questi tutti elementi che potrebbero suggerire un supplemento di riflessione sulla effettiva bontà dello strumento sinora prescelto per l'intervento emergenziale.

Qualora si intendesse insistere sulla canalizzazione bancaria del sostegno alle imprese, si imporrebbe quanto meno un duplice intervento normativo che, a monte, delimiti le condizioni che le banche sono chiamate a verificare in questa situazione eccezionale, senza accollare agli imprenditori oneri e valutazioni che sconfinano nella chiaroveggenza; e, a valle, intervenga sulla classificazione dei crediti derivanti dal finanziamento, quanto meno per la parte (in ogni caso, preponderante) coperta dalla garanzia statale.

Se su quest'ultimo versante un primo passo, ancora inadeguato ai nostri fini, è stato compiuto dall'Autorità Bancaria Europea (EBA) che, in risposta alla crisi, ha operato uno spostamento dell'accezione del merito

creditizio sul lungo termine¹⁶, sul primo fronte una possibile soluzione è offerta dalla Francia, dove l'erogazione ha luogo automaticamente, sulla base di un'autodichiarazione in cui si indica l'importo del fatturato perso a causa del *lockdown*, con percentuali che possono variare a seconda dei settori merceologici.

Se questa è la direzione corretta, il meccanismo richiede però un filtro che selezioni le imprese meritevoli della finanza garantita, prevenendo il rischio di una sorta di “effetto Lazzaro”: si tratta, cioè, di non assecondare indebite “resurrezioni” di imprese ormai decotte, evitando accanimenti terapeutici tanto più gravi in quanto si finirebbe in tal modo per togliere letti di terapia intensiva a imprese la cui sopravvivenza è prioritaria¹⁷.

Già sono state avanzate alcune proposte nel tentativo di conciliare tale esigenza con le istanze di massima rapidità imposte dalla *darkest hour* che stiamo attraversando. Tra queste la proposta della redazione da parte degli amministratori di una dichiarazione nella quale certificare la continuità aziendale al 31 dicembre 2019 e l'esistenza, a quella data, di debiti scaduti da oltre 90 giorni contenuti in una percentuale massima rispetto al fatturato¹⁸. Anche in questo caso la banca sarebbe chiamata a procedere all'erogazione, salvo che rilevi l'evidente assenza degli elementi oggetto di autocertificazione, senza rischi di concessione abusiva e tanto meno di future eccezioni sull'efficacia della garanzia pubblica in sede di rivalsa (o peggio, di responsabilità erariale). Come nel modello francese il

¹⁶ E v. il comunicato “*EBA provides clarity to banks and consumers on the application of the prudential framework in light of COVID-19 measures*” (<https://eba.europa.eu/eba-provides-clarity-banks-consumersapplication-prudential-framework-light-covid-19-measures>).

¹⁷ L'esigenza di intervenire selettivamente è segnalata, tra gli altri, da M. Fabiani, *Prove di riflessioni sistematiche*, cit. e da B. Conca, *Finanziamenti all'impresa in crisi e moratoria annuale ex art. 186-bis l. fall. al tempo della pandemia*, in *Dalla crisi all'emergenza: strumenti e proposte anti-Covid al servizio della continuità d'impresa*, in www.unijuris.it.

¹⁸ È questa la posizione di Roberto Fontana, pubblico ministero milanese, riportata da G. Negri nel *Sole 24Ore* del 16 aprile 2020.

meccanismo sarebbe automatico e rimarrebbe pertanto esclusa la *credit application* sul 2020 e sul piano industriale degli anni a venire; mentre in capo agli amministratori rimarrebbe naturalmente l'obbligo di verificare l'evoluzione della società e di attuare tutte le misure che si rendano necessarie ed opportune per salvaguardare la continuità d'impresa. Di questi tempi, sarebbe una delle poche autocertificazioni accolta con un sollievo generale.

Per completare il quadro dovrebbe essere espressamente prevista l'inefficacia *ex lege* rispetto ai finanziamenti garantiti dallo Stato di eventuali previsioni contrattuali che subordinino il nuovo indebitamento a *waiver* preventivi.

Infine, andrebbe individuata una autorità alla quale potrebbe rivolgersi l'impresa per reagire ad eventuali perduranti (e, a questo punto, davvero indebiti) atteggiamenti ostruzionistici delle banche. Una prima ipotesi è l'istituzione di un nuovo comitato (formato, ad esempio, da rappresentanti della Banca d'Italia, del Ministero dell'Economia ed eventualmente da esperti di scienze giuridiche e aziendali); in alternativa, si potrebbe immaginare di creare una corsia preferenziale nell'ambito dell'arbitro bancario e finanziario o, ancora, di attribuire questa competenza direttamente alla task force governativa, che potrebbe avvalersi dei vari arbitri bancari e finanziari strutturati su base regionale.

In tutte e tre le ipotesi occorrerebbe comunque una preliminare determinazione delle linee guida alle quali si dovrebbero attenere le banche e il cui rispetto costituirebbe l'oggetto del vaglio d'urgenza. Una puntuale indicazione di tali condizionalità varrebbe infatti a chiarire che nessuno dei soggetti indicati – e in particolare l'arbitro bancario e finanziario – sarebbe chiamato a sostituirsi nella valutazione del merito di credito, procedendo semplicemente a una verifica dell'esistenza dei presupposti definiti a livello normativo: qualora la banca abbia avanzato richieste e condizioni ulteriori,

l'autorità potrà così rapidamente intervenire su istanza delle imprese che hanno richiesto il finanziamento. Patti chiari, finanziamenti immediati (e lunghi, al momento, sino a sei anni).

8. Continuità nella discontinuità

Le misure introdotte dal legislatore per scongiurare l'implosione del sistema imprenditoriale confermano la stretta correlazione tra l'immissione nel sistema della liquidità d'emergenza e la preservazione o, quanto meno, le *chance* di recupero della continuità delle imprese finanziate. Riconsiderate da tale angolo prospettico le norme emergenziali sollecitano una duplice riflessione, di più ampio respiro, da un lato, sul concetto stesso di continuità aziendale, dall'altro sulle esigenze di riequilibrio patrimoniale delle imprese destinatarie dell'imponente flusso di liquidità.

Dopo aver calcato per anni da protagonista le scene delle scienze economico-aziendali, la continuità aziendale è assurta ormai sul proscenio del diritto societario, consacrata dalla disciplina più recente a principio cardine dello statuto dell'impresa collettiva. Una prima avanguardia, rappresentata da alcune disposizioni generali introdotte insieme al Codice della crisi e dell'insolvenza, è entrata in vigore sin dal marzo dello scorso anno con alcune significative modifiche del codice civile; in particolare si è imposto a tutte le imprese, non individuali, di predisporre assetti organizzativi, amministrativi e contabili *“adeguati alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale”* (art. 2086).

L'attenzione alla continuità aziendale accompagna in realtà da tempo le attività di chi gestisce l'impresa collettiva, non soltanto in relazione al disegno del suo assetto organizzativo, amministrativo e contabile, ma anche

alla attivazione dello stesso organo amministrativo che, all'occorrenza, deve senza indugio attivarsi per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale. Principio, quest'ultimo, che è alla base di alcune delle più significative previsioni del Codice della crisi e dell'insolvenza, a partire dalle innovative misure d'allerta ivi prefigurate. La continuità aziendale ha inoltre, da sempre, una rilevanza cruciale quale postulato del bilancio di esercizio (art. 2423-bis), in connessione ai principi di prudenza e competenza economica, ed è oggetto delle informazioni fornite nella relazione sulla gestione riguardo all'evoluzione prevedibile della gestione (art. 2428), ma ancor prima dei flussi informativi interni (che intercorrono tra organo amministrativo, organo di controllo interno, organismo di vigilanza) ed esterni (tra organo di controllo esterno, sistema bancario, mercati finanziari). Secondo alcuni la perdita della continuità aziendale configurerebbe altresì una causa di scioglimento per sopravvenuta impossibilità di conseguire l'oggetto sociale.

In realtà il termine "continuità aziendale" potrebbe già risultare in sé fuorviante, almeno per un giurista, essendo qui in gioco non tanto il futuro del complesso aziendale, quanto la dimensione della impresa. Proprio in queste settimane si conferma che l'azienda è suscettibile di una riconversione anche radicale – e accelerata dall'esigenza di far fronte alle crisi – al fine di garantire l'attitudine dell'impresa a perdurare nel tempo, in una logica di sostenibilità interna ed esterna, che costituisce un elemento essenziale della sua responsabilità sociale. Da questo angolo visuale, si tratta dunque di considerare se vi siano le condizioni per "prevedere" che tale attitudine permanga in considerazione di scenari futuri.

Ora, al di là della considerazione che la "prevedibilità" è dote che non appartiene all'uomo, sicché dovrebbe più propriamente parlarsi (e in effetti, sovente si parla) di "aspettative", i presupposti di una simile valutazione

sembrano sfumare in relazione al timore che gli scenari più in là nel tempo siano meno congetturabili. Ed è proprio per questo che dovrebbe essere esplicitato l'orizzonte temporale entro il quale poter estendere la condizione di continuità. Tuttavia, si osserva che la difficoltà previsionale non è necessariamente legata al tempo in sé, quanto all'instabilità – propria o indotta – di attori, di mercati economici e finanziari con i quali si interagisce direttamente e indirettamente¹⁹.

In queste settimane, come si è già avuto modo di ricordare, tutti gli attori coinvolti dall'emergenza sanitaria – e tra questi, naturalmente, gli imprenditori – dichiarano grande incertezza rispetto a quanto potrà accadere nel corso del prossimo semestre 2020. Si tratta allora di valorizzare il ricordato dato normativo che ancora il presupposto della continuità aziendale allo scenario anteriore allo scoppio della pandemia e rovesciare l'impostazione tradizionale, additando la continuità aziendale ad obiettivo da perseguire in termini di perdurante, ragionevole aspettativa durante e nonostante il *lockdown*, in attesa di definire lo scenario che si schiuderà al termine della stessa. In questa prospettiva, gli assetti organizzativi, più che alla prevenzione della “*perdita della continuità aziendale*” e, quindi, della crisi, dovrebbero essere funzionali al monitoraggio della sostenibilità dell'attività nel medio periodo, considerando come intrinseca l'instabilità derivante dalla crisi sistemica²⁰.

Al di là di questa “torsione teleologica” imposta dalla eccezionalità dell'emergenza in atto, la crisi potrebbe offrire l'occasione per ripensare la stessa nozione di continuità aziendale in un sistema economico che è sempre più caratterizzato da innovazione, discontinuità e *disruption*. E indurre a verificare se non sia giunto il tempo di superare il paradigma della

¹⁹ Per uno spunto in tal senso, da ultimi, N. Abriani, G. Palomba, *Strumenti e procedure di allerta*, cit.

²⁰ A.M. Leozappa, *Uno statuto normativo per l'impresa in tempo di crisi*, in *IFallimentarista* del 22 aprile 2020.

“continuità omeostatica”, per considerare anche una “continuità eterostatica”, sfidante e innovativa. È ancora una volta un cambio di orizzonte concettuale, che la crisi in atto sollecita in uno scenario del quale la rivoluzione digitale e l’intelligenza artificiale costituiscono tasselli essenziali e sfide ineludibili. Un quadro che ripropone in termini inediti il tema decisivo della responsabilità sociale e ambientale dell’impresa.

Condizione necessaria per affrontare questa sfida culturale è però una ritrovata solidità del tessuto imprenditoriale. Ed è alla luce di tale obiettivo che va sin d’ora appuntata l’attenzione sui rischi immediati e prospettici che gli interventi di supporto meramente finanziario alle imprese possono determinare e cercare di delineare gli strumenti giuridici che potrebbero indirizzare virtuosamente tale eccezionale sostegno, così da porre le premesse per una evoluzione del sistema imprenditoriale che ne rafforzi la solidità, la visione di lungo periodo, ma anche la reattività, la capacità di innovazione e la resilienza necessarie per far fronte al nuovo scenario e a eventuali ulteriori crisi future.

9. Liquidità, solidità, evaporazione

Se l’attuale fase emergenziale pone in primo piano l’esigenza di attivare senza indugio efficaci misure di primo intervento finanziario, occorre darsi carico di due ulteriori potenziali derive, non meno perniciose per il sistema, che tale intervento, e finanche la sua aspettativa, potrebbe determinare.

La prima, immediata, riguarda quello che è stato efficacemente definito come l’effetto “nirvana”, ovvero l’idea di un intervento pubblico taumaturgico capace di reintegrare da sé la situazione finanziaria delle imprese “come se” non ci fosse stato il *lockdown*; un intervento atteso in una sorta di “limbo” che riflette (e, in qualche misura, si illude di esorcizzare) la sospensione delle attività private e dei relativi fatturati,

ingenerando uno stato di sospensione psicologico che frena la necessaria – e necessariamente tempestiva – strategia di reazione alla crisi²¹.

Se queste sono potenziali involuzioni patologiche connesse alla “fase 1” della pandemia, nella prospettiva della “fase 2” occorre prevedere sin d’ora una strategia che prevenga il rischio dell’effetto “evaporazione”: il rischio, cioè, che la (ri)vivificante iniezione di liquidità, che sarà auspicabilmente immessa nelle prossime settimane nel sistema per garantire la sopravvivenza delle realtà aziendali, finisca per determinarne una futura dissoluzione; con una evaporazione, appunto, dovuta a un’accentuazione della leva finanziaria, che nel nostro Paese è in media già più elevata rispetto agli standard europei, con una patrimonializzazione che è inferiore al 20% e tende ad oscillare attorno al 15%. Ed è appena il caso di aggiungere che l’effetto leva è destinato ad essere ulteriormente aggravato dalle straordinarie perdite d’esercizio patite dal sistema economico e dalla ricordata sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione e della regola della postergazione dei finanziamenti effettuati dai soci e da società del medesimo gruppo, disposta dalla disciplina emergenziale nell’intento, in sé lodevole, di rafforzare la propensione di soci e società *holding* a sostenere finanziariamente le società partecipate.

Un primo intervento potrebbe riguardare incentivi fiscali all’investimento in capitale di rischio: la ricordata sospensione degli obblighi di ricapitalizzazione andrebbe opportunamente integrata da agevolazioni in termini di crediti d’imposta a favore degli operatori che, nonostante le incertezze di scenario, decidano comunque di procedere ad aumenti di capitale; aumenti che sino a fine anno potranno realizzarsi anche senza preventiva riduzione e indipendentemente dal patrimonio che la società potrà presentare post operazione.

²¹ M. Lamandini, G. Ottolenghi, D. Ramos Muñoz, *Dopo il “ponte di liquidità” per le imprese, cosa?*, cit.

Lo sforzo creativo deve però spingersi ben oltre questa dimensione tecnica, per contribuire a individuare le soluzioni più idonee a prevenire quel fenomeno che già cent'anni or sono Joseph Conrad constatava come una peculiarità delle società commerciali, nelle quali la “evaporazione”, in ossequio alle “misteriose leggi della finanza” e contraddicendo le leggi della fisica, “precede sempre la liquidazione”²².

Una volta conseguito l'obiettivo di puntellare la continuità aziendale, la liquidità va dunque sospinta ad evolversi virtuosamente in una futura e duratura solidità.

Al fine di evitare che l'eccezionale indebitamento d'emergenza ipotechi come un macigno il passo della ripresa dopo la crisi, si sono già avanzate importanti proposte per agevolare gli strumenti di ricapitalizzazione esistenti e per offrirne di innovativi.

Quanto agli strumenti “tradizionali”, si è suggerita una parziale liberalizzazione della disciplina degli aumenti di capitale, con una pur misurata attenuazione dei vincoli connessi al diritto di opzione e, per le società quotate, degli obblighi informativi (in Italia in effetti più onerosi rispetto ad altri ordinamenti). In tal modo si verrebbero a rimuovere ostacoli operativi rispetto a un rapido approvvigionamento di nuovi mezzi propri. E sempre in tale prospettiva si potrebbero prevedere delle esenzioni degli obblighi di offerta pubblica di acquisto per favorire cessioni delle partecipazioni di controllo funzionali all'acquisizione di nuovo capitale proprio, sulla falsariga della deroga già contemplata per ipotesi di ristrutturazione; ed ancora si potrebbero semplificare le regole sulle fusioni, per favorire aggregazioni, e consentire una parziale disattivazione delle procedure sulle operazioni con parti correlate, rendendole almeno in parte

²² Il passo è tratto dall'ultimo romanzo lungo di Conrad, *Victory*: “*The world of finance is a a mysterious world in which, incredible as the fact may appear, evaporation precedes liquidation. First the capital evaporates, and then the company goes into liquidation. These are very unnatural physics*”.

opzionali, con un meccanismo di *opt-out* che consentirebbe al mercato di individuare quali società derogano ai normali presidi e quali più virtuosamente li mantengono anche in questa fase di crisi²³.

Con riferimento agli strumenti innovativi, si è sottolineato da più parti che, in vista di una ripartenza sostenibile, occorre spostare il baricentro degli interventi dalle immediate esigenze di finanziamento alle esigenze di patrimonializzazione a medio e lungo termine²⁴. In questa prospettiva si è suggerito di darsi carico sin d'ora del problema, prevedendo una conversione dei prestiti Covid in strumenti finanziari partecipativi (SFP), con possibilità della banca di cederli, a certe condizioni e a un prezzo determinato, a un veicolo pubblico chiamato a gestirli (un veicolo di cartolarizzazione con garanzia statale, tipo GACS)²⁵. Il meccanismo avrebbe una serie di vantaggi in quanto le imprese verrebbero a disporre, in caso di necessità, di capitale a lungo termine, mentre le banche potrebbero far credito anche in presenza di dati andamentali che non lo consentirebbero e, soprattutto, verificatosi l'evento che fa scattare la conversione del prestito Covid in strumenti finanziari, sarebbero in condizione di cedere questi strumenti al veicolo al prezzo prefissato, così evitando di appesantire il bilancio con esposizioni deteriorate. Lo Stato, a sua volta, impegnerebbe, e in modo indiretto, solo una parte del capitale

²³ In tal senso L. Enriques, *Extreme times, Extreme Measures: Pandemic-Resistant Corporate Law*, in *Oxford Business Law Blog*, 22 aprile 2020, per il quale “[t]he suspension or relaxation of rules on related party transactions, especially when they considerably lengthen the decision-making process by, for example, requiring shareholder majority of the minority approval, should be considered”.

²⁴ M. Lamandini, G. Ottolenghi, D. Ramos Muñoz, *Prepararsi per una ripresa economica sicura e sensibile! Un solo pensiero scoraggiante e tre “semplici” strategie per collegare l'azione europea e quella italiana?*, in *EU Live*, 2 aprile 2020, <https://eulawlive.com/op-ed-preparing-for-safe-and-sensible-economic-recovery-one-daunting-thought-and-three-simple-strategies-to-bridge-european-and-italian-action-by-marcolamandini>.

²⁵ È questa la proposta avanzata da L. Stanghellini e P. Rinaldi, *Trasformazione dei prestiti Covid-19 in strumenti finanziari partecipativi (SFP). Un'idea per far ripartire il*

oggi necessario a far ripartire le imprese, senza le complessità e i verosimili ritardi legati a un intervento di finanziamento diretto delle imprese.

Un importante sviluppo di questa prospettiva strategica è ora offerto dall'articolata proposta avanzata da Assonime (l'associazione italiana delle società per azioni) per la creazione di un fondo di investimento a capitale prevalentemente pubblico. Il fondo, già battezzato “*Italy Equity Fund*” è chiamato a supportare le imprese italiane nella fase di ripresa attraverso nuove iniezioni di capitale o di liquidità, convertibili in capitale a determinate condizioni, e ripatrimonializzazioni attraverso operazioni di *debt-to-equity swap*. L'intervento riguarderebbe le società italiane non finanziarie che sarebbero potenziali destinatarie di investimenti temporanei di medio periodo in capitale di rischio e mezzanino (o “ibrido”), che avrà luogo direttamente o attraverso la ricordata conversione di crediti detenuti da banche italiane. L'intervento del Fondo dovrebbe essere di medio periodo, senza diritti di voto o con limitati diritti di voto tesi a preservare i valori aziendali e si dovrebbero prevedere meccanismi di uscita verso gli stessi azionisti o verso il mercato²⁶.

Le proposte ora indicate contemplan tutte un percorso di *exit* per gli investimenti pubblici in un arco temporale di medio periodo (superiore a dieci anni), e potrà essere realizzato, in una prima e più ottimistica prospettiva, attraverso diritti preferenziali su futuri dividendi e, per la parte non coperta, attraverso conversione in capitale e collocamento delle azioni rivenienti sul mercato dei capitali in auspicabili fasi di espansione del ciclo economico²⁷.

sistema delle imprese, in *ilcaso.it.*, 3 aprile 2020.

²⁶ ASSONIME, *Possibile struttura di un nuovo fondo per la ricapitalizzazione delle imprese italiane a seguito della crisi Covid-19*, reperibile su www.assonime.it. Per un'analisi più compiuta del progetto v., sullo stesso sito, S. Micossi, *Nota Assonime sul disegno di legge A.C. 2461 di conversione del dl n. 23/2020*.

²⁷ M. Lamandini, G. Ottolenghi, D. Ramos Muñoz, *Dopo il “ponte di liquidità” per le imprese, cosa?*, cit. E v. anche G. Gobbi, F. Palazzo, A. Segura, *Le misure di sostegno*

Si tratta di un percorso che registra una sempre più ampia convergenza²⁸ e che merita di essere incoraggiato in quanto determinerebbe uno spostamento del campo di gioco, che consentirebbe di fuoriuscire da inadeguate logiche eminentemente “bancocentriche”, favorendo un incrocio positivo sul mercato dei capitali della finanza pubblica e privata. In tal modo si riuscirebbe, nello stesso tempo, ad assicurare una gestione professionale delle partecipazioni assunte e (dei crediti concessi grazie alle garanzie prestate) dallo Stato e a moltiplicare gli effetti generati dagli interventi finanziari immediatamente gravanti sul bilancio pubblico, in un auspicabile circolo virtuoso²⁹.

L'effettivo carattere virtuoso ed il successo di questo ambizioso progetto presuppongono però che si abbia ben cura, a monte, di mantenere la *governance* del fondo al riparo da indebite influenze politiche e, a valle, di conservare la gestione delle imprese nelle mani degli azionisti, prevenendo indesiderati e indesiderabili esperimenti di economia pianificata.

10. Traversie e opportunità

Il doveroso equilibrio tra intervento pubblico e permanenza del controllo dell'attività imprenditoriale in mani private non esclude, ma anzi per alcuni versi sollecita l'introduzione di una serie di correttivi a livello statutario e parasociale, per evitare che alla collettivizzazione delle perdite attuali segua la privatizzazione degli utili futuri: in questa logica potranno essere

finanziario alle imprese post-covid-19 e le loro implicazioni di medio termine, www.bancaditalia.it.

²⁸ E v. ora l'audizione tenuta il 27 aprile 2020 alla Camera dei Deputati da Fabrizio Balassone, capo del Servizio Struttura Economica della Banca d'Italia reperibile al sito: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2020/balassone-audizione-270420.pdf>.

²⁹ Così G. Di Cecco, *Spunti per una riflessione collettiva sulle misure adottate ed adottabili per il contrasto alla crisi economica “da pandemia”*, in *ilcaso.it*, 3 maggio 2020.

introdotti, ad esempio, opportuni limiti in ordine ai compensi del *management*, alla distribuzione degli utili e all'acquisto di azioni proprie.

Più in generale, il peculiare assetto proprietario che si verrebbe transitoriamente a determinare potrebbe incentivare, nel periodo di adesione al programma, una maggior attenzione ai temi della responsabilità sociale d'impresa. Si porrebbero così le premesse per un inedito incubatore e attivatore di imprenditorialità che potrebbe fungere da “pungolo gentile” (*nudge*) per transizioni dell'impresa verso modelli di *business* più coerenti agli obiettivi di sviluppo e sostenibilità ambientale che ispirano il *Green New Deal* europeo³⁰, una maggior attenzione all'innovazione tecnologica e processi di razionalizzazione, aggregazione e consolidamento sia tra imprese, sia all'interno delle filiere produttive che, in particolare in Italia, risultano ancora troppo frammentate.

“Paiono traversie e sono opportunità”, scriveva Vico. Oggi siamo di fronte non a semplici “traversie apparenti”, ma a drammi reali destinati a lasciare tracce indelebili sul piano umano, prima ancora che politico, sociale ed economico; tuttavia, l'insegnamento vichiano resta attuale. Questo frangente inaspettato e cruciale può offrire insegnamenti preziosi su più versanti, tra i quali fa spicco, per quello che qui interessa, una riconsiderazione del tema della *corporate social responsibility* in funzione di un'accelerazione di quella transizione verso la sostenibilità che costituisce uno degli obiettivi più sovente enunciati, ma non altrettanto

³⁰ In tal senso il documento – ad oggi non ancora ufficiale – della Spagna su una strategia europea per la ripresa del 19 aprile 2020: *Spain calls for €1.5tn EU recovery fund to protect internal market*, <https://www.ft.com/content/cd27d7da-e6e9-4aa8-ab63-5b51f36d124c>., sul quale v. i rilievi di M. Sandbu, *The merits of Spain's proposed recovery fund are irrefutable*, sul *Financial Times* del 21 aprile 2020.

convintamente – e, soprattutto, concretamente – perseguiti dai nostri imprenditori³¹.

Se sino a ieri le considerazioni sulla responsabilità sociale d'impresa si sono troppe volte stemperate in affermazioni generiche da parte di un'economia di mercato dalla vista corta e dalle declamazioni lunghe, una crisi dai risvolti così intensi, come quella che stiamo vivendo, offre l'occasione per il definitivo superamento di questo atteggiamento talora formale, talaltra consapevolmente gattopardesco.

Com'è stato sottolineato³², per il sistema delle imprese è il momento di ripensarsi in una dimensione nuova più civile, inclusiva e cooperativa, traducendo in fatti concreti le dichiarazioni sul “successo sostenibile” che il nuovo *Codice di corporate governance* delle società quotate per la prima volta addita a “obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione” e che “si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società”³³.

Questa evoluzione presuppone una convergenza tra chi gestisce e chi investe nelle imprese. Su quest'ultimo fronte, vasta eco ha avuto l'ultima lettera annuale di Larry Fink, CEO di Blackrock, incentrata sul capitalismo responsabile e il *climate change*, nella quale si riconosce espressamente che una società non può ottenere profitti a lungo termine senza perseguire uno “scopo” e senza considerare le esigenze di una vasta gamma di *stakeholder*. È peraltro evidente che in tanto ha senso sollecitare investimenti

³¹ Sul tema la letteratura economico-aziendale è quasi sconfinata; tra i contributi più recenti della dottrina giuridica italiana, v. G. Conte, *L'impresa responsabile*, Milano, 2018 e U. Tombari, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, 2019.

³² U. Tombari, *Siamo all'alba del successo sostenibile*, in *Il Sole 24Ore* del 17 marzo 2020.

³³ Così la nuova edizione del *Codice di corporate governance* (2020), che si inaugura con un nuovo Principio n. 1 il quale chiarisce che “l'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile”.

socialmente ed ecologicamente responsabili, in quanto si accerti preliminarmente un duplice presupposto: il primo, ormai in corso di acquisizione su scala planetaria (e in particolare europea, dopo i recepimenti delle più recenti direttive sul tema), rappresentato dalla circostanza che le imprese forniscano adeguate informazioni non finanziarie; il secondo, e assai meno scontato, è che tali opzioni responsabili siano “apprezzabili” (in senso etimologico) anche dai sistemi algoritmici, che sempre più largamente influenzano i mercati.

La responsabilità sociale viene così ad intrecciarsi con l’innovazione tecnologica, imponendo di verificare sino a che punto gli algoritmi possono essere “permeabili” a queste istanze; e ciò sia per le scelte di investimento, sia con riguardo alle decisioni di chi è chiamato a gestire le imprese, incorporando e contemperando nel medesimo *design* algoritmico obiettivi di massimizzazione dello *shareholder value*, da un lato, e obiettivi di *corporate social responsibility*, tali da soddisfare gli interessi di un ventaglio più ampio di *stakeholders*, dall’altro.

Si apre qui un tema più generale, rappresentato dalla predeterminazione degli obiettivi in funzione dei quali strutturare, prima, e far operare, poi, l’intelligenza artificiale; nella consapevolezza che affinché tali risultati possano essere realizzati in via automatizzata in termini tendenzialmente più efficaci, occorre che i sistemi vengano adeguatamente calibrati su quegli obiettivi³⁴. Lo sviluppo di questo percorso potrebbe meglio preparare le nostre imprese a superare l’emergenza attuale e a fronteggiare le eventuali crisi future: si potrebbero configurare algoritmi opportunamente costruiti sulla base degli indici di crisi e dunque in grado di predire l’avvicinarsi di una simile fase patologica sulla base delle correlazioni probabilistiche individuate³⁵. Una pronta identificazione del

³⁴ M. Petrin, *Corporate Management in the Age of AI*, UCL Working Paper Series, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3346722.

³⁵ S.R. Else, F.G.X. Pileggi, *Corporate Directors Must Consider Impact of Artificial*

rischio come percepita e segnalata dalla intelligenza artificiale potrebbe dunque stimolare una più efficace riorganizzazione della società in ottica di prevenzione di una crisi preannunciata, mediante il suggerimento da parte di quegli stessi dispositivi degli strumenti più idonei ad affrontarla. In questa prospettiva non sarebbe irrealistico ipotizzare l'impiego dell'intelligenza artificiale per la verifica della corrispondenza dei risultati gestionali ai piani di ristrutturazione, per gradi e quanto meno nelle loro pietre miliari essenziali ai fini dell'adempimento degli obblighi contenuti nei relativi accordi o nella proposta concordataria.

Sullo sfondo si pone comunque un problema particolarmente delicato. L'automatizzazione della gestione dell'impresa racchiude in sé inevitabili rischi di distorsione dell'operato amministrativo stesso, direttamente connessi alla possibilità che la stessa si presti ad esacerbare – o, a seconda dei casi, a esorcizzare – interessi conflittuali con quelli della società (siano essi riferibili agli amministratori o a parti correlate) o fattispecie di abuso della maggioranza a danno della minoranza³⁶. Tale constatazione, se impone un supplemento di attenzione e di cautela nell'utilizzo degli strumenti di intelligenza artificiale, non vale però a velare le non meno rilevanti potenziali opportunità offerte dalla stessa nel rafforzamento della *compliance* e, più in generale, della *governance* societaria³⁷.

Sul piano sistematico, ciò significa che mentre alcune tradizionali regole di governo societario, come quelle in materia di conflitto di interesse, operazioni con parti correlate e abuso di maggioranza, dovranno essere adeguatamente adattate e finanche valorizzate al fine del contenimento

Intelligence for Effective Governance (<https://businesslawtoday.org/2019/02/corporate-directors-must-consider-impact-artificial-intelligence-effective-corporate-governance/>).

³⁶ L. Enriques, D. Zetsche, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper n. 457/2019, (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3392321).

³⁷ J. Armour, L. Enriques, A. Ezrachi, J. Vella, *Putting Technology to Good Use for Society: The role of Corporate, Competition and Tax Law*, in *Journal of the British Academy*, 2018, 6, p. 297.

delle possibili distorsioni derivanti dall'impiego di algoritmi a fini amministrativi, altre, e segnatamente quelle in materia di *Corporate Social Responsibility* e di tempestiva percezione e prevenzione della crisi, potrebbero essere invece rafforzate nella loro tenuta concreta dall'utilizzo di algoritmi adeguatamente strutturati sulle medesime regole.

11. Ora e sempre resilienza

Queste ultime riflessioni si limitano a segnalare alcune delle possibili linee evolutive che la crisi in atto potrebbe determinare nel *new normal* che andrà definendosi dopo il superamento dell'emergenza pandemica: uno scenario da affrontare con scetticismo professionale, ma anche con l'ottimismo della volontà di tutti i cittadini che, riacquisito il pieno controllo delle proprie libertà personali ed economiche, saranno chiamati a fornire il proprio contributo alla ripartenza del sistema economico e sociale.

Il mondo che avremo di fronte quando usciremo dalla pandemia, come hanno sottolineato in questi giorni due riconosciuti *maître-à-penser* contemporanei, dipende dalle nostre decisioni, non è qualcosa di prestabilito o deterministico³⁸.

Davanti a noi si schiuderanno nuovi percorsi da sperimentare con accortezza, ma senza remore da *path dependance*, nella consapevolezza che, come ricorda Pierre appena tornato dalla dura prigionia francese a Nataša, “*noi pensiamo che quando siamo spinti fuori dal solito sentiero tutto sia finito: invece è solo lì che comincia il nuovo, il bene. (...) Nell'avvenire vi sono molte cose, molte*”³⁹.

³⁸ Così inizia l'ultima intervista di Y. N. Harari (al *The Late Show*, del 22 aprile 2020, che si può ascoltare su <https://www.youtube.com/watch?v=sRRhvwkV7L0>); e v. anche J. Stiglitz, *Non spredate questa crisi. È l'ora di condividere davvero il pianeta*, nell'intervista di G. Carofiglio, in *Robinson*, 1° maggio 2020.

³⁹ Lev Tolstòj, *Guerra e pace*, parte quarta, cap. 17.

Ed è con questo spirito che piace concludere queste pagine – scritte a pochi giorni da un distopico 25 aprile, che evoca altre liberazioni e altre ricostruzioni – suggerendo, in deferente parafrasi di Piero Calamandrei, un motto per i nuovi tempi che siamo chiamati ad affrontare, con senso di sana operosità e consapevole responsabilità: “*ora e sempre resilienza*”⁴⁰.

⁴⁰ Piero Calamandrei, *Ora e sempre resistenza*. L’auspicio è dunque di una “*resurrezione laica*”, per riprendere il titolo di una poesia di Mario Rigoni Stern: “*Leggete, studiate e lavorate./ sempre con etica e con passione./ Ragionate con la vostra testa/ e imparate a dire di no./ Siate ribelli per giusta causa/ e difendete la natura e i più deboli./ Non siate conformisti/ e non accodatevi al carro del vincitore./ Siate forti e siate liberi./ altrimenti quando sarete vecchi e deboli/ rimpiangerete le montagne che non avete salito/ e le battaglie che non avete combattuto*”.