



AMF ITALIA

ASSOCIAZIONE INTERMEDIARI
MERCATI FINANZIARI

Quaderni AMF Italia

Rivista di informazione
e approfondimento

Anno III Numero 4/2025

Quaderni AMF Italia

Rivista di informazione e approfondimento

Anno III
Numero 4 - 2025



Mediobanca
Dal 1946

GRUPPO
MEDIOBANCA

www.mediobanca.com

Direzione

Marco Ventoruzzo (*direttore responsabile*)*

Gianluigi Gugliotta – Miriam Felici

Comitato scientifico

Marco Ventoruzzo (*coordinatore*)

Andrea Pisaneschi - Andrea Sironi - Enzo Moavero Milanesi - Filippo Annunziata - Luca Rossi - Luisa Torchia

Marco Onado - Paola Severino - Piergaetano Marchetti - Raffaele Lener

Comitato editoriale

Federico Riganti (*coordinatore*)

Riccardo Canossa – Michele Corgatelli – Giulia Schneider

Email redazione: rivista@amfitalia.org

I Quaderni AMF Italia ospitano anche contributi di soggetti esterni cui è assicurata la massima autonomia nell'esprimere proprie idee e opinioni in una prospettiva pluralistica. Essi, pertanto, non devono intendersi necessariamente esprimere posizioni condivise dell'Associazione.

** "Iscritto nell'Elenco Speciale dei Direttori Responsabili di periodici o riviste a carattere tecnico, professionale o scientifico annesso all'Albo dei Giornalisti della Lombardia (delibera del 24 aprile 2024)".*

Indice

Novità regolamentari e giurisprudenziali	9
La sostenibilità negli investimenti finanziari: sfaccettature e gerarchie	11
Non tutto l’ESG luccica: tra il “miglior interesse” degli investitori e il dovere fiduciario dei gestori	15
I venti del Clean Industrial Deal: niente di nuovo sul fronte occidentale?	18
La regola della passivity rule nelle ultime vicende bancarie	22
Il principio di fairness nel recente Regolamento MICA	26
Il fondo nazionale strategico a supporto del mercato azionario	29
PMI al bivio tra accesso ai mercati regolamentati e private equity	32
La composizione negoziata della crisi: una nuova opportunità per le imprese	36
 Giurisprudenza	 53
Massime a cura di <i>Federica Nava</i>	54



Novità regolamentari e giurisprudenziali

La sostenibilità negli investimenti finanziari: sfaccettature e gerarchie

di Antonio Di Ciommo

1. I diversi aspetti della “sostenibilità”

Il concetto (e il tema) “sostenibilità” ha acquisito uno spazio via via più centrale nella quotidianità di tutti i cittadini, divenendo rilevante al punto che il tema è approdato sulle scrivanie dei decisori politici sino ai più alti livelli.

Era inevitabile, perciò, che la “sostenibilità” divenisse tema di dibattito politico e, dunque inevitabilmente, giuridico.

Era altrettanto inevitabile, inoltre, che anche il settore produttivo e finanziario rivolgessero la propria attenzione (e la propria attività) a conseguire gli obiettivi di “sostenibilità” individuati dalle autorità sovranazionali, prima, ed europee, poi.

In anni di crisi climatica e di promozione di meritevoli politiche, per dir così, egualitarie si è giustamente arrivati alla conclusione che fosse necessario, da un lato, individuare le singole criticità poste dalle diverse attività dei cittadini (produttive e non solo) nella rispettiva società e, dall'altro, fissare degli obiettivi che non arrestassero o rallentassero il progresso della società.

Sostanzialmente questo è stato il metodo con cui l'ONU ha formulato nel 2015 l'Agenda 2030: sono state individuate cinque “aree di intervento” e, per ciascuna di esse, sono stati fissati diciassette “obiettivi di sviluppo sostenibile”, tutto ciò allo scopo di promuovere un miglior progresso per l'uomo e per la (o meglio, le) società.

L'ONU, dunque, riesamina (e ridetermina) nel 2015 gli obiettivi delle ormai ben note politiche “ESG”.

Nel decennio successivo, i decisori politici nazionali (e, nel nostro caso, europei) hanno perciò rideterminato i propri obiettivi, rivolgendo la loro attenzione agli aspetti “esterni” della “sostenibilità” secondo gli obiettivi fissati nell'Agenda 2030: parlamenti e autorità hanno giustamente posto l'accento verso gli obiettivi di sviluppo sostenibile che, nel caso quantomeno dell'Unione Europea, si sono finora concentrati principalmente sugli aspetti di carattere ambientale.

Il settore produttivo e il settore finanziario non sono stati, peraltro, insensibili all'individuazione di questi obiettivi, né dagli interventi del legislatore.

Gli intermediari più avveduti hanno deciso di guardare al fattore ambientale come un elemento macroeconomico e di lungo periodo, riorientando così le strategie – altrettanto di lungo periodo – dei propri investimenti¹. Allo stesso modo, gli intermediari e il settore industriale hanno deciso di tenere – almeno sinora – in debito conto gli aspetti di inclusione nella formulazione delle proprie strategie commerciali. Favorire l'inclusione sociale, per esempio, è stato inteso dagli operatori come un fattore di crescita commerciale (e, dunque, del valore delle proprie imprese).

Dall'altro lato, il legislatore – principalmente europeo – e le autorità di vigilanza hanno dedicato gran parte dei propri – non indifferenti – sforzi per definire tutti quegli strumenti normativi e di vigilanza funzionali a raggiungere questi obiettivi di sostenibilità.

Ciò si aggiunge, peraltro, alle evidenze che sono state da ultimo rilevate da uno studio pubblicato dalla Banca d'Italia secondo cui l'integrazione dei fattori ESG nelle imprese ha impatti sulla probabilità di *default* e sui premi per il rischio richiesti dagli investitori vari nel tempo².

Vanno certamente menzionati il Regolamento (UE) 2019/2088 sull'informativa di sostenibilità «nel settore dei servizi finanziari», il Regolamento (UE) 2020/852 sugli «investimenti sostenibili» e, per il settore industriale, la Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence*, gli interventi normativi delle autorità di vigilanza nazionali in materia di adeguata composizione degli organi sociali e, più ampiamente dell'organizzazione aziendale delle imprese vigilate³.

¹ Cfr., per es., il documento pubblicato da Goldman Sachs Europe SE per quanto riguarda le «strategie gestite centralmente» per quanto alcune linee di gestione portafogli. Il documento è reperibile al seguente link: <https://www.goldmansachs.com/disclosures/sustainable-finance/centrally-managed-strategies-summary-translations-Italian.pdf> e l'articolo di S. MUNDY, *Finance sector seeks to plug impact investing gap with new 'taskforce'*, in www.financialtimes.com, 27 novembre 2023, reperibile al seguente link: <https://www.ft.com/content/d05d219a-5deb-4b4b-a52a-1523b346cf73>.

² Cfr. F. FERRIANI – M. PERICOLI (a cura di), *ESG risks and corporate viability: insights from default probability term structure analysis*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 892, 2024, reperibile al seguente link: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2024-0892/QEF_892_24.pdf e la correlata notizia a firma di E. CECCHINATO, *Rischi ESG e probabilità di default delle imprese*, 2 dicembre 2024, in www.dirittobancario.it, reperibile al seguente link: <https://www.dirittobancario.it/art/rischi-esg-e-probabilita-di-default-delle-imprese/>.

³ Su tutti gli aspetti sopra elencati, si v. la recente opera curata da F. Ri-

Tutti interventi che, meritoriamente, tendono a voler *stimolare* il sistema economico e produttivo a riorientare le proprie attività conformemente alle indicazioni dell'Agenda 2030.

Tuttavia, nel definire le “politiche di sostenibilità” sembra quasi che si sia persa di vista l'ambiguità della parola “sostenibilità”, almeno quando si abbia a discuterne nell'ambito delle organizzazioni produttive e finanziarie.

Si è, infatti, proceduto per fissare – e attuare – obiettivi con orizzonte di lungo o lunghissimo periodo trascurando, però, l'ulteriore aspetto di “sostenibilità”: la sostenibilità finanziaria delle imprese e degli investimenti (o, meglio, dei titoli che emettono o, in vario modo, distribuiscono le imprese medesime per finanziare progetti di sviluppo sostenibile⁴).

Il mondo produttivo (e, soprattutto, il settore finanziario) non possono certamente trascurare questo aspetto, né certamente il legislatore può *stimolare* il settore produttivo in questa direzione tanto da far dimenticare agli operatori (e, più generalmente, ai cittadini) l'evidenza per cui la sostenibilità finanziaria resta comunque un elemento essenziale per realizzare la sostenibilità, per dir così, “esterna” dell'attività di impresa (sia essa produttiva o finanziaria).

2. Le società con oggetto “sostenibile” e i principi di gestione

Quanto sopra sembra emergere in modo significativo nel caso delle «società benefit» di cui all'art. 1, commi da 376 a 384, della L. 28 dicembre 2015, n. 208.

La «società benefit» è, infatti, configurata dalla normativa nazionale non come un tipo societario a sé stante, ma come una declinazione dell'oggetto sociale cui tutti i tipi di società possono accedere e a cui l'ordinamento assegna una importanza tale da divenire parte della ragione sociale delle medesime società. La legge, in particolare, stabilisce che le società benefit, fermo restando l'eventuale scopo lucrativo, si

GANTI, *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella “galassia” ESG*, Torino, 2024, p. 736. Sull'adeguata composizione degli organi sociali come intervento attuativo (e, a sua volta, come strumento di attuazione di politiche ESG da parte degli intermediari bancari), si v. G. ALFANO, *Fattori ESG e adeguata composizione del Cda delle banche nel quadro della CRD VI*, in Riv. TRIM. DIR. ECONOMIA, fasc. 3/2024 (suppl.), p. 420 ss.

4 Cfr. sul punto D. FOÀ, *Sustainability linked bonds: allineamento degli incentivi tra autonomia privata e vincoli normativi*, in Riv. Trim. Dir. Economia, fasc. n. 3/2024 (suppl.), p. 434 ss., reperibile al seguente link: http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2024_03_RTDE_supplemento.pdf ed E. CECCHINATO, *Gli ESG covenant come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale*, in Riv. Dir. Banc., fasc. n. 4/2024 (suppl.), p. 59 ss.

impegnano *anche* a perseguire «una o più finalità di beneficio comune», ossia «il perseguimento di uno o più effetti positivi, o la riduzione degli effetti negativi», impegnandosi a operare in modo responsabile, sostenibile e trasparente nella generazione di detti benefici a favore di «di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse».

L'amministrazione della «società benefit», dice la legge, deve essere tale da «bilanciare l'interesse dei soci, il perseguimento delle finalità di beneficio comune e gli interessi delle categorie» cui detti benefici devono essere rivolti.

La discrezionalità nella determinazione del «beneficio comune» da perseguire in concreto è, invero, molto ampia e lasciata alla libertà dei soci, cui è demandato il compito di individuare nell'oggetto sociale quali «benefici collettivi» produrre e, dunque, a vantaggio di quale settore rivolgerli.

L'attività di una «società benefit» si configura, così, come una attività *sui generis*.

Al di là dell'implicita necessità di impiegare risorse umane e materiali per conseguire il «beneficio comune», la legge sembra richiedere un impegno “personale” della società nel proprio settore industriale e verso le “categorie” da essa “individuate” nell'oggetto sociale, come se la produzione del «beneficio» fosse l'attuazione di un più profondo impegno di carattere politico (o ideale) a perseguire uno scopo di utilità sociale che, poiché parte dell'oggetto sociale, è presumibilmente condiviso da tutti i soci.

In altri termini, l'attività di una società benefit non sembra essere limitata alla mera beneficenza, né l'impegno che le viene richiesto sembra caratterizzato dal semplice miglioramento delle condizioni economiche, di lavoro e di sviluppo produttivo (in una sorta di concezione para-mutualistica).

In un certo senso, la caratterizzazione dell'attività imprenditoriale propria della «società benefit» hanno approfondito e ampliato le concezioni relativamente alla funzione sociale dell'attività di impresa, che da essere mero strumento di produzione di benessere economico generalizzato, può oggi anche scegliere – se lo ritiene – di partecipare attivamente alla realizzazione di scopi di utilità sociale (in positivo o in negativo) che vanno oltre l'attività stessa dell'impresa.

L'impegno che si richiede alla società benefit sembra, infatti, un impegno globale nei confronti di un settore di interesse collettivo nello svolgimento della propria

attività, in quanto l'attività di produzione del «beneficio» non è fine a sé stessa, ma deve essere destinata a produrre gli «impatti» che i soci si sono ripromessi di generare con la produzione del «beneficio».

Impatto, peraltro, che deve essere misurabile e, dunque, periodicamente verificabile grazie alle specifiche relazioni predisposte e allegate ai – per divenire parte dei – bilanci di esercizio.

In questo modo, non solo gli impatti sono misurabili e misurati secondo i principi tipici delle scritture contabili (e, dunque, secondo verità e correttezza), ma devono essere pubblicamente disponibili, sì che il pubblico generale – e almeno le categorie interessate ai «benefici» – possano prenderne cognizione ed eventualmente contestarne l'eventuale non veridicità. Pubblicità che, inoltre, viene potenziata in quanto la relazione, quale componente del bilancio di esercizio, viene sì depositata presso il – e resa accessibile grazie al – il Registro delle Imprese, ma deve essere anche pubblicata sul sito *internet* della medesima società.

Una forma di responsabilità, per dir così, politico-morale che viene tramutata in una fattispecie di responsabilità amministrativo-contabile di rango societario. Il legislatore, oltre a indicare i – vaghi – precetti cui gli amministratori devono attenersi nella gestione della «società benefit», si è posto il correlato problema della loro responsabilità per la violazione (o, comunque, per il mancato perseguimento) delle finalità di «beneficio comune».

Sul punto, invero, la legge impone che «l'inosservanza degli obblighi [di perseguimento delle finalità di beneficio comune] può costituire inadempimento ai doveri imposti agli amministratori dalla legge e dallo statuto» e, in tal caso, «si applica quanto disposto dal codice civile in relazione a ciascun tipo di società in tema di responsabilità degli amministratori».

Ciò si unisce alla responsabilità amministrativa della società per gli atti di pubblicità ingannevole e gli altri illeciti nei confronti dei consumatori previsti dal Codice del Consumo evidentemente per il mancato perseguimento del «beneficio» e, dunque, per l'utilizzo tendenzialmente ingannevole della qualifica di «società benefit» nei confronti dei consumatori e, dunque, del mercato.

Una formulazione che, certamente, non aggiunge nulla di nuovo all'ordinario regime di responsabilità degli amministratori. Va detto, in effetti, che difficilmente si poteva aggiungere altro.

Tuttavia, nella legge non si affronta il problema di

come gli ordinari regimi di responsabilità possano subire alterazioni nel caso in cui la situazione patrimoniale della società renda non permetta il bilanciamento tra «interesse dei soci» e «finalità di beneficio comune» e, anzi, nel caso in cui la situazione patrimoniale della «società benefit» sia tale da contrapporli sì che il perseguimento dell'uno non consenta la realizzazione dell'altro.

Il tema non è di importanza secondaria laddove si consideri che alcune imprese sono, oggi, anche emittenti di strumenti finanziari (di capitale e debito) ammessi nelle sedi di negoziazione italiane⁵.

Nel caso di specie, la contrapposizione tra questi «interessi interni» pone gli amministratori (e la società in quanto persona giuridica) in una posizione certamente non agevole.

Ciò per l'evidenza logica che, come accennato, il perseguimento della sostenibilità finanziaria è – inevitabilmente – strumento per la produzione del «beneficio»; più generalmente, la sostenibilità finanziaria è essenziale per assicurare la sopravvivenza e il perpetuarsi dell'impresa stessa (e, dunque, per paradossale che possa sembrare, per il perpetuarsi dello stesso «beneficio»).

In questi casi, ragioni di equità indurrebbero a ritenere che gli amministratori e la società non debbano rispondere quando la contrapposizione tra interesse alla sostenibilità finanziaria dell'impresa e alla produzione del «beneficio» (e, dunque, aderenza all'obiettivo di sostenibilità fissato nello statuto) sia divenuto – temporaneamente – impossibile o sia comunque entrato in contrasto con la sostenibilità finanziaria dell'impresa per ragioni di congiuntura nei mercati in cui la società è attiva.

Ciò a condizione, si dovrebbe dire, che la contrapposizione sia sorta per cause esterne all'organizzazione aziendale e non prevedibili dagli amministratori e che questi ultimi abbiano fatto ogni diligente sforzo organizzativo e di gestione finanziaria per evitare la realizzazione di questa contrapposizione.

Ciò comporterebbe l'ulteriore obbligo, questa vol-

⁵ Cfr. BORSA ITALIANA, *V-Finance - Le società Benefit sul mercato AIM Italia*, in www.borsaitaliana.it, 27 settembre 2021, reperibile al seguente link: <https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/notizie-dai-partner/le-societa-benefit-sul-mercato-aim-italia.htm>. Degno di nota è anche il progressivo aumento nell'interesse che gli emittenti nutrono per «trasformarsi» – probabilmente per ragioni di *marketing* – in «società benefit». Cfr. *Quotate in Borsa: una su quattro valuta l'opzione "benefit" o B Corp*, in www.repubblica.it, 29 aprile 2022, reperibile al seguente link: https://www.repubblica.it/economia/rapporti/obiettivo-capitale/mercati/2022/04/29/news/quotate_in_borsa_una_su_quattro_valuta_loptione_benefit_o_b_corp-347459759/

ta anche a carico dei soci – quantomeno per quanto concerne i profili di responsabilità amministrativa personale della società – di agire altrettanto responsabilmente nella gestione sociale che a loro compete e, perciò, di non dividere gli utili eventualmente conseguiti negli esercizi successivi a quelli in cui non è stato possibile produrre anche il «beneficio».

Ciò allo scopo di consentire alla società di ripristinare gli «equilibri» nella gestione che la legge impone proprio alla società benefit e, dunque, di consentire l'utilizzo degli utili prioritariamente per ripristinare il perseguimento dei «benefici» e solo in un momento successivo, anche la redditività dell'impresa per la compagine sociale.

Una diversa interpretazione, infatti, rischierebbe di generare rischi difficilmente controllabili di gestioni e condotte ingannevoli, come è il caso – ormai rilevante – dei fenomeni di c.d. “*green washing*”.

Diversamente, negli altri casi, non sembra ci siano spazi per non imputare agli amministratori la responsabilità per *mala gestio* conseguente alla violazione degli specifici – sebbene vaghi – obblighi di gestione equilibrata dell'impresa sociale.

Mala gestio che, peraltro, si tradurrebbe nei danni subiti dalla società in conseguenza alle sanzioni amministrative per condotta ingannevole derivanti dalla mancata produzione dei «benefici».

E ciò, sempre che detto mancato perseguimento non sia esclusivamente imputabile ai soci e, nello specifico, alla loro decisione di dividersi gli utili nonostante la necessità di continuare a garantire o di ripristinare la produzione dei «benefici» in conformità allo statuto.

Non tutto l'ESG luccica: tra il “miglior interesse” degli investitori e il dovere fiduciario dei gestori

di Emanuele Grippo e Anna Maria Pavone

1. Il caso

Mentre in Italia le Autorità di Vigilanza continuano a richiamare l'attenzione degli intermediari sull'implementazione delle misure c.d. ESG (*Environmental, Social, Governance*) nei processi di *product governance* e distributivi degli strumenti finanziari, in Europa prendono forma le proposte del c.d. “Pacchetto Omnibus I”, volte a semplificare il quadro normativo anche in materia di rendicontazione di sostenibilità. Negli Stati Uniti, invece, un tribunale federale texano emette una sentenza che suggerisce qualche riflessione sui confini tra la tutela dell'investitore e l'autonomia dei gestori nel prediligere investimenti ESG, piuttosto che investimenti “tradizionali”. La frammentazione geopolitica non aiuta certo la transizione ESG e suggerisce un ripensamento della regolamentazione e, ancor più, del ruolo delle Autorità di Vigilanza.

Il 10 gennaio 2025, la Corte Federale di Fort Worth in Texas accoglieva le accuse di Bryan Spence, pilota dell'*American Airlines Inc.* (“American Airlines”) che instaurava una *class action* e citava in giudizio la compagnia aerea per aver consentito a *BlackRock Institutional Trust Company* (“BlackRock”) di gestire i fondi dei dipendenti¹, dando priorità agli interessi socio-politici a discapito degli interessi meramente finanziari dei piani pensionistici. L'attore chiedeva la condanna di American Airlines e dell'*American Employee Benefits Committee* (“EBC”) per la violazione dell'*Employee Retirement Income Security Act* (“ERISA”), la legge statunitense che stabilisce gli *standard* minimi dei trattamenti pensionistici in favore del personale delle aziende private. American Airlines aveva affidato la gestione passiva di fondi indicizzati del piano previdenziale a BlackRock, la quale da tempo perseguiva programmi incentrati sull'ESG. Le strategie di BlackRock avrebbero spostato in modo occulto i portafogli degli indici di base all'interno del piano pensionistico verso i fondi ESG, mettendo potenzialmente a rischio i rendimenti finanziari.

La Corte del Texas considera illegittimo tale approccio,

ritenendo che American Airlines e EBC abbiano permesso agli interessi aziendali e ai programmi ESG di BlackRock di influenzare la gestione del piano e che ciò abbia violato il dovere fiduciario di agire nel miglior interesse finanziario dei suoi beneficiari². E conclude: «the belief that ESG considerations confer a license to ignore pecuniary benefits is mistaken. ERISA does not permit a fiduciary to pursue a non-pecuniary interest no matter how noble it might view the aim».

2. Il “miglior interesse” degli investitori

Gli interessi ESG non necessariamente coincidono con gli interessi *esclusivamente* finanziari dell'investitore: in capo ai gestori nasce così il rischio di una tensione tra il rispetto dei doveri fiduciari e l'integrazione di fattori sostenibili nelle strategie di investimento. Occorre, allora, chiedersi in che misura i gestori possano includere gli interessi ESG senza violare il dovere fiduciario di agire nel miglior interesse del cliente.

Nel contesto statunitense, l'ERISA stabilisce che i fiduciari devono operare «solely in the interest of the participants and beneficiaries»³, in base alla c.d. *sole interest rule* e cioè solamente in base agli interessi finanziari dell'investitore, regola che si contrappone alla c.d. *best interest rule*, secondo la quale, invece, è ammissibile perseguire anche interessi ulteriori, a patto che detti interessi coincidano con il miglior interesse del fiduciante. Tuttavia, considerata la crescente attenzione verso gli interessi ESG, questa normativa nel tempo ha subito alcune modifiche e integrazioni, riflesso delle diverse posizioni dei partiti politici che si sono alternati alla presidenza statunitense⁴. Ad oggi,

2 Ancor prima della pronuncia della Corte, BlackRock aveva deciso di cambiare linea di gestione: mentre ad inizio 2020 aderiva a Climate 100+, un'organizzazione che promuoveva azioni contro i gas serra, nel febbraio 2024 annunciava il suo ritiro, riformando le procedure di delega di voto per consentire ai singoli investitori di esprimere le proprie preferenze, limitando la sua autonomia di gestione. Bryan P. Spence V. American Airlines, Inc., And American Airlines Employee Benefits Committee, Civil Action No. 4:23-cv-00552-O, 36.

3 ERISA, Section 404(c).

4 Il 13 novembre 2020, sotto l'amministrazione Trump, veniva pubblicata la c.d. “*final rule*”, che emendava gli “*Investment Duties*” previsti dal Titolo I dell'ERISA, imponendo ai gestori di fondare le proprie scelte di investimento soltanto su “*pecuniary factors*”, negando così la possibilità di includere investimenti di natura sostenibile. In seguito, il

¹ Bryan P. Spence V. American Airlines, Inc., And American Airlines Employee Benefits Committee, Civil Action No. 4:23-cv-00552-O, 12-13.

l'ERISA, alla luce delle modifiche del 2022 introdotte con i *"Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights"*, consente ai fiduciari di considerare anche i fattori ESG nell'esercizio dei diritti degli azionisti, come nel voto per delega, pur mantenendo l'obbligo di eseguire un'analisi approfondita dei rischi e dei benefici finanziari degli investimenti, in linea con i principi di prudenza e lealtà verso gli investitori. Nonostante le opposizioni anche da parte di alcuni Stati americani⁵, la Corte federale del Texas lo scorso 14 febbraio è tornata a pronunciarsi sul tema, ribadendo la legittimità di queste modifiche e affermando che «the 2022 rule does not permit a fiduciary to act for other interests than the beneficiaries' or for other purposes than the beneficiaries' financial benefit»⁶.

Sotto il profilo della correttezza del rapporto con gli investitori, la gestione collettiva e quella individuale presentano rischi analoghi⁷. In Italia, per i servizi di investimento, gli intermediari ai sensi dell'art. 21 TUF sono chiamati a comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, *«per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati»*. Nella gestione collettiva, il dovere fiduciario è disciplinato dall'art. 35-*decies* TUF che stabilisce che i gestori debbano operare *«nel miglior interesse degli Oicr gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato»*, permettendo così di considerare anche *altri* interessi, purché il risultato finale sia comunque nel miglior interesse del beneficiario.

20 gennaio 2021, un ordine esecutivo dell'amministrazione Biden ha richiesto alle agenzie federali di rivalutare le regole adottate nel triennio precedente che potessero essere contrarie alla protezione dell'ambiente, porre ostacoli alla risoluzione della crisi climatica e alla protezione della salute pubblica. Il 1° dicembre 2022, quindi, il dipartimento del lavoro nordamericano ha emanato una nuova regola sulla *"Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights"* (disponibile all'indirizzo www.federalregister.gov) che supera la *final rule* promulgata sotto l'amministrazione Trump, permettendo di tenere in considerazione anche fattori ESG nelle scelte di investimento. Successivamente, a marzo 2023, i repubblicani nell'ambito del Congresso hanno stravolto il testo di tale nuova legge emanata dal dipartimento del lavoro, tant'è che Biden è stato costretto ad emettere il suo primo veto presidenziale per difendere la legge così come modificata (cfr. J.R. BIDEN jr, *Message to the House of Representatives – President's Veto of H.J. Res 30*, 20 marzo 2023, reperibile all'indirizzo www.whitehouse.gov).

5 Case 2:23-Cv-00016-Z, P.2.

6 *State Of Utah, et al., v. Vince Micone, et al.*, 2:23-CV-016-Z, <https://climaticasechart.com/case/utah-v-walsh/>.

7 Così, L. ENRIQUES - F. VELLA, *Le gestioni mobiliari*, Bologna, 1998, 356. Nello stesso senso anche F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2021, 260.

3. L'autonomia dei gestori nell'ambito delle decisioni di investimenti ESG

Nell'ambito della gestione individuale dei portafogli, l'ESMA si è espressa chiarendo che le preferenze di sostenibilità del cliente (compresa la quota minima da impiegare in investimenti con caratteristiche di sostenibilità) dovrebbero essere acquisite e valutate già quando si concorda il mandato e la strategia di investimento. Se il gestore non potesse soddisfare tali preferenze, dovrebbe discuterne quando viene concordato il mandato e dovrebbe domandare al cliente se questi intenda adeguare o meno le proprie preferenze. In caso di neutralità dell'investitore, invece, l'intermediario ha maggiore discrezionalità, tenendo comunque conto che il possibile *trade-off* tra rendimento e sostenibilità dovrebbe essere risolto in favore del primo termine sulla base del fatto che il rendimento e il rischio sono elementi tipici dell'investimento, mentre la sostenibilità è una sua possibile declinazione⁸. Con riferimento sia alla gestione collettiva che al servizio di gestione di portafogli, la Consob ha pubblicato recentemente un richiamo di attenzione⁹, per orientare gli operatori a conformarsi ad alcuni elementi chiave della disciplina relativi all'inclusione dei fattori ESG nel processo decisionale degli OICR e alla trasparenza informativa a livello di prodotto. I gestori dovrebbero poter considerare l'integrazione di fattori ESG come adeguata e coerente con le linee guida fiduciarie e finanziarie, valorizzando i casi di positiva correlazione tra integrazione ESG e risultati finanziari, ma è necessario assicurare trasparenza: persino la sola denominazione del fondo può influenzare significativamente una decisione di investimento¹⁰. Come è stato correttamente osservato, *«gli obblighi di trasparenza (...) implicano, infatti, lo svolgimento di attività valutative interne da parte degli investitori istituzionali e dei gestori in merito alla necessità e/o all'opportunità che fattori ESG siano integrati nell'attività di investimento nonché alle modalità con cui farlo; attività valutative senza le quali non sarebbe possibile alimentare l'informativa richiesta dalla regolamentazione»*¹¹.

8 M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Rivista di Diritto Bancario*, Fascicolo II, Sezione I, Anno 2023, 271.

9 Consob, Richiamo di attenzione n.1/25 - *L'adeguamento agli obblighi in materia di "finanza sostenibile" da parte dei gestori*, 11 febbraio 2025.

10 ESMA, *Orientamenti sull'utilizzo di termini ambientali, sociali e di governance o relativi alla sostenibilità nelle denominazioni dei fondi*, ESMA34-1592494965-657.

11 Aa.Vv., *La finanza per lo sviluppo sostenibile*, in *Finanza sostenibile*

4. Considerazioni

La pronuncia della Corte federale del Texas nel caso *Spence V. American* ha evidenziato le difficoltà legate ai prodotti della finanza sostenibile, sia per gli investitori che i gestori. E queste difficoltà non sono sconosciute in Europa.

In ambito UE, effettivamente, esiste una lacuna normativa relativa alla tutela diretta e cogente degli investitori¹². Questa mancanza è dovuta a fattori come la pluralità dei soggetti responsabili (produttori, intermediari, prestatori di servizi), la diversità degli investitori da tutelare (*retail* e professionali) e il fatto che l'interesse ESG non è ancora considerato un interesse autonomo, ma un fattore "accessorio" agli obiettivi finanziari. L'implementazione di tale tutela è però necessaria alla luce del fatto che l'investitore resta estraneo alle operazioni del soggetto finanziato (salvo che non si tratti di un finanziamento partecipativo). Infatti, come è stato correttamente osservato, «la sostenibilità non è una caratteristica dello strumento dell'investimento, ma dell'oggetto dell'investimento»: il giudizio dell'investitore non riguarda il prodotto finanziario, ma il "sottostante" ossia il rapporto fondamentale a cui il prodotto finanziario si riferisce¹³.

Dal lato degli intermediari, invece, la loro autonomia nella scelta degli investimenti sostenibili rispetto a quelli tradizionali, dipende essenzialmente dalla preferenza espressa dall'investitore per i prodotti ESG. Si consideri che nel 2022, una rilevazione della Consob sul mercato al dettaglio descriveva che solo un numero relativamente ridotto di risparmiatori sarebbe stato disposto ad assumersi i rischi tipici dei prodotti sostenibili, incluso quello della rinuncia al rendimento¹⁴.

Infine, la disciplina europea – che era nata per poter armonizzare l'attività degli intermediari e gestire in maniera uniforme i rischi tipici degli investimenti ESG – si è evoluta in un quadro normativo disordinato e difficile da comprendere¹⁵. Oggi, il legislatore europeo riduce gli oneri normativi con il "Pacchetto

Omnibus I"¹⁶ e con procedura d'urgenza approva la proposta "*stop-the-clock*"¹⁷, alla ricerca di un equilibrio tra semplificazione e regolamentazione. Tuttavia, una semplificazione eccessiva potrebbe compromettere la competitività del mercato finanziario europeo e non dare agli operatori finanziari gli strumenti adeguati a valutare (e correttamente rappresentare) i rischi ESG¹⁸. Inoltre, se è innegabile che una maggiore regolamentazione comporti un aumento degli oneri di *compliance* per le aziende, è altrettanto vero che tali costi sarebbero ampiamente compensati da un accesso più agevole al mercato dei capitali, con il vantaggio (voluto dalla normativa in essere) di orientare il comportamento degli investitori verso scelte più sostenibili¹⁹.

Sotto tale profilo, non possono che condividersi le parole del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, secondo cui l'UE dovrebbe «evitare il rischio di correzioni di rotta eccessive»²⁰. In questa delicata fase di ripensamento della normativa (il condivisibile "*less is more*") e di frammentazione geopolitica, gli operatori del risparmio gestito possono ancora svolgere un ruolo importante nella comprensione dei fenomeni degli investimenti sostenibili da parte degli investitori, ma la guida delle Autorità di Vigilanza nazionali sarà determinante per non perdere di vista gli impegni, gli obiettivi e gli sforzi già compiuti verso la sostenibilità.

16 Con "Pacchetto *Omnibus*" si intendono due distinti pacchetti, entrambi presentati dalla Commissione Europea il 26 febbraio del 2025: il Pacchetto *Omnibus I*, formalizzato nel documento [COM\(2025\) 80 final](#), incentrato sulla modifica delle direttive relative alla rendicontazione di sostenibilità aziendale e alla due diligence, e il Pacchetto *Omnibus II*, contenuto nel documento [COM\(2025\) 84 final](#), focalizzato sull'efficientamento del programma di investimento *InvestEU* e sulla semplificazione degli obblighi di segnalazione ad esso connessi.

17 Il 16 aprile 2025, è stata pubblicata in Gazzetta Ufficiale dell'UE la Direttiva (UE) 2025/794 che modifica le Direttive 2022/2464/UE (CSRD) e 2024/1760/UE (CSDDD) relativamente alle date a decorrere dalle quali gli Stati membri dovranno applicare alcuni obblighi relativi alla rendicontazione societaria di sostenibilità e al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità.

18 C. LUISON, *Rendicontazione di sostenibilità: cosa cambia con il pacchetto Omnibus*, Milano, 28 febbraio 2025.

19 G. MATTARELLA, *Sostenibilità e servizi di investimento tra selezione avversa, vaghezza normativa e regolazioni settoriali*, in *Rivista di Diritto Bancario*, Luglio – Settembre 2024, 560. L. SPAANS, J. DERWALL, J. HUIJ, K. KOEDIJK, *Sustainable Finance Disclosure Regulation: voluntary signaling or mandatory disclosure?*, Febbraio 2024, 2 ss., in <https://ssrn.com/abstract=4722820>, 1 ss.

20 Intervento introduttivo di Paolo Angelini, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, *La sostenibilità nell'industria finanziaria: vecchi modelli per nuovi scenari?*, Milano, 2 aprile 2025.

- Consob, n. 1/2021, reperibile sul sito *internet* dell'Autorità.

12 Cfr., Aa. Vv., *Greenwashing e tutela del consumatore per un'economia sostenibile*, in *Quaderni Giudici*, Consob n.33, febbraio 2025.

13 Cfr., Aa. Vv., *Greenwashing e tutela del consumatore per un'economia sostenibile*, op. cit., 78.

14 Consob, *Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane*, 2022.

15 *Focus on Sustainable Finance*, Isabelle Louise and Pauline Hascoet, Appendix 5, in *Less is More*, Report by an expert group, 10 febbraio 2025, 81.

I venti del Clean Industrial Deal: Niente di nuovo sul fronte occidentale?

di Francesco Petrocelli

1. La politica industriale verde europea in fieri

Non il solo Pacchetto Omnibus impegna la frenetica agenda del decisore politico unionale.

Il 26 febbraio 2025, invero, ha visto la luce la Comunicazione della Commissione relativa al Clean Industrial Deal (CID)¹, nuovo tassello che compone l'articolata e non sempre lineare *green industrial policy* europea², paradigma dell'inedita riesplorazione del protagonismo pubblico in economia, chiamato a governare e dirigere le trasformazioni epocali che attraversano lo scenario globale – emergenza climatico-ambientale, difficoltà nel reperimento di fonti sicure di approvvigionamento energetico, competizioni commerciali sleali dei Paesi terzi, tensioni geopolitiche e sociali – nel senso di una transizione giusta e sostenibile.

Com'è noto, il Green Deal del 2019, gli stimoli finanziari alla transizione ecologica per almeno il 30% del piano di rilancio NextGenerationEU, il piano RePowerEU del 2022, il Piano industriale del Green Deal per l'era a zero emissioni nette del 2023, il progressivo allentamento delle regole sugli aiuti di Stato costituiscono tappe primarie della frammentaria strategia dell'Unione che riconsegna alle istituzioni pubbliche un ruolo attivo nell'indirizzo delle scelte degli operatori economici privati europei verso obiettivi programmatici sovraordinati di lungo periodo: la decarbonizzazione del sistema produttivo nel mercato interno, il raggiungimento della neutralità delle emissioni, la riconversione energetica e l'autonomia strategica e competitiva delle industrie nel mercato interno, queste ultime divenute ancora più urgenti a partire dall'invasione russa dell'Ucraina.

In questo solco si colloca, perciò, la recente Comunicazione della Commissione, che rinsalda, non senza allargarne gli orizzonti, le traiettorie di siffatto modello d'intervento pubblico *mission-oriented*, che ricorre

ad una panoplia di strumenti finanziari di *government targeted support*, spesso connotati da condizionalità³ – finanziamenti, investimenti e sussidi, spesso selettivi, sgravi e incentivi “multilivello”, fissazioni di standard, misure regolatorie – per allineare le attività produttive domestiche agli obiettivi di *public policy* e difenderle dalle insidie delle politiche industriali e commerciali esterne, non di rado sleali (è il caso dell'*Inflation Reduction Act* statunitense, dal futuro ora incerto, e delle “spregiudicate” iniziative cinesi). Si pensi, tra tutte, alla modifica del regime sugli aiuti di Stato contenuta nel Piano Industriale 2023, che dilata i poteri degli Stati, ai quali viene consentito ora di eguagliare le sovvenzioni promesse da un Paese terzo per attrarre e spingere gli operatori economici a stabilirsi nello spazio economico europeo, scongiurando così, con pulsioni protezionistiche, la delocalizzazione della produzione industriale fuori dal medesimo spazio⁴.

2. Decarbonizzare in modo competitivo: si può, si deve?

Il Piano presentato dalla Commissione si prefigge di radunare le iniziative della strategia industriale in un «transformational business plan» integrato, che congiunga competitività ed azione climatica sotto una «overarching growth strategy» idonea a stimolare l'economia circolare e mettere in sicurezza il Continente, avviluppato nella morsa delle ripercussioni delle crisi ambientali, dello shock energetico e della corsa alle politiche commerciali più incisive. Il piano, in altre parole, muove dalla constatazione per cui «decarbonisation policies are a powerful driver of growth when they are well integrated with industrial, competition, economic and trade policies»⁵ e risulta incentrato su due settori correlati: le industrie ad alta intensità energetica, bisognose d'immediato sostegno

1 Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni – *The Clean Industrial Deal: A joint roadmap for competitiveness and decarbonisation*, COM(2025) 85 final, 26 febbraio 2025, su https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/clean-industrial-deal_en.

2 R. VEUGELERS, S. TAGLIAPIETRA, C. TRASI, *Green Industrial Policy in Europe: Past, Present and Prospects*, in *Journal of Industry, Competition and Trade*, 24, 4, 2024, p. 2 ss.

3 M. MAZZUCATO, D. RODRIK, *Industrial Policy with Conditionalities: A Taxonomy and Sample Cases*, in *UCL Institute for Innovation and Public Purpose, Working Paper Series*, 2023, pp. 4 ss.

4 L. TORCHIA, *I mercati e la loro disciplina: il bilancio di un decennio*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2, 2024, p. 320.

5 Dacché si tratta di una strategia che rappresenta «a commitment to accelerate decarbonisation, reindustrialisation and innovation, all at the same time and across the entire continent, also reinforcing Europe's resilience».

per decarbonizzare, passare ad energie pulite e fronteggiare costi spropositati, concorrenza globale sleale e complesse regolamentazioni; il segmento delle *cleantech*, cuore della competitività futura e motore indispensabile per la trasformazione industriale, l'economia circolare e l'azzeramento delle emissioni.

Si coglie sin d'ora, con tutta evidenza, la cifra delle più recenti curvature della politica industriale europea: gli obiettivi di neutralità climatica e riconversione industriale verde da tempo fissati sono in maniera sempre più esplicita, affiancati e compenetrati dalle urgenze difensive, per dir così, di assicurare la competitività e l'autonomia strategica a lungo termine dell'industria europea, la sovranità energetica, la messa in sicurezza delle fonti di approvvigionamento di materie critiche (anzitutto verdi), l'irrobustimento "domestico" dei campioni europei e nazionali. Tutti *targets*, questi ultimi, ricondotti con enfasi alla categoria "ad ombrello" – non priva di ambiguità e vaghezze – della «open strategic autonomy»⁶. La prospettiva, tuttavia, com'è stato notato, non dovrebbe essere quella di una tensione insormontabile fra le finalità di sicurezza e sovranità energetica, di accesso equo all'energia e di sostenibilità climatico-ambientale, dacché quest'ultima dovrebbe rimanere, com'è stato sinora, «un *driver* sostanziale (e non solo un limite esterno) delle politiche di sviluppo»⁷.

Volendo riassumere i tratti salienti del Piano, il CID individua cinque assi principali lungo cui impegnarsi.

i) Il primo riguarda l'accesso economicamente sostenibile all'energia per tutte le industrie europee (l'alto costo dell'energia europea essendo in larga parte ascrivibile alla dipendenza dai combustibili fossili importati). Per favorire l'elettrificazione e la transizione su un'energia domestica e pulita, la Commissione ha adottato un Action Plan for Affordable energy, dipanato lungo diverse priorità. Si segnala una crescente preminenza attribuita al Gruppo BEI (e perciò, di riflesso, ai suoi *partner* nazionali e paritari, ovvero gli Istituti Nazionali di Promozione, come la nostra Cassa Depositi e Prestiti) nel sostegno alla stipula di contratti di acquisto di energia, PPAs⁸, nella fornitura

di relative contro-garanzie da un lato alle imprese che li concludano, per assicurare un approvvigionamento elettrico a lungo termine, e dall'altro ai produttori di componenti per le reti energetiche europee; a tal fine il medesimo Gruppo ha introdotto un Grids Manufacturing Package per almeno 1,5 miliardi di euro che peraltro concorre ad accelerare gli investimenti nel settore, sulla scia di quanto avvenuto con RePowerEU. Tra le ulteriori misure qui ricomprese è appena il caso di segnalare l'impegno della Commissione a ridurre i tempi di autorizzazione e rimuovere le strozzature burocratiche legate all'accesso all'energia da parte delle industrie e ai progetti di decarbonizzazione, prevedendo, per specifiche zone di accelerazione o in situazioni di preminente interesse pubblico, misure per agevolare il rilascio delle autorizzazioni, come già accaduto per il Net Zero Industry Act.

ii) Il secondo riguarda il potenziamento dell'offerta e della domanda dei prodotti puliti. Delle molteplici iniziative per dar vita a mercati guida per tecnologie e prodotti *clean* europei, merita una menzione l'annuncio della proposta di revisione del quadro normativo sugli appalti pubblici (nel 2026), in linea con l'Industrial Decarbonisation Act, sì da «apply sustainability, resilience ad European preference criteria» (cioè, criteri non di prezzo) ai *public procurements* strategici «to ensure lead markets for low-carbon products», finendo di tal guisa per "condizionare" le scelte strutturali delle aspiranti aggiudicatrici.

iii) Il terzo asse concerne gli investimenti pubblici e privati ed è senza dubbio il più denso, ed è articolato lungo tre direttrici. Anzitutto, il rafforzamento del finanziamento a livello unionale, con la proposta di istituzione di una Industrial Decarbonisation Bank all'obiettivo dichiarato di mobilitare 100 miliardi di euro derivanti da risorse del Fondo per l'Innovazione, da entrate aggiuntive derivanti dal sistema ETS e dalla revisione del programma InvestEU, da attribuire poi alla *governance* del futuro Competitiveness Fund. V'è poi la direttrice dell'ottimizzazione degli investimenti privati. In quest'ambito, la Commissione intende modificare il regolamento del programma InvestEU – allo stato, il primario strumento unionale di mobilitazione degli investimenti privati, con oltre 280 miliardi già investiti nel mercato europeo – per aumentarne la «risk bearing capacity» e gli investimenti "coraggiosi" in *equity*, impiegando 50 miliardi di euro addizionali per sostenere le «key EU policy priorities»; nondimeno, la Commissione

6 T. SEIDL, L. SCHMITZ, *Moving on to not fall behind? Technological sovereignty and the 'geo-dirigiste' turn in EU industrial policy*, in *Journal of European Public Policy*, 31, 8, 2024, pp. 2147 ss.

7 E. BRUTI LIBERATI, *La nuova strategia industriale europea e la sua sostenibilità politica e sociale*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2, 2024, p. 419; J. VINALES, *La politique industrielle verte de l'Union européenne et l'indépendance énergétique*, in *Pouvoirs*, 3, 2024, p. 69 ss.

8 Rivolto soprattutto alle PMI, alle *mid-cap* ed ai settori con industrie ad alta intensità energetica.

lavorerà con la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) per convogliare finanze private verso nuove iniziative a sostegno dei settori chiave del CID. Infine, terza e ultima linea d'intervento riguarda l'emanazione del Clean Industrial Deal State Aid Framework. Ancora sotto la vigenza del Quadro Temporaneo (l'ennesimo) di Crisi e Transizione adottato nel marzo 2023 (TCTF, vigente sino a dicembre 2025), invero, la Commissione profila all'orizzonte un nuovo quadro derogatorio con «simplified and flexible rules [that] will allow quick approval of State aid measures for decarbonisation, notably where they have undergone a European selection process, and clean tech projects, while avoiding undue competition distortions in the Single Market». Il nuovo *framework* introdurrà opzioni «off-the-shelf» per Stati membri per «easily demonstrate compatibility» ed un «wider use of simplified methods to set aid amounts instead of complex individual assessments», sulla scia del TCTF; peraltro, consentirà «separate support schemes» per specifiche tecnologie pulite, e faciliterà il supporto alle «non-fossil flexibility measures»; a ciò si aggiunga l'annunciata revisione per snellire gli oneri burocratici in capo ad imprese e Stati con riguardo al Regolamento generale di esenzione per categoria (GBER, già emendato nel 2021 e 2023 con un allargamento del novero dell'automatica ammissibilità di taluni aiuti, per velocizzare gli investimenti necessari per promuovere lo sviluppo di un'industria a zero emissioni nette); l'accelerazione nella progettazione di nuovi IPCEI⁹, gli importanti progetti transfrontalieri di comune interesse europeo (già allineati alle priorità unionali nel 2021), il cui potenziale nel contesto degli investimenti strategici e nel finanziamento di progetti di politica climatico-industriale, oggi possibile dalla fase di R&D sino alla prima diffusione industriale, è destinato ad accentuarsi sempre più (come del resto auspicato dal Rapporto Draghi).

iv) Il quarto binario d'intervento riguarda le iniziative per potenziare l'economia circolare e garantire un accesso sicuro a materiali cruciali e risorse, che debba passare per un'implementazione del Critical Raw Materials Act e l'adozione di un Circular Economy

⁹ Le condizioni di ammissibilità del progetto sono note: fornire un contributo importante agli obiettivi dell'UE; coinvolgere almeno quattro Stati membri, e farlo in modo trasparente ed inclusivo; produrre concreti effetti di ricaduta positivi a beneficio dell'economia e della società di tutta l'Unione; mobilitare un significativo cofinanziamento da parte delle imprese private beneficiarie degli aiuti di Stato; evitare impatti ambientali negativi.

Act nel 2026.

v) L'ultimo asse concerne i mercati globali ed i partenariati internazionali, cruciali dacché molte delle materie prime critiche cruciali per la transizione verde e per la resilienza ed autonomia strategica dell'Ue vanno ancora reperite al di fuori dell'Unione (da fornitori affidabili); affianca la proposta di miglioramento del Carbon Border Adjustment Mechanism un insieme di iniziative (contenute nell'eloquente rubrica «promoting and protecting») tese a difendere il mercato interno da investimenti stranieri che minaccino sicurezza e ordine pubblico europeo; in questo solco si inseriscono la revisione in corso della Foreign Direct Investment Regulation – che ne rafforzerà il quadro di *screening* – e le future linee guida sulla Foreign Subsidies Regulation; la Commissione, inoltre, stima di adeguare i dazi doganali sino ai livelli massimi consentiti (sfruttando le eccezioni per la protezione ambientale) e di continuare ad impiegare gli strumenti di difesa commerciale.

3. Notazioni conclusive

La rapida rassegna delle principali novità del CID – che, peraltro, raccoglie già numerose tra le raccomandazioni formulate dai Rapporti Letta e Draghi sul mercato unico e sulla competitività europea – rivela come il Piano non si discosti dalle traiettorie che è andata assumendo la nuova politica industriale. I profili esplorati consegnano agli osservatori l'ulteriore fotografia della preminenza dell'obiettivo prismatico della neutralità carbonica e dell'autonomia strategica europea, in un tutt'uno ormai inseparabile che informa ogni lineamento della strategia sovranazionale, poggiata su meccanismi pubblici d'incentivo e premiali. Confermano la centralità, nel futuro immediato, di politiche finalistiche, «rilassate» e selettive, contrassegnate da un considerevole grado di discrezionalità e non più dissimulanti un carattere marcatamente difensivo; invero, il nuovo quadro temporaneo, se dovesse conformarsi agli indirizzi del Piano, in nulla si discosterebbe dal precedente TCTF; confermerebbe la curvatura del regime sugli aiuti di Stato in favore delle priorità dell'agenda unionale; renderebbe ancora più stabile la «eccezionalità» della cornice derogatoria ormai prorogata per oltre un quinquennio; di più, nell'affievolire la disciplina, al pari dei *frameworks* precedenti, certificherebbe l'inclinazione alla «scelta dei vincitori (più) *green*» da parte della Commissione, financo implementando per questi ultimi regimi di

sussidi separati e più snelli, con schemi semplificati¹⁰; il tutto, naturalmente, acuendo una già elevata tensione fra politiche di concorrenza e politiche industriali¹¹.

Infine, la Comunicazione consolida le prerogative della Banca Europea per gli Investimenti nell'attrazione di capitali privati e nella mobilitazione di finanze pubbliche da convogliare verso il supporto alla transizione verde, a partire dall'impiego delle risorse del programma InvestEU. Come anticipato, *partner* esecutivo, al pari della BEI, di siffatto programma è, a livello nazionale, la Cassa Depositi e Prestiti: è pertanto ragionevole aspettarsi che la stessa diventi, più di quanto già non sia, attrice primaria nell'attuazione e nell'implementazione degli indirizzi della politica industriale disegnata a livello sovranazionale.

10 L. HORNKOHL, D. PELEKIS, *State Aid Control as a Coordinating Instrument for EU Industrial Policy in the Internal Market*, 2025, su www.ssrn.com; G. BRUZZONE, *Industrial Policy and State Aid Control: A Framework for Minimising Trade-Offs*, in *European State Aid Law Quarterly*, 3, 2024, p. 384 ss.

11 M. RAMAJOLI, *Peripezie passate e presenti della tutela della concorrenza*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2, 2024, p. 324 ss.; F. ROSSI DAL POZZO (a cura di), *Politiche di concorrenza e politica industriale. Sinergia o conflitto?*, fasc. spec. *Eurojus*, 2023.

La regola della passivity rule nelle ultime vicende bancarie

di Stefano Montalbetti

1. Introduzione

L'articolo 104, comma 1, del D. Lgs. n. 58/1998 ("TUF") impone alle società quotate – e quindi ai loro organi amministrativi – i cui titoli sono oggetto di un'offerta (di acquisto o di scambio) di astenersi dal compiere *"atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta"*, a meno che non intervenga un'autorizzazione assembleare che autorizzi tale atto od operazione. La c.d. *no frustration rule* trova applicazione dalla comunicazione che l'offerente è tenuto a promuovere ai sensi dell'articolo 102 del TUF, non appena venga formalizzata la decisione di dare esecuzione all'offerta, sino alla chiusura dell'offerta stessa ovvero fino a quando l'offerta non decada. Inoltre, il comma 1-bis dell'articolo 104 del TUF prevede che l'autorizzazione dell'assemblea sia richiesta anche laddove la decisione da parte della società *target* di compiere un atto od operazione che possa contrastare il buon esito dell'offerta sia stata presa prima della comunicazione dell'offerente ex articolo 102 del TUF, ma non sia stata ancora attuata, in tutto in parte, in pendenza dell'offerta, non rientri *"nel corso normale delle attività della società"* e, in caso di sua attuazione, sia idonea a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.

Il disposto dell'articolo 104 è frutto di un'evoluzione legislativa che ha tenuto conto anche della disciplina comunitaria in materia (in particolare della Direttiva 2004/25/CE – c.d. Direttiva OPA): nel 2008 la regola della *no frustration rule* era resa facoltativa, lasciando all'autonomia statutaria la possibilità di prevederla (c.d. *opt-in*), probabilmente con il fine di non agevolare scalate ostili nei confronti di società quotate italiane in un momento dove, a causa della crisi finanziaria, il valore dei titoli in Borsa dei nostri emittenti poteva consentire un acquisto a prezzi di sconto. Dal 2009, invece, la *passivity rule* è tornata ad essere la regola di *default* e gli statuti possono decidere di derogarvi in tutto o in parte (c.d. *opt-out*).

A detta dei diversi autori che si sono occupati del tema, la *ratio* di tale disciplina risiede nel garantire la contendibilità della società bersaglio, impendendo agli amministratori – che, a seguito del lancio di

un'offerta ostile, vengono a trovarsi in una posizione di conflitto di interessi quasi fisiologico, considerato che sovente il nuovo acquirente sostituisce il *management* precedente – di poter determinare gli esiti dell'offerta. Impostazione che parte dell'assunto che ad una maggior contendibilità dell'emittente quotato corrisponda una più alta valorizzazione del prezzo del titolo e che i destinatari dell'offerta (per l'appunto gli azionisti) siano, conseguentemente, i soggetti posti nella posizione migliore per poter prendere la decisione di autorizzare o meno una misura difensiva.

Da un'altra prospettiva, non può tuttavia non ravvisarsi come il principio della contendibilità abbia perso un po' quel carattere di assolutezza che lo caratterizzava in passato. Basti solamente pensare alle disposizioni normative – con il recente esempio della Legge n. 21/2024 – che tendono a favorire una separazione tra proprietà e controllo e a garantire quest'ultimo anche a fronte di investimenti di portata minore, anche al fine di incentivare l'apertura al mercato dei capitali ed evitare la fuga verso ordinamenti stranieri più permissivi.

La *ratio* della *passivity rule* si pone in linea con il fine ultimo che originariamente caratterizza il modello societario e di impresa generale, ossia quello della massimizzazione del benessere dei soci (c.d. *shareholder value*). Pertanto, se questa è l'unica aspirazione a cui deve tendere l'impresa, sarebbe difficilmente pensabile che l'autorizzazione all'assunzione di una misura che possa impedire a un azionista di liquidare le sue azioni a un prezzo più alto del valore di mercato (qualunque esso sia) non venga decisa dall'azionista stesso. Se invece, senza volersi addentrare in queste tematiche che esulerebbero dagli intenti del presente scritto, si ritiene che le società debbano tutelare anche gli interessi degli altri *stakeholders* e che sovente le OPA siano dovute a inefficienze di mercato, allora forse gli amministratori, purché non spinti da meri interessi personali, dovrebbero trovarsi nella posizione migliore per ostacolare le offerte non virtuose e, al contrario, favorire quelle che meglio rispondano ad un'esigenza di massimizzazione del valore della società (e non solo dei suoi azionisti) nel lungo periodo.

2. Questioni interpretative poste dall'articolo 104 del TUF

Le vere questioni interpretative riguardano cosa sia da ricomprendere nella enunciazione “*atti od operazione che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta*” (articolo 104, comma 1, del TUF) e cosa “*non rientri nel corso normale delle attività*” (articolo 104, comma 1-bis, del TUF). Il punto è cruciale in quanto un'interpretazione troppo espansiva rischierebbe di impedire all'organo amministrativo di gestire l'impresa con la diligenza richiesta (art. 2392 c.c.), rallentando o addirittura impedendo il compimento di operazioni che siano funzionali al raggiungimento degli obiettivi prefissati dal *management* per la crescita dell'impresa (si pensi, ad esempio, all'esecuzione di alcune operazioni previste nel *business plan* approvato dal consiglio di amministrazione prima del lancio dell'offerta da parte del terzo offerente). La portata di questa norma può assumere ancora più rilevanza nel contesto bancario, dove le banche hanno, sovente, necessità di eseguire alcune operazioni – anche “straordinarie” – in un breve lasso temporale, non solo a tutela dei propri azionisti, ma del sistema in generale. Tra l'altro, nel caso in cui la società bersaglio sia una banca, il periodo di applicazione di questo divieto rischierebbe di essere particolarmente lungo, in quanto promuovere un'offerta su una banca comporta il coinvolgimento di diverse autorità a cui vengono richieste varie autorizzazioni: tra la comunicazione della decisione di promuovere un'OPA e la sua conclusione possono, quindi, intercorrere diversi mesi. Un'interpretazione troppo ampia della norma potrebbe anche favorire condotte opportunistiche da parte dell'offerente, che avrebbe la possibilità di approfittare della situazione per ostacolare lo svolgimento di alcune attività di un concorrente.

La Consob (vd. Comunicazione n. DAL/99039392 del 18 maggio 1999) aveva distinto le difese ricomprese nella norma – per le quali sarebbe necessario richiedere un'autorizzazione assembleare – in tre diverse tipologie: (i) gli atti che hanno il fine di incrementare il costo necessario per raggiungere il quantitativo di adesioni che l'offerente ha in mente di raggiungere (si pensi, ad esempio, ad aumenti di capitale della *target* delegati agli amministratori con facoltà di esclusione del diritto di opzione); (ii) operazioni che riguardano direttamente l'impresa *target* e non i suoi titoli e tendono a mutarne le caratteristiche patrimoniali e aziendali (si pensi alla cessione di alcuni beni rilevanti); e

(iii) comportamenti di disturbo (come ad esempio la contro-offerta sulle azioni dell'offerente o l'acquisto di altre imprese che portino a far emergere problematiche *antitrust*).

La formulazione generale della disposizione sembra voler introdurre una sorta di presunzione sulla natura difensiva di tutte le azioni che abbiano anche quale semplice effetto quello di ostacolare il buon esito dell'offerta: un'analisi aderente al dettato letterale, infatti, non pare orientata ad esaminare la causa in concreto di un certo atto, bensì sembra mirare ad assecondare il principio di certezza del diritto, che verrebbe inevitabilmente sacrificato di fronte ad una valutazione caso per caso degli intenti sottesi ad ogni operazione compiuta in pendenza di un'offerta.

La “mera” ricerca di offerte concorrenti, invece, non rappresenta un atto in contrasto con gli obiettivi dell'offerta, sull'assunto che la ricerca di ulteriori offerte porti beneficio agli azionisti, che possono decidere di aderire a quella che propone un corrispettivo maggiore. La ricerca del c.d. “cavaliere bianco” deve però essere una “mera” ricerca nel senso che, come è stato sostenuto, non deve tramutarsi in uno strumento nelle mani degli amministratori che, fornendo certe informazioni a uno degli offerenti e non agli altri, possono influenzare gli esiti delle offerte e le decisioni degli azionisti.

La formulazione contenuta nel comma 1-bis dell'articolo 104 del TUF, con riferimento alle decisioni prese prima della comunicazione di lancio dell'offerta ma non ancora attuate, pone un'ulteriore margine di ambiguità alle azioni difensive “consentite”, riferendosi alle condotte che rientrano nel “*corso normale delle attività*”. Se in precedenza la prassi era orientata a richiedere l'autorizzazione assembleare solamente a quelle decisioni che comportassero un rilevante grado di discrezionalità in capo all'organo gestorio (si veda la Comunicazione Consob n. DIS/99085578 del 19 novembre 1999), sicché dovevano considerarsi escluse quelle condotte che, al contrario, consentivano agli amministratori di dare normale esecuzione a decisioni già prese dall'assemblea o impegni già assunti verso i terzi, nel vigore dell'attuale disciplina non pare potersi ricavare una tale distinzione. La dottrina è solita individuare, tra le operazioni che attengono al “*corso normale delle attività*”, quelle che rientrano nella gestione ordinaria dell'impresa, da intendersi non solo come individuazione delle specifiche attività comprese nell'oggetto sociale, ma anche quelle che siano ef-

fettuate con le consuete modalità di svolgimento, già adottate in precedenza. Tuttavia, una simile posizione rischierebbe di paralizzare eccessivamente l'operato degli amministratori, il cui giudizio sulla "normalità" dell'atto dovrebbe necessariamente tenere conto del contesto economico e di mercato nel momento in cui viene presa la decisione, sicché dovrebbero ritenersi esenti da autorizzazione assembleare quelle condotte che trovino la propria esplicazione nel dovere di diligenza che caratterizza l'attività degli amministratori, al fine di assicurare, specialmente nel contesto bancario, una sana e prudente gestione dell'impresa.

L'Autorità, nella sopra citata comunicazione, concludeva asserendo che, affinché si potesse considerare un atto come espressione di un programma già compiutamente deciso in precedenza, fosse necessario che la decisione in merito a quella specifica operazione fosse già resa nota o, quanto meno conoscibile dal mercato, prima della comunicazione dell'offerta. In un tale situazione sarebbe stato possibile, nei fatti, sostenere che la società bersaglio non avesse dato attuazione ad alcuna decisione che non fosse stata già nota all'offerente prima del lancio dell'offerta e sulla quale, di conseguenza, l'offerente non avrebbe potuto fare affidamento.

3. La vicenda UniCredit e Banco BPM

Nella nota vicenda che riguarda l'offerta pubblica di scambio promossa da UniCredit S.p.A. (di seguito, per semplicità, "UniCredit") nei confronti di Banco BPM S.p.A. (di seguito, per semplicità, il "Banco"), comunicata al mercato il 25 novembre 2024, in pendenza dell'offerta pubblica di acquisto volontaria da parte di Banco BPM Vita S.p.A., società controllata dal Banco, sulle azioni ordinarie di Anima Holding S.p.A. (di seguito, per semplicità, "Anima"), la tematica della *passivity rule* è emersa, in particolare, al momento della decisione di incrementare il corrispettivo in denaro dell'OPA su Anima offerto agli azionisti di quest'ultima. Il consiglio di amministrazione del Banco ha deciso di richiedere, ai sensi dell'articolo 104 del TUF, all'assemblea l'autorizzazione a incrementare il corrispettivo dell'offerta su Anima nonché a poter rinunciare ad alcune condizioni di efficacia apposte a quell'offerta. Come si può evincere dal comunicato stampa del Banco del 18 febbraio 2025 e dalla successiva relazione illustrativa del consiglio di amministrazione a favore dell'assemblea dei soci, il consiglio invoca l'opportunità di riappropriarsi della

normale flessibilità operativa che caratterizza una tale operazione, che rappresenta – si legge nella relazione illustrativa – *“un'operazione di rilevanza strategica per il Gruppo Banco BPM”*. D'altra parte – e forse anche questa considerazione ha portato il consiglio del Banco a convocare l'assemblea – UniCredit, nella sua comunicazione ex articolo 102 del TUF del 25 novembre 2024, tra le diverse condizioni di efficacia poste all'OPS sul Banco, aveva previsto anche il fatto che il Banco e la sua controllata (offerente) non modificassero i termini e le condizioni dell'offerta su Anima, e quindi, tra l'altro, non rinunciassero alle condizioni di efficacia dell'offerta e non modificassero il corrispettivo della stessa.

Il quesito che l'interprete si pone è, quindi, se fosse effettivamente necessario (*rectius* richiesto) – e non solo opportuno – chiedere l'autorizzazione assembleare per il Banco, anche se l'offerta su Anima è stata chiaramente iniziata prima del comunicato di UniCredit. Da una parte, l'incremento del corrispettivo (c.d. rialzo) nelle offerte volontarie è un elemento abbastanza comune, come d'altronde in ogni acquisizione che preveda un minimo di negoziazione tra le parti, sicché è piuttosto ragionevole ritenere che tale incremento, nella misura proposta, fosse già ricompreso nella strategia assunta dal Banco quando la sua controllata ha avviato formalmente il processo di offerta su Anima (nei documenti sopra citati, si legge infatti di come sia necessario che il consiglio si riappropri della *“normale flessibilità operativa”* che caratterizza queste operazioni). Dall'altra parte, tuttavia, tenendo in debita considerazione l'attuale formulazione dell'articolo 104, comma 1-bis, del TUF, è difficile poter sostenere che questa decisione sia stata formalmente attuata prima dell'offerta di UniCredit e, soprattutto, rientri nel corso normale delle attività della società. Il fatto poi che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta di UniCredit, indipendentemente dalla correlazione con l'apposita condizione di efficacia all'offerta posta da UniCredit – che comunque, se non altro, rafforza la volontà di UniCredit di porsi quale soggetto interessato agli esiti della vicenda su Anima –, è argomentabile sull'assunto che ad un aumento dell'esborso complessivo dell'operazione Anima corrisponda una – quanto meno nell'immediato – modifica della situazione patrimoniale e finanziaria del gruppo che fa capo al Banco, rispetto a quanto formalmente preventivato al momento del comunicato di UniCredit.

In conclusione, senza alcuna pretesa di esaustività, alla luce di quanto sopra brevemente esaminato e quindi dell'attuale tenore della normativa in tema di *passivity rule*, a parere di chi scrive, risulta complicato sostenere che il consiglio del Banco avrebbe potuto evitare di richiedere l'autorizzazione assembleare, pur nella consapevolezza che da un tale impostazione possano anche derivare condotte opportunistiche da parte degli offerenti in certe scalate ostili.

Il principio di fairness nel recente Regolamento MiCA

di Beatrice Fares

In che misura il concetto di fairness, più volte invocato da legislatori e giudici europei, entra a far parte di MiCAR? Breve analisi sui punti salienti riguardanti protezione degli investitori ed integrità dei mercati.

1. Premessa: versatilità e applicazioni del principio

Il principio di fairness invocato spesso sia dalla Corte di Giustizia Europea sia dalla Corte Europea dei Diritti Umani sembra essere oggi sempre più versatile adattandosi a diverse aree del diritto europeo. Dalle normative sulla libera circolazione al diritto antitrust, dal diritto della proprietà intellettuale al diritto di asilo, passando per la regolamentazione in materia tributaria fino al settore processuale è possibile trovare riferimenti espliciti al principio di fairness, la cui definizione sembra essere tanto cruciale quanto difficile da incardinare in precisi confini trattandosi di un di un concetto esposto a cambiamenti socio-economici costanti. Al di là del significato specifico che tale principio può avere nei singoli campi, è possibile identificarne i tratti salienti nel bilanciamento di interessi contrastanti al fine di favorire equità e trasparenza.

La centralità del principio di fairness si ravvisa oggi anche all'interno delle più innovative regolamentazioni europee, come il cosiddetto "Artificial Intelligence Act", il "Digital Market Act" e il Regolamento MiCA (Markets in Crypto-Assets Regulation).

2. "Obblighi di fairness" in MiCAR

L'obiettivo ambizioso del Regolamento Europeo MiCA (2023/1114) è quello di disciplinare in modo uniforme i mercati delle cripto-attività e, dunque, la relativa emissione, offerta e scambio nonché la fornitura di servizi ad essi collegati. Come spesso viene sottolineato, la difficoltà del legislatore in questi casi è quella creare una normativa non solo al passo con le rapide evoluzioni tecnologiche, ma anche efficace ed adeguata alla struttura stessa di strumenti tokenizzati, che a differenza degli strumenti finanziari tradizionali, si basano su una tecnologia a registro distribuito (DLT) o tecnologie analoghe. Da notare che MiCAR si pone in un rapporto di complementarità con la legislazione europea esistente sui servizi finanziari, in

quanto si rivolge ad una vasta gamma di prodotti e servizi legati alle cripto-attività che non rientrino nella disciplina stabilita da altra normativa europea esistente.

All'interno di MiCAR, è possibile individuare numerosi riferimenti al concetto di fairness. Tra gli obiettivi generali della stessa normativa accanto all'integrità dei mercati di crypto-asset, al supporto dell'innovazione tecnologica e alla protezione degli investitori retail ("*retail holders*") rinveniamo lo scopo iniziale di assicurare "*fair competition*", intesa come garanzia di un mercato concorrenziale equo, in linea con la creazione di un level playing field in cui tutti i partecipanti godano di condizioni di trattamento paritarie ed abbiano pari opportunità economiche. Entrando nel dettaglio, MiCAR prevede obblighi di "*fair communication*" e "*fair conduct*" in capo agli emittenti di ARTs (asset-referenced token o "token collegati ad attività"), EMTs (e-money token o "token di moneta elettronica") e dei cosiddetti "other than" (ossia crypto-asset che non sono identificabili come ARTs e EMTs). Per tali soggetti, le previsioni relative alla "*fair communication*" si articolano in obblighi di trasparenza e pubblicità, secondo cui le informazioni da presentare all'interno dei white paper devono essere complete, corrette, chiare e non fuorvianti (art. 15 1.). In caso di violazione di tale previsione, i soggetti emittenti o offerenti sono responsabili per le eventuali perdite causate a chi detiene crypto-asset. Allo stesso modo, gli emittenti ARTs, EMTs e gli offerenti crypto-assets che non siano classificabili come tali (i cosiddetti "other than") sono tenuti a diffondere comunicazioni di marketing corrette, chiare e non fuorvianti ("*the information in the marketing communications is fair, clear and not misleading*", Articoli 7 1.b, 29 1., 52 1.). Al Titolo V del Regolamento, il legislatore rivolge la propria attenzione verso la categoria dei CASPs (prestatori di servizi per le cripto-attività o "Crypto-Assets Service Providers"), nei confronti dei quali individua regole di "*fair communication*" sul modello di quanto affermato per le altre categorie di soggetti citati. In particolare, l'articolo 66 al paragrafo 2 stabilisce che i CASPs debbano fornire ai propri

clienti informazioni, comprese quelle relative alle comunicazioni di marketing, che siano corrette, chiare e non fuorvianti.

Inoltre, il legislatore prevede che gli emittenti di ARTs, EMTs e “other than”, così come i prestatori di servizi per le cripto-attività, agiscano in modo onesto, corretto e professionale nell’interesse di chi detiene cripto-attività (“*Obligation to act honestly, fairly and professionally in the best interest of the holders*” – riferimento agli Artt. 14, 27, 37,66).

3. Diversa articolazione del principio di fairness

La connotazione che si attribuisce al principio di fairness nel caso degli obblighi informativi risulta essere legata alla trasparenza e all’integrità di divulgazioni e comunicazioni che gli emittenti cripto-attività o prestatori di relativi servizi trasmettono agli investitori. Nel dettato normativo di riferimento, il termine “*fair*” si accompagna “*clear*” e “*not misleading*”, a specificare che le informazioni da trasmettere non devono solo essere veritiere e riflettere le caratteristiche reali del crypto-asset, ma devono anche evitare qualsiasi distorsione o omissione che potrebbe influenzare le scelte dei possessori di cripto-attività, alterando gli equilibri di mercato.

Tali previsioni contenute in MiCAR si pongono l’obiettivo di proteggere gli investitori al fine ultimo di salvaguardare l’integrità dei mercati di cripto-attività e di promuovere un level playing field, che a sua volta è essenziale per un sano mercato competitivo. Tuttavia, gli obblighi informativi non sono di per sé sufficienti alla realizzazione di tali obiettivi e per tale ragione il legislatore europeo si serve ulteriormente del principio della fairness per articolare obblighi di condotta in capo agli operatori del mercato di cripto-attività. Queste disposizioni vanno oltre le regole di disclosure e di trasmissione di comunicazioni di marketing, stabilendo che gli emittenti e i prestatori di servizi agiscano con la dovuta integrità, correttezza e professionalità, al fine di beneficiare massimamente (“*best interest*”) gli holders e dunque per servire al meglio gli interessi dei loro clienti. Sul modello MiFID II, il legislatore europeo sceglie di combinare il principio di fairness e standard professionali, insieme all’obbligo di agire nell’interesse degli holders avvicinando principi giuridici con origine diversa. Tale impostazione rimanda all’approccio che il legislatore aveva già adottato in sede di regolamentazione dei mercati degli strumenti finanziari (MiFID), stabilendo

che i prestatori dei servizi di investimenti oltre a dover rispettare obblighi di correttezza, integrità e professionalità sono tenuti ad agire “*per servire al meglio gli interessi dei loro clienti*” (art.24). L’assonanza tra i due regimi è particolarmente accentuata dalla regola di valutazione di adeguatezza che è sancita in MiCAR in riferimento ai servizi di consulenza e gestione del portafoglio da parte dei CASPs (Art. 81). Occorre sottolineare che nelle suddette previsioni, l’obbligo di agire nell’interesse del cliente, che affonda le sue radici nei sistemi di common law, è accostato ad obblighi generali di correttezza e diligenza professionale che caratterizzano altre famiglie giuridiche. In riferimento al diritto italiano, per esempio, è possibile ricondurre l’obbligo di agire in modo “onesto, corretto e professionale” ai doveri di diligenza, correttezza e buona fede quali principi generali della disciplina dei contratti e delle obbligazioni (artt. 1175 e 1375 c.c.), che sono accostati al dovere di agire nell’interesse della controparte generando un’asimmetria del rapporto contrattuale volta a potenziare la protezione di una delle parti. A questo punto, potrebbero sorgere dubbi in merito alla coesistenza di principi giuridici di origine diversa. Tuttavia, l’approccio del legislatore appare legittimarsi nell’esigenza di compensare il potere contrattuale di emittenti, offerenti e prestatori di servizi di cripto-attività, nel caso di MiCAR, e dei prestatori di servizi di investimento nel caso della MiFID, che risulta essere intrinsecamente maggiore rispetto alle controparti meno sofisticate.

4. Manipolazione di mercato e “unfair trading conditions”

Il titolo VI del regolamento è dedicato alla prevenzione e al divieto degli abusi di mercato e prevede una serie di disposizioni sulla base del modello rappresentato dal Market Abuse Regulation (MAR). L’articolo 91 di MiCAR vieta la manipolazione dei mercati, riproponendo le due categorie già evidenziate dal MAR: le manipolazioni relative alla trasmissione di informazioni e le manipolazioni che invece hanno ad oggetto operazioni sul mercato. Al paragrafo 3 dello stesso articolo, il legislatore elenca una serie di condotte che sono considerate manipolazione del mercato, includendo l’acquisizione di una posizione dominante sull’offerta o sulla domanda di una cripto-attività che possa determinare i prezzi di acquisto o di vendita, oppure che sia in grado di creare “*other unfair trading conditions*”. Con questa espressione,

il legislatore sottolinea la necessità di evitare che sul mercato di cripto-attività sussistano condizioni di trading ingannevoli, discriminatorie o non eque, creando vantaggi indebiti per alcuni attori del mercato a discapito di altri. Si tratta, dunque, di uno sforzo normativo volto ad affermare il principio di fairness nell'ambito della negoziazione e dello scambio di cripto-attività, affinché possano avvenire in un mercato caratterizzato da integrità e trasparenza. Tale impostazione riflette quella del MAR, che all'articolo 12 disciplina la manipolazione dei mercati finanziari e stabilisce che qualsiasi pratica che distorca o alteri il normale funzionamento del mercato è vietata, incluse quelle che creano "*condizioni di trading non eque*". Le statuizioni principali del Market Abuse Regulation sono state lievemente modificate da MiCAR al fine di adattarle alle specifiche caratteristiche dei crypto-assets. Ciò che, invece, sembra distinguere MiCAR è una tendenza ad utilizzare formule ampie riguardanti la manipolazione di mercato e il generale principio di fairness. Tale approccio si legittima alla luce di garantire la massima adattabilità della norma alle rapide evoluzioni che caratterizzano i mercati di cripto-attività e al loro possibile ruolo nell'introdurre nuovi schemi di condotte abusive.

incarnare al meglio le sfide delle nuove tecnologie e gli orientamenti del disegno normativo europeo per la finanza digitale.

5. Riflessioni conclusive

La versatilità del principio di fairness è ampiamente dimostrata anche dal ruolo cruciale che gli viene attribuito dal legislatore europeo all'interno di un testo normativo, come quello di MiCAR che rappresenta un nuovo grande pilastro della regolamentazione europea dei mercati finanziari. Non sarebbe, infatti, un azzardo trovare nel principio di fairness un fil rouge che ripercorre l'intera norma: a partire dagli obiettivi generali, passando per prescrizioni specifiche in materia di obblighi informativi e comportamentali in capo ai soggetti attivi sui mercati di cripto-attività, fino alla disciplina degli abusi di mercato. Inoltre, l'analisi dell'applicazione del principio di fairness fornisce interessanti spunti di riflessione sulle notevoli assonanze che legano indissolubilmente il Regolamento MiCA al modello MiFID, così come, in materia di abusi di mercato, alle analogie tra MiCAR e MAR. Malgrado il concetto sotteso a tale principio si caratterizzi per essere talmente ampio da poter essere considerato talvolta indefinito, non si può escludere che tale principio abbia ormai assunto un ruolo di guida all'interno della rule making europeo, potendo

Il fondo nazionale strategico a supporto del mercato azionario*

di Giorgio Bellino

La legge 28 ottobre 2024, n. 162 (“Legge Centemero”), oltre ad importanti novità in materia di agevolazioni fiscali e incentivi agli investimenti a favore delle *start-up* e PMI innovative, ha anche previsto all’art. 3 commi 1 e 2 ulteriori disposizioni che mirano a rafforzare il capitale delle imprese italiane attraverso l’ampliamento dell’operatività del Patrimonio Destinato¹ (o Patrimonio Rilancio) di cui all’art. 27 del D.L. 19 maggio 2020, n. 34 (“Decreto Rilancio”) convertito, con modificazioni, dalla legge 17 luglio 2020, n. 77.

In merito, si ricorda che, in conseguenza dell’emergenza epidemiologica, il legislatore con l’art. 27 del D.L. citato ha autorizzato Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. (CDP) a costituire un patrimonio separato dal patrimonio di CDP. Il patrimonio è alimentato da una dotazione iniziale di risorse conferite dal Ministero dell’economia e delle finanze (MEF) per essere impiegate in interventi di sostegno e rilancio delle imprese italiane e, in via preferenziale, nella sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili, nella partecipazione ad aumenti di capitale, nonché nell’acquisto di azioni quotate/negoziare sul mercato secondario.

Il Patrimonio Destinato è essenzialmente articolato in tre comparti, autonomi e separati dal patrimonio di CDP e dagli altri patrimoni separati costituiti dalla stessa, rispettivamente denominati:

- Fondo Nazionale Supporto Temporaneo (“FNST”), che ha operato secondo i termini e le condizioni di cui al Temporary Framework sugli aiuti di Stato e che ha cessato la propria operatività in data 30 giugno 2022, in linea con il termine previsto dal regime speciale sugli aiuti di Stato nel contesto dell’emergenza da COVID-19;

- Fondo Nazionale Strategico (“FNS”), dedicato a operazioni di investimento di lungo periodo, con il

coinvolgimento di altri investitori e a condizioni di mercato, in imprese caratterizzate da solide prospettive di crescita; e

- Fondo Nazionale Ristrutturazioni Imprese (“FNRI”), dedicato a operazioni di ristrutturazione di società direttamente o tramite investimenti in organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), con l’obiettivo di supportare società in temporaneo squilibrio patrimoniale o finanziario che abbiano adeguate prospettive di redditività futura.

In termini generali, gli interventi del Patrimonio Destinato hanno come destinatari società per azioni, anche con azioni quotate in mercati regolamentati, comprese quelle costituite in forma cooperativa, che, alla data di richiesta dell’intervento e per tutta la durata dello stesso, soddisfino una serie di condizioni previste in un decreto attuativo.

Per l’avvio dell’operatività del Patrimonio Destinato, il MEF ha infatti emanato il D.M. 3 febbraio 2021 n. 26 e CDP ha adottato il Regolamento concernente requisiti di accesso, condizioni, criteri e modalità degli investimenti del Patrimonio.

Il Patrimonio Destinato opera in regime di totale esenzione fiscale: i conferimenti sono esenti da imposta di registro, da imposta di bollo, da imposte ipotecarie e catastali e da ogni altra imposta indiretta, nonché da ogni altro tributo o diritto.

L’operatività del Fondo Nazionale Strategico Indiretto

L’art. 3, comma 1, della L. n. 162/2024 integra l’art. 27 del D.L. n. 34/2020 con il nuovo comma 5-bis che si propone di ampliare le facoltà operative del Patrimonio Destinato. Più in dettaglio, viene ora previsto che un comparto del Patrimonio Destinato denominato Fondo Nazionale Strategico Indiretto (di seguito “FNSI”), nell’ambito dell’“operatività a condizioni di mercato” e con esclusione delle operazioni di ristrutturazione, possa effettuare interventi indiretti sul mercato italiano, cioè tramite la sottoscrizione di quote o azioni di OICR di nuova costituzione istituiti in Italia (nella forma di FIA riservati ai sensi del D.M. 5 marzo 2015, n. 30) e gestiti da gestori autorizzati ai sensi del

* Il contenuto del presente articolo è stato elaborato sulla base delle informazioni rese note in occasione di eventi e presentazioni sull’iniziativa del “fondo dei fondi”. Pertanto, quanto di seguito riportato potrebbe differire rispetto a quanto sarà alla fine previsto dalle disposizioni del regolamento del Patrimonio Destinato, una volta approvato.

1 Il “Patrimonio Destinato” in discorso rientra nella fattispecie dei “Patrimoni destinati ad uno specifico affare”, introdotta dalla riforma del diritto societario del 2003. Nello specifico, tali patrimoni sono definiti dall’art. 2447 bis del c.c., il quale consente alle S.p.a. di costituire uno specifico fondo patrimoniale, distinto dal patrimonio principale dell’azienda, da utilizzare per singoli affari specifici.

TUF², la cui politica di investimento sia coerente con le finalità del Patrimonio Destinato. È inoltre espressamente previsto che il FNSI possa sottoscrivere quote per un importo massimo non superiore al 49% dell'ammontare del patrimonio dell'OICR, a condizione che la restante quota, pari quindi ad almeno il 51%, sia sottoscritta da investitori professionali privati, alle medesime condizioni del FNSI. L'ammontare delle quote o azioni di ciascun OICR sottoscritte dal FNSI dovrebbe essere almeno pari a 35 milioni (ticket minimo di investimento) e non superiore a 50 milioni di euro (ticket massimo di investimento).

Il FNSI opererà pertanto come “fondo di fondi” mediante la sottoscrizione di quote o azioni di OICR che investiranno in titoli quotati/quotandi in mercati regolamentati (MR) italiani o in sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) italiani, con l'obiettivo di sostenere le imprese italiane, in particolare le PMI quotate/quotande, migliorando *-inter alia-* la liquidità degli scambi e rendendo il ricorso al mercato dei capitali più attrattivo per dette società.

In attuazione del nuovo comma 5-bis, art. 27, del D.L. 34/2020, sulla base di quanto appreso il FNSI potrà, infatti, sottoscrivere quote/azioni di OICR che soddisfino le seguenti condizioni³:

Per la quota prevalente, gli OICR dovrebbero investire un importo pari ad almeno al 70% delle masse da loro gestite in titoli quotati in MR o in MTF italiani emessi da emittenti di medio-piccola capitalizzazione (escluse le azioni ricomprese nell'indice FTSE MIB) con sede legale o significativa e stabile organizzazione in Italia, anche con fatturato annuo inferiore a euro 50 milioni;

Per la quota non prevalente, al fine di ottimizzare la gestione dei rischi di portafoglio e liquidità, gli OICR dovrebbero poter investire un importo non superiore al 30% delle masse da loro gestite in titoli quotati in MR o in MTF italiani emessi da emittenti con sede legale o significativa e stabile organizzazione in Italia con fatturato superiore a 50 milioni di euro. È importante sottolineare che, in deroga a quanto previsto al comma 4, lett. b), dell'art. 27 del D.L. n. 34 del 2020, gli OICR sottoscritti dal FNSI possono investire anche in società che operano nel settore bancario, finanziario o assicurativo⁴;

2 Più in dettaglio, trattasi di società di gestione del risparmio (SGR) autorizzate ai sensi dell'art. 34 TUF o di gestori Ue o extra-Ue autorizzati ai sensi degli artt. 41-bis, 41-ter e 41-quater TUF.

3 Vedi nota n°1.

4 L'ultimo periodo del comma 4, dell'art. 27, prevede che: *Gli interven-*

Le condizioni di cui ai precedenti punti 1 e 2 si applicano anche ai titoli emessi da emittenti che hanno completato positivamente il processo di ammissione alla quotazione su MR o MTF, con data certa di inizio negoziazione;

Al fine di ottimizzare la gestione dei rischi di liquidità, gli OICR possono inoltre investire in titoli di debito emessi dalla Repubblica italiana, da Stati membri dell'UE partecipanti all'area Euro e dalla Commissione Europea.

Sempre sulla base di quanto appreso, per evitare dinamiche di ipercomprato, alla data di sottoscrizione, gli OICR potrebbero detenere le risorse del FNSI in depositi fruttiferi presso banche o, in alternativa, investire fino al 100% in titoli di debito emessi dalla Repubblica italiana, da Stati membri UE-area euro o dalla Commissione europea. In ciascuno dei mesi successivi alla data di sottoscrizione gli OICR potrebbero allocare fino al 20% delle masse gestite mensilmente con possibilità di assorbire nei mesi successivi le risorse derivanti da allocazioni inferiori al 20%. In ogni caso, entro sei mesi dall'inizio dell'operatività dell'OICR, dovrebbe essere allocato il 100% delle risorse rispettando i vincoli sopra indicati (quota prevalente e quota non prevalente).

Per evitare invece dinamiche di ipervenduto nella fase di liquidazione del patrimonio gestito, gli OICR dovrebbero poter ottimizzare le strategie di investimento per la sola parte di cui è stata richiesta la liquidazione.

L'art. 3, comma 2, della L. 162/2024, dispone che, a decorrere dal 22 novembre 2024 (data di entrata in vigore della L. 162/2024), l'art. 23 del D.M. 3 febbraio 2021, n. 26 del MEF, recante la disciplina delle operazioni sul mercato secondario mediante il canale indiretto, è abrogato proprio per dare spazio alle modifiche relative ai nuovi interventi del Fondo Strategico, lasciando inalterate le altre disposizioni del medesimo D.M. che continuano ad applicarsi in quanto compatibili. L'operatività del “fondo di fondi” sarà possibile solo dopo l'adozione e approvazione delle menzionate modifiche al regolamento del Patrimonio Destinato che dovranno chiarire i limiti, i criteri e le condizioni degli investimenti collegati alla nuova operatività del FNSI.

ti del Patrimonio Destinato hanno ad oggetto società per azioni, anche con azioni quotate in mercati regolamentati, comprese quelle costituite in forma cooperativa, che: a) hanno sede legale in Italia; b) non operano nel settore bancario, finanziario o assicurativo; c) presentano un fatturato annuo superiore a euro cinquanta milioni.

Il Fondo Nazionale Strategico Indiretto rappresenta un'importante innovazione nel panorama degli investimenti in imprese negoziate sui mercati italiani, con un mix di capitali di origine pubblica e privata. In tale contesto, l'intervento dello Stato è quello di favorire la creazione di un ecosistema che consenta al mercato di decidere in autonomia dove indirizzare le risorse.

PMI al bivio tra accesso ai mercati regolamentati e private equity

di Franco Fondi

Vanno valutati con favore alcuni recenti provvedimenti finalizzati a incentivare attraverso la leva fiscale l'accesso delle PMI ai mercati regolamentati o in alternativa alle operazioni di private equity rivolti sia agli emittenti che ai potenziali investitori.

Sotto il profilo degli incentivi agli emittenti ricordiamo innanzi tutto la proroga al 2027 del c.d. bonus IPO prevista dall'Art.1 c.449 della legge di Bilancio 2025.

Più in dettaglio il bonus IPO è collegato alla quotazione in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) di uno Stato membro dell'Unione europea o dello Spazio economico europeo di PMI come definite dalla Raccomandazione 2003/361/CE del 06/05/2003 (ora all'Allegato I del Regolamento (UE) 651 del 17 giugno 2014) con sede legale e operativa in Italia.

Il credito di imposta è utilizzabile esclusivamente in compensazione ai sensi dell'art. 17 del D.lgs. n. 241/1997 nella misura massima del 50% dei costi complessivamente sostenuti per l'ammissione a quotazione, fino a un importo massimo di 500.000 euro, a decorrere dal periodo d'imposta successivo a quello in cui è stata ottenuta la quotazione.

Nei costi di quotazione che danno diritto al contributo rientrano i costi di consulenza sostenuti fino al 31 dicembre 2027.

La misura è finanziata con uno stanziamento di 12 Milioni di cui 6 milioni per il 2025 e 3 Milioni per ciascuno degli anni 2026 e 2027.

Certo non si tratta di grandi numeri. Considerando che il bonus massimo è di 500 mila euro per ogni società, si tratta di 12 nuove quotazioni per il 2025 e di 6 nuove quotazioni per ciascuno dei due anni successivi. Inoltre, lo stanziamento non utilizzato in un anno non è riportabile a quello successivo.

Trattandosi poi di un "credito d'imposta" e considerando che è utilizzabile esclusivamente in compensazione, la sua attrattività è collegata alla *tax capability* della società beneficiaria.

Forse di maggiore potenziale portata, anche se rivolto solo alle PMI che hanno sede in Lombardia, è il bonus previsto dal provvedimento "Quota Lombardia"

che prevede un "contributo a fondo perduto" per la quotazione delle PMI e per i primi tre anni successivi alla quotazione.

Il suo appeal deriva dal fatto che è un "contributo a fondo perduto" e non un "credito d'imposta" come il bonus IPO ed è comunque cumulabile anche con il bonus IPO.

Le operazioni agevolate sono quelle di quotazione sui sistemi multilaterali di negoziazione che prevedano un aumento di capitale con azioni di nuova emissione pari almeno il 50% dell'offerta pubblica iniziale (IPO).

Il contributo a fondo perduto è nella misura massima del 50% dei costi complessivamente sostenuti per la quotazione in Borsa, fino a un importo massimo di euro 600.000 di cui:

- Euro 300.000 per i costi correlati all'ammissione alla quotazione e
- Euro 300.000 per i costi correlati alla quotazione, sostenuti nei tre anni successivi alla quotazione (euro 100.000 per anno).

Il contributo è cumulabile con il credito di imposta di euro 500.000 previsto dal bonus IPO, nel limite di euro 300.000, nel rispetto del 50% di intensità massima prevista; la medesima spesa ammissibile può ricevere il sostegno da più fondi SIE (Fondi strutturali e di investimento europei) e fonti finanziarie differenti a condizione che tale sostegno non copra lo stesso costo e nel rispetto delle disposizioni di cumulo, non superando pertanto il 100% del costo dell'investimento. La dotazione finanziaria complessiva è di 25 milioni di euro: 12 milioni di euro per il 2025, 9,6 milioni di euro per il 2026 e 3,4 milioni di euro per il 2027.

Nell'analisi delle due disposizioni va evidenziata una apparente incoerenza delle stesse con i provvedimenti di incentivo agli investimenti in "PMI innovative" e in "Start up innovative", di cui si dirà in seguito, in considerazione del fatto che uno dei requisiti per qualificarsi come "Start up innovativa" è quello che le azioni non siano quotate *«in un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione»* (Art.25 D.L.179/2012), analogamente per le "PMI innovative" uno dei requisiti è che le loro azioni non siano

quotate «in un mercato regolamentato» (Art.4 del DL 3/2015).

Un'ulteriore considerazione riguarda un uso forse "atecnico" del termine "*mercato regolamentato*".

A questo riguardo va ricordato che la Circ. della Agenzia delle Entrate N.32 del 23/12/2020 ha precisato che, in deroga al generale criterio della assimilazione tra «mercati regolamentati» e «sistemi multilaterali di negoziazione», tale assimilazione non opera con riguardo alle agevolazioni fiscali in favore delle «Start up innovative» e delle «PMI innovative» e quindi:

- per una «Start up innovativa» le cui azioni sono quotate, indifferentemente in un mercato regolamentato o in un MTF, la disciplina agevolativa non è applicabile;
- le PMI si considerano innovative a condizione, tra l'altro, che le loro azioni non siano "quotate in un mercato regolamentato". Le PMI, dunque, a differenza delle start up, si considerano innovative, con le agevolazioni che ne conseguono, anche se le loro azioni sono quotate in un MTF.

Accanto a questi interventi che riguardano gli emittenti ed i mercati vi sono però anche interventi volti ad incentivare gli investimenti in "PMI innovative" e "Start up innovative" attraverso operazioni di private equity (fondi di venture capital, club deal ecc.).

Tra le novità in questo ambito spicca la legge n. 162 del 28 ottobre 2024, nota come legge Centemero, dal nome del suo primo firmatario. La nuova normativa si inserisce nel contesto di un quadro di agevolazioni già previsto dall'ordinamento italiano nel primo Startup Act contenuto nel decreto-legge n. 179 del 2012 (cd. Decreto Sviluppo Bis). In particolare, il Decreto Sviluppo Bis prevede i seguenti vantaggi fiscali per le persone fisiche che effettuino investimenti in "Start up innovative":

- detrazione IRPEF del 30% dell'investimento sino a euro 1.000.000 (Art. 29 DL 179/2012) se mantenuto per almeno 3 anni. Le agevolazioni sono concesse per la durata massima di cinque anni dalla data di iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese e non si applicano se l'investimento genera una partecipazione qualificata superiore al 25% o se il contribuente è anche fornitore di servizi alla start-up, direttamente ovvero anche attraverso una società controllata o collegata, per un fatturato superiore al 25% dell'investimento agevolabile (Art.29 DL 179/2012 dopo modifiche L 193/2024 – c.d. Legge Concorrenza)

oppure in alternativa

- detrazione 50% (elevata al 65% del 01/01/2025 (Art. 31 L.193/2024 – Legge Concorrenza*) dell'investimento sino a euro 100.000 se mantenuto per almeno 3 anni purché l'investimento non produca una partecipazione qualificata superiore al 25%. Il diritto alla detrazione non sussiste se il contribuente è anche fornitore di servizi alla start-up, direttamente ovvero anche attraverso una società controllata o collegata, per un fatturato superiore al 25% dell'investimento portato a beneficio (c.d. *de minimis* Art.29 bis DL 179/2012 dopo modifiche L. 193/2024 – Legge Concorrenza).

Per quanto riguarda invece gli investimenti in "PMI innovative" le agevolazioni per le persone fisiche che effettuino, direttamente o attraverso OICR, investimenti in PMI innovative sono state recentemente rimodulate:

- sino al 31/12/2024 (termine introdotto da Art. 31 Legge Concorrenza) a fronte di questi investimenti spetta in via prioritaria, una detrazione 50% dell'investimento sino a euro 300.000 se mantenuto per almeno 3 anni e, per la parte di investimento eccedente, una detrazione del 30% sulla eccedenza sino a un massimo di euro 1.000.000 (Art.4, c.9-ter DL 3/2015) se mantenuto per almeno 3 anni;
- dal 01/01/2025 a fronte di questi investimenti spetta una detrazione 30% dell'investimento sino a euro 1.000.000 (Art. 29 DL 179/2012) se mantenuto per almeno 3 anni (Art.4, c.9 del DL 3/2015 rinvia all'Art.29 DL 179/2012).

Va sottolineato che la legge di Bilancio 2025, che pure ha introdotto limitazioni sulle detrazioni, non ha però modificato quelle relative agli investimenti in «Start up innovative» e «PMI innovative» (Art.1, comma 10 L.207/2024) a dimostrazione dell'attenzione del legislatore a questo settore.

Inoltre, un significativo potenziamento delle agevolazioni di cui sopra è stato introdotto dalla L.162/2024 (Legge Centemero) che ha previsto la possibilità di portare a nuovo/usare in compensazione, trasformandole in credito d'imposta, le detrazioni per investimenti in «Start up innovative» e «PMI innovative» non utilizzate per incapienza del contribuente. La disposizione si applica agli investimenti effettuati a decorrere dal periodo di imposta successivo a quello in corso al 31/12/2023 (Art 1 L.162/2024 – Legge Centemero).

Altre agevolazioni per investimenti di persone fisiche

in «Start up innovative» e «PMI innovative» riguardano:

- esenzione delle plusvalenze realizzate da persone fisiche mediante cessione di partecipazioni in «start up innovative» e «PMI innovative» acquisite dal 01/06/2021 al 31/12/2025 e possedute per almeno 3 anni (cfr. Art.14 cc.1 e 2 del DL 73/2021 come modificato da Legge Centemero che ha escluso dal beneficio gli investimenti ex Art.29 bis DL 179/2012);
- esenzione dei redditi di capitale derivanti da OICR che investono prevalentemente in «start up innovative» e «PMI innovative»; la norma riguarda gli investimenti effettuati dal periodo d'imposta successivo al 31/12/2023 ed entro il 31/12/2025 e detenute per almeno 3 anni (cfr Art.14 c 2-bis del DL 73/2021 come modificato da Legge Centemero);
- esenzione delle plusvalenze derivanti da cessione partecipazioni in società di qualsiasi tipo già in possesso al 25/05/2021 se reinvestite entro un anno dal loro conseguimento in «start up innovative» e «PMI innovative» sottoscritte entro il 31/12/2025 (cfr Art.14 c 3 del DL 73/2021 come modificato da Legge Centemero).

Per le persone fisiche è interessante anche la possibilità di coniugare le agevolazioni per gli investimenti in «Start up innovative» e in «PMI innovative» di cui sopra con la normativa PIR come precisato nella Circolare della Agenzia delle Entrate N.19/E del 29/12/2021.

La disciplina agevolativa per le «Start-up» e le «PMI innovative» dispone che l'investimento possa essere effettuato *direttamente* oppure *indirettamente* per il tramite di OICR, o altre società di capitali che investono prevalentemente nelle predette imprese innovative (cd. «società intermediarie»).

Nella Circolare 19/E di cui sopra si precisa che in caso di investimenti in OICR che si qualificano come PIR compliant e che nello stesso tempo siano in possesso dei requisiti per le detrazioni relative ad investimenti in start-up innovative o in PMI innovative gli investitori potranno usufruire di entrambi i regimi agevolativi.

Per quanto riguarda invece le agevolazioni per gli investimenti di soggetti IRES in «Start up innovative» e «PMI innovative» allo stato attuale sono le seguenti:

- per gli investimenti in Start up innovative una deduzione del 30% dell'investimento sino a euro 1.800.000 (Art. 29 DL 179/2012) se mantenuto per almeno 3 anni

- per gli investimenti in PMI Innovative una deduzione del 30% dell'investimento sino a euro 1.800.000 (Art. 4, c.9 DL 3/2015 che rinvia a Art.29 DL 179/2012) se mantenuto per almeno 3 anni.

Parimenti di rilievo è l'intervento per incentivare gli investimenti di soggetti istituzionali. A questo riguardo la Legge sulla concorrenza (Art.33 L.193/2024) prevede incentivi all'investimento istituzionale nelle start-up innovative consistenti nella esenzione dei redditi derivanti da investimenti fatti dagli enti di previdenza obbligatoria e dalle forme di previdenza complementare purché gli investimenti qualificati in quote o azioni di Fondi per il Venture Capital siano almeno pari al 5% del paniere degli investimenti qualificati risultanti dal rendiconto dell'esercizio precedente e, a partire dall'anno 2026, almeno pari al 10%. La norma si applica dalla entrata in vigore della Legge con una clausola di salvaguardia per gli investimenti fatti prima dell'entrata in vigore della legge anche se sono sotto le nuove soglie minime.

Oltre agli incentivi a emittenti ed investitori di cui si è detto vi sono poi degli incentivi per così dire «indiretti» suscettibili di produrre effetti positivi sulla liquidità del mercato anche se non relativi a «PMI innovative» e «Start up innovative» da quotare.

In primo luogo, va segnalato che la legge Centemero ha potenziato le possibilità operative del Fondo Nazionale Strategico Italiano (FNSI).

Il FNSI è un comparto del c.d. «Patrimonio Rilancio» istituito dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e gestito da CDP che opera in pratica come un «fondo di fondi». Le nuove disposizioni prevedono la possibilità per CDP di sottoscrivere attraverso il FNSI quote di OICR che investono prevalentemente in titoli quotati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani emessi da emittenti di medio-piccola capitalizzazione con sede legale o significativa e stabile organizzazione in Italia, anche con fatturato annuo inferiore a euro 50 milioni (cfr. Art 27, c. 5-bis D.L. 34/2020 introdotto da Legge Centemero).

Prima della introduzione del comma 5-bis «Patrimonio rilancio» poteva investire solo in società quotate in mercati regolamentati (quindi non MTF) con fatturato superiore a 50 Milioni (cfr. Art 27, c.4 D.L. 34/2020).

La nuova norma apre quindi agli investimenti in società di medio-piccola capitalizzazione già quotate attraverso Fondi chiusi (FIA riservati) di nuova co-

stituzione. In attesa della approvazione del Regolamento di attuazione da parte di CDP, nelle valutazioni degli addetti ai lavori questi strumenti sono ritenuti idonei solo ad investitori istituzionali a motivo della loro scarsa liquidità. Forse però se fossero inseriti ad esempio all'interno di un PIR alternativo potrebbero trovare appeal anche per gli investitori retail o comunque "professionali su richiesta" coinvolgendo così nel circolo virtuoso "risparmio-economia reale" il mondo del private banking che nel 2024 ha gestito in Italia masse per circa 1.300 Miliardi.

Dalla disamina fatta in queste brevi note ben si comprende come, nonostante le apprezzabili buone intenzioni del legislatore, ci troviamo di fronte ad una normativa complessa, talvolta con effetti in apparente concorrenza interna tra le norme (si vedano ad esempio le norme sopra ricordate per incentivare la quotazione e quelle che subordinano le agevolazioni per le "PMI innovative" e le "Start up innovative" al fatto che le società target non siano già quotate). È necessario un coordinamento tra le varie disposizioni e quindi ben venga la delega per la redazione di un testo unico in materia di startup, incubatori e Pmi innovative contenuta nel disegno di Legge annuale sulle PMI approvato dal Consiglio dei ministri del 14/01/25.

La composizione negoziata della crisi: una nuova opportunità per le imprese

di Luigia Michela Fera

Introduzione

L'obiettivo del presente capitolo è analizzare i rapporti tra l'impresa nella c.d. *twilight zone*, fase economica che precede la crisi vera e propria¹, e le banche a seguito del D.L. 24 agosto 2021, n. 118, conv. in L. 21 ottobre 2021, n. 147 (c.d. Decreto Pagni), che ha introdotto nel nostro ordinamento la procedura di composizione negoziata della crisi. Trattasi di procedura non concorsuale, finalizzata ad agevolare il risanamento di quelle imprese che, trovandosi in situazione di «*squilibrio patrimoniale o economico-finanziario*» (art. 12 C.C.I.I.), hanno le potenzialità per restare sul mercato². Tale procedura è attivabile esclusivamente su base volontaria, anche dalle imprese in stato di crisi vera e propria, purché quest'ultima sia reversibile. Come si vedrà nel prosieguo della trattazione, in questa fase assume particolare importanza la posizione rivestita da uno dei principali creditori dell'azienda, ossia la banca che, se da un lato potrebbe avere interesse ad interrompere i finanziamenti per evitare che maturino crediti non recuperabili (c.d. dilemma del banchiere), dall'altro è fondamentale che continui a erogare credito o conceda nuova finanza, linfa vitale del piano di ristrutturazione, che dimostra come l'impresa intenda adempiere ai suoi debiti e ripristinare la sostenibilità finanziaria.

La chiave del successo della procedura in esame è, dunque, rappresentata dal rapporto che l'impresa riesce ad instaurare con l'istituto di credito. Una comunicazione trasparente e la ricerca di soluzioni concordate possono consentire di raggiungere un accordo vantaggioso per tutte le parti coinvolte.

1. Evoluzione storica – normativa delle procedure stragiudiziali di risoluzione della crisi

Il Decreto Pagni, si è detto, ha introdotto la composizione negoziata della crisi, caratterizzata dalla partecipazione leale e informata del debitore e dei creditori.

Rispetto alle critiche mosse³ alla vecchia procedura di composizione assistita della crisi, disciplinata nel titolo II (Parte Prima) del Codice prima dell'intervento ad opera del D.lgs. 17 giugno 2022, n. 83⁴, la nuova procedura rappresenta uno strumento più strutturato, meno oneroso e avente l'obiettivo di favorire il risanamento delle imprese che si trovano in situazione di crisi ovvero di insolvenza ma che, ciò nonostante, presentano le caratteristiche di competitività necessarie per un'efficiente permanenza sul mercato. La composizione negoziata, infatti, si presenta «*più agile, più economica e molto più nettamente profilata in chiave mediatrice*»⁵.

Le disposizioni sulla composizione assistita della crisi di cui agli art. 12 ss. C.C.I.I., infatti, avevano fatto sorgere alcune perplessità: ci si chiedeva se esse fossero destinate a trovare applicazione esclusivamente in presenza di una situazione di crisi⁶ oppure anche laddove si fosse già manifestata l'insolvenza, quindi qualora l'imprenditore avesse fatto presente l'impossibilità di far fronte alle obbligazioni assunte.

Sulla base del dettato dell'art. 2 C.C.I.I., ante riforma del 2022, si doveva concludere nel senso di impedire la composizione assistita in caso di insolvenza e ammettere, come unica alternativa possibile alla liquidazione, il ricorso al concordato preventivo o all'accordo di ristrutturazione⁷.

3 Cfr., ex multis, A. JORIO, *La riforma della legge fallimentare tra utopia e realtà*, in *Diritto fallimentare e delle società commerciali*, n.2, 2019, p. 290 ss.

4 Il D.lgs. 17 giugno 2022, n.83, ha sostituito l'originario Titolo II (Parte Prima) del C.C.I.I., contenente la disciplina della composizione assistita, con norme che regolano la procedura di composizione negoziata, riprese dal D.L. n. 118/2021, salvo alcune modifiche.

5 R. RORDOF, *Il tormentato iter della riforma del diritto concorsuale*, in *Questione Giustizia*, n.3/2021.

6 La crisi, ai sensi dell'art. 2 C.C.I.I., era definita come «*lo stato di squilibrio economico-finanziario che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate*».

7 A. JORIO, *op. cit.*, p. 292.

* Capitolo in corso di pubblicazione in D. SICLARI (a cura di), *Banche e Codice della crisi di impresa*.

1 Così S. LEUZZI, *Una rapida lettura dello schema del D.L. recante misure urgenti in materia di crisi di impresa e di risanamento aziendale*, in *Diritto della crisi*, 5 agosto 2021.

2 Al fine di enfatizzare la possibilità di ricorrere alla procedura di composizione negoziata quando la crisi o l'insolvenza risultano probabili, occorre segnalare la recentissima modifica normativa all'art. 12, primo comma, C.C.I.I., che dopo le parole «*quando si trova*» ha inserito le seguenti «*anche soltanto*» (cfr. art. 5 decreto legislativo recante disposizioni integrative e correttive al codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza di cui al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n.14, approvato nel Consiglio dei ministri del 10 giugno 2024).

Diversamente, è stato osservato⁸ come, sebbene l'intenzione del legislatore fosse quella di limitare l'accesso alla procedura assistita solo all'imprenditore in crisi, la previsione relativa ai reiterati e significativi ritardi nei pagamenti di cui al previgente art. 13 C.C.I.I. avesse come conseguenza quella di qualificare destinatari della disciplina anche gli imprenditori insolventi, posto che lo stato di crisi era considerato comprensivo «sia dell'insolvenza vera e propria, sia di quelle situazioni ad essa prodromiche o finitime che insolvenza ancora non sono»⁹.

Il vero *punctum dolens* della disciplina legislativa è stato voler distinguere la crisi dall'insolvenza¹⁰ per impedire l'accesso alla composizione assistita della crisi¹¹. In questo modo, è stata depotenziata la parte più innovativa dell'istituto, posto che la soluzione stragiudiziale era percorribile solo laddove l'imprenditore fosse ancora solvibile. Viceversa, ove insolvente, l'unica strada percorribile sarebbe stata quella giudiziale.

Già nel 2005¹², il legislatore era intervenuto per riformare il concordato preventivo (artt. 160 ss R.D. 267/1942) e, quindi, ammetterne l'accessibilità anche per le imprese in crisi ma non ancora insolventi. L'insolvenza rappresenta l'acme della crisi¹³, per queste ragioni distinguere tra crisi e insolvenza ai fini della fruizione dell'istituto di composizione assistita presentava profili di contraddittorietà.

Occorre, tuttavia, rilevare come le indicazioni europee contenute nella Direttiva UE 1023/2019 (di seguito: Direttiva *Insolvency*), sebbene concepite per garantire interventi diretti a scongiurare l'insolvenza, operano un distinguo tra imprese aventi possibilità di sopravvivere sul mercato e imprese rispetto alle quali

8 AMBROSINI, *Crisi e insolvenza nel passaggio fra vecchio e nuovo assetto ordinamentale: considerazioni problematiche*, in *La nuova disciplina delle procedure concorsuali. Scritti in ricordo di M. SANDULLI*, Torino, 2019, p. 50.

9 In questi termini, S. AMBROSINI, *op. cit.*, p. 50.

10 A. JORIO, *op. cit.*, p. 293.

11 M. C. CARDARELLI, *Insolvenza e stato di crisi tra scienza giuridica e aziendalistica*, nella già menzionata *Raccolta di scritti in ricordo di Michele Sandulli*, la quale sottolinea l'atteggiamento di *favor* del legislatore verso una differenziazione tra crisi e insolvenza, p. 11 ss.

12 Il D.L. 14 marzo 2005, n.35, art. 32, par. 1, con le lettere comprese da c) a l), è intervenuto sull'istituto del concordato preventivo fallimentare e, conseguentemente, riscritto gli artt. 160 ss. R.D. 16 marzo 1942, n.267.

13 Per una prospettiva comparatistica, cfr. U. MACRÌ – R. NAVARRA, *Le procedure di risanamento delle imprese, secondo la legislazione tedesca. L'Europa chiama, Berlino risponde?*, in *Fall.*, 2015, p. 1076 ss. Gli Autori evidenziano come, nella disciplina tedesca, la crisi rappresenti la condizione di preinsolvenza sufficiente per consentire l'accesso a soluzioni giudiziali concordate.

è opportuno procedere alla liquidazione¹⁴. Nonostante ciò, risulta condivisibile la tesi¹⁵ per cui anche un'impresa insolvente, se sgravata da un numero considerevole di debiti attraverso accordi con i creditori, può avere importanti possibilità di sopravvivenza.

L'attuale stagione del sostegno alle imprese segue quella sanzionatoria (che va dal 1942 al 2005) e, poi, quella ispirata alla fiducia massima nei confronti degli strumenti concordatari (collocabile tra il 2005 ed il 2015)¹⁶. A partire dalla Racc. UE 12 marzo 2014, 135/2014/UE, diretta ad assicurare l'introduzione da parte degli Stati membri di una disciplina uniforme in materia di insolvenza, è evidente il *favor* sempre più crescente verso forme di «*mediazione concorsuale*» o «*mediazione nella gestione della crisi*»¹⁷, con conseguente fuga dal processo, al fine di accompagnare le imprese nel percorso di risanamento della crisi e fornire un *commodior discessus* a quei debitori come le micro, piccole e medie imprese¹⁸, che hanno un forte impatto sull'economia del nostro Paese¹⁹.

14 Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019: «Le PMI hanno maggiore probabilità di essere liquidate invece di essere ristrutturate poiché devono sostenere costi proporzionalmente di gran lunga più elevati rispetto a quelli sostenuti dalle società di maggiori dimensioni. Le PMI, specialmente quando versano in difficoltà finanziarie, spesso non dispongono delle risorse necessarie per sostenere gli alti costi di ristrutturazione e beneficiare delle procedure di ristrutturazione più efficienti disponibili solo in alcuni Stati membri. Al fine di aiutare tali debitori a ristrutturarsi a basso costo, dovrebbero essere altresì elaborate a livello nazionale e rese disponibili online liste di controllo particolareggiate per i piani di ristrutturazione, adeguate alle esigenze e alle specificità delle PMI. Inoltre dovrebbero essere predisposti anche strumenti di allerta precoce per segnalare ai debitori la necessità urgente di agire, tenendo conto delle risorse limitate a disposizione delle PMI per l'assunzione di esperti».

15 Cfr. A. JORIO, *op. cit.*, p. 293.

16 La ricostruzione è di P. VELLA, *Il sistema concorsuale italiano ieri, oggi, domani (breve note di fine anno)*, in *Crisi di impresa e fallimento*, 31 dicembre 2015.

17 F. PASQUARIELLO, *Composizione negoziata della crisi di impresa*, p. 3, in *La crisi d'impresa e le nuove misure di risanamento*, d.l. 118/2021, conv. in l. 147/2021, diretto da M. IRRERA e S.A. CERRARO, coordinato da F. PASQUARIELLO, Torino, 2022.

18 A tal proposito, si segnala la recentissima modifica normativa all'art. 5 bis, comma due, d.lgs. 14/2019, in base al quale è ora previsto che: «Nei siti istituzionali di cui al comma 1 sono altresì disponibili un test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento e una lista di controllo particolareggiata, adeguata anche alle esigenze delle di risanamento, nell'ambito della composizione negoziata e degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza» (cfr. art. 3, decreto legislativo citato *supra*, nt. 2).

19 Sul punto, lucide le riflessioni di A. JORIO, *op. cit.*, p. 294., che evidenzia come le PMI «che costituiscono il nerbo dell'economia del nostro Paese e che funzionano egregiamente quando ben amministrate, hanno tuttavia più che in altri Paesi europei una caratteristica non positiva, che consiste nella frequente immedesimazione dei soggetti detentori del capitale di comando in quelli preposti alla gestione, il che rende difficile il confronto dialettico tra proprietà e amministrazione». Ne deriva che «tra queste imprese la predisposizione degli strumenti di allerta e soprattutto la consapevolezza della necessità del ricorso alla procedura di composizione della crisi ancor prima che si siano mani-

Alla luce di quanto sopra esposto, il *discrimen* tra imprese che possono essere ammesse alle procedure di composizione negoziata e quelle che ne devono restare fuori è rappresentato, quindi, dalla capacità che l'intervento stragiudiziale ha di risolvere con rapidità la crisi²⁰.

2. La struttura della nuova procedura di composizione negoziata della crisi

Dopo aver brevemente esaminato l'*excursus* storico-normativo che ha condotto all'attuale procedura di composizione negoziata della crisi, prima di affrontare il ruolo che in essa può giocare la banca – rappresentante il *focus* di questa trattazione – occorre illustrare i tratti salienti di questa procedura.

Si comincia con rilevare come la scelta di fruire della composizione negoziata della crisi sia rimessa all'iniziativa del debitore²¹. Non si tratta di una procedura concorsuale, limitata agli imprenditori c.d. «sopra soglia»²², ma di una scelta riconducibile alla gestione di impresa, quindi rimessa agli amministratori.

Sono ricompresi nel novero dei soggetti legittimati tutti gli imprenditori, inclusi quelli agricoli non soggetti alla procedura di liquidazione giudiziale²³, e quelli c.d. «sotto soglia», per i quali trovano applicazione le procedure da sovraindebitamento previste dal codice della crisi²⁴. Per le imprese che ne sono dotate, l'art. 15 del d.l. 118/2021 prevede un dovere

festati i sintomi dell'insolvenza avranno forti difficoltà ad affermarsi come metodo culturale», ragione per cui sarà loro precluso il ricorso a procedure stragiudiziali sebbene presentino possibilità di soluzione della crisi.

20 Cfr. A. Rossi, *Composizione negoziata della crisi d'impresa: presupposti e obiettivi*, in *Diritto della Crisi*, 2021, p.11 ss. Interessanti, inoltre, le osservazioni di G. FAUCEGLIA, *La legislazione in tempo di pandemia e la metamorfosi del diritto della crisi*, in *Giur. Comm.*, 2021, p. 431 ss., che evidenzia l'opportunità di un ripensamento della nozione di insolvenza, a seguito della crisi pandemica, come colpevole, reversibile e prospettica.

21 Cfr. Art. 4, co. 7 e 8, Direttiva *Insolvency*, che dispone quanto segue: «Il quadro di ristrutturazione preventiva a norma della presente direttiva è disponibile su richiesta del debitore. Gli Stati membri possono altresì prevedere che il quadro di ristrutturazione preventiva previsto a norma della presente direttiva sia disponibile su richiesta dei creditori e dei rappresentanti dei lavoratori, previo accordo del debitore. Gli Stati membri possono limitare tale requisito per ottenere l'accordo del debitore ai casi in cui il debitore è una PMI».

22 Se così fosse, infatti, verrebbe meno la *ratio* ispiratrice della legislazione d'urgenza (D. L. 118/2021) che ha introdotto la composizione negoziata della crisi, ossia disporre misure di supporto alle imprese per consentire loro di contenere e superare gli effetti negativi prodotti dall'emergenza epidemiologica da SARS-CoV-2.

23 Gli imprenditori agricoli, tuttavia, ai sensi dell'art. 270, co.2, c.c.i.i., sono soggetti alle disposizioni in tema di liquidazione controllata, che può aprirsi anche su istanza di un creditore e del pubblico ministero (cfr. art. 270, co. 2, c.c.i.i.).

24 Il riferimento è alla ristrutturazione dei debiti del consumatore, concordato minore e liquidazione controllata.

di sollecitazione da parte dell'organo di controllo, che segnala all'organo amministrativo la sussistenza di presupposti per la domanda di accesso alla negoziazione. Non sono da sottovalutare gli effetti conseguibili sul piano fiscale²⁵, nonché aziendale e finanziario, grazie alla disciplina sulle esenzioni da revocatoria, rinegoziazione dei contratti pendenti, accesso a nuova finanza, in una prospettiva di prededuzione dei crediti ed esonero da responsabilità per concessione abusiva di credito²⁶.

Ai sensi dell'art. 12 C.C.I.I., su richiesta dell'imprenditore commerciale o agricolo, la camera di commercio, industria, artigianato e agricoltura (in seguito C.C.I.I.A.), nel cui ambito territoriale si trova la sede legale dell'impresa, nomina un esperto purché l'impresa si trovi in condizione di squilibrio economico-finanziario o patrimoniale, che ne rendono probabile la crisi o l'insolvenza e risulti ragionevolmente perseguibile il suo risanamento. La procedura è interamente stragiudiziale e non comporta alcuna forma di spossessamento del patrimonio. Grazie al ruolo svolto dall'esperto, l'imprenditore è guidato in un percorso di risanamento dell'azienda ed è assistito in tutte le trattative che potrebbe risultare necessario intraprendere con i creditori e altri *stakeholders* (soci, probabili acquirenti, fornitori, lavoratori), il tutto al fine di ripristinare l'equilibrio economico finanziario perso e scongiurare l'insolvenza²⁷.

Per poter svolgere la funzione di esperto, la legge non richiede alcuna specifica qualifica professionale.

I primi commentatori²⁸ della nuova procedura, infatti, non hanno mancato di evidenziare come il principale dato caratterizzante di tale figura sia la sua capacità di negoziare, quindi di agevolare la contrattazione tra l'imprenditore e coloro i quali risultano interessati all'operazione di risanamento aziendale, al fine

25 Cfr. art. 25 bis C.C.I.I., rubricato *Misure premiali* relative a interessi e sanzioni (primi tre commi dell'art. 25 bis c.c.i.). Il quinto comma dell'art. 25 bis C.C.I.I. contiene un'ultima misura di carattere fiscale relativa alle riduzioni di debiti e rinvia all'art. 88, co. 4 *ter*; t.u.i.r., a tenore del quale non si considerano sopravvenienze attive le riduzioni di debiti di impresa in caso di concordato fallimentare, concordato preventivo liquidatorio o procedure estere equivalenti.

26 Cfr. F. PASQUARIELLO, *op. cit.*, p.7.

27 La Relazione illustrativa al d.l. 118/2021 evidenzia che «l'esperto non si sostituisce all'imprenditore ma lo affianca fornendogli la professionalità e le competenze necessarie per la ricerca di una soluzione della situazione di difficoltà dell'impresa e facilitando il dialogo con tutte le parti coinvolte nel processo di risanamento dell'impresa».

28 Cfr., *ex multis*, E. CECCHERINI, *Nuove esigenze di negoziazione e risoluzione della crisi*, in *ilfallimentarista.it*, 9 settembre 2021, par. 1; L.A. BOTTAI, *La composizione negoziata di cui al d.l. 118/2021: svolgimento e conclusione delle trattative*, in *ilfallimentarista.it*, 4 ottobre 2021, par.9.

di giungere nel minor tempo possibile alla soluzione della crisi di impresa. In quanto mediatore, l'esperto si pone come organo terzo e imparziale: estraneo agli interessi degli attori protagonisti della procedura, egli non si sostituisce alle parti nell'esercizio della loro autonomia privata ma si limita a stimolare la conclusione di accordi, grazie alle sue competenze comunicative e alla sua capacità di comprendere problemi e soddisfare le esigenze dei soggetti coinvolti²⁹.

La relazione che s'instaura tra esperto e imprenditore potrebbe essere ricondotta a un vincolo fiduciario³⁰, tuttavia bisogna tenere conto di quanto appena detto, ossia che l'esperto è organo terzo e imparziale, quindi non può farsi esclusivamente portatore degli interessi dell'impresa in crisi all'interno della procedura. Se si vuole, dunque, accogliere l'idea di un rapporto fiduciario tra le parti, bisogna intenderlo come dovere per l'imprenditore di affidarsi completamente all'esperto, senza omettere alcunché sulla situazione di crisi in cui versa l'impresa³¹, con conseguente onere di fornire tutte le informazioni richieste per agevolare il risanamento dell'impresa, in uno spirito di reciproca collaborazione.

Attraverso una piattaforma telematica nazionale, accessibile a tutti gli imprenditori iscritti nel registro delle imprese tramite il sito istituzionale di ciascuna C.C.I.A.A., gestita dal sistema della camere di commercio attraverso Unioncamere (sotto la vigilanza del Ministero della Giustizia e del Ministero dello Sviluppo economico), gli imprenditori possono svolgere un test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento. In questo modo, si consente loro di valutare, in modo semplice e rapido la reversibilità dello squilibrio esistente (Art. 13, co.1 e 2, C.C.I.).

Inoltre, presso ciascuna C.C.I.A.A., è formato un elenco di esperti, in possesso dei requisiti di cui all'art. 13, co.3, C.C.I.I.³², al quale attingerà la commissione

29 Cfr. Decreto dirigenziale del Direttore degli Affari Interni del Ministero della giustizia, pubblicato il 28 settembre 2021, sez. II, par. 8.2.

30 L'espressione è di L. PANZANI, *il d.l. «Pagani» ovvero la lezione (positiva) del covid*, in *Diritto della Crisi*, 25 agosto 2021, p. 23.

31 Cfr. S. LEUZZI, *Una rapida lettura dello schema di d.l. recante misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale*, in *Diritto della Crisi*, 5 agosto 2021, p.3.

32 Art. 13, co.3, C.C.I.I.: «Presso la camera di commercio, industria, artigianato e agricoltura di ciascun capoluogo di regione e delle province autonome di Trento e di Bolzano è formato, con le modalità di cui al comma 5, un elenco di esperti nel quale possono essere inseriti: gli iscritti da almeno cinque anni all'albo dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e all'albo degli avvocati che documentano di aver maturato precedenti esperienze nel campo della ristrutturazione aziendale e della crisi d'impresa; gli iscritti da almeno cinque anni all'albo

di nomina dell'esperto³³ a seguito di istanza di avvio della composizione negoziata della crisi. La legge, quindi, ai fini dell'iscrizione nel predetto elenco, riconosce valore dirimente all'esperienza maturata dal soggetto non tanto nel campo generico delle procedure concorsuali, bensì in quello più specifico delle operazioni di ristrutturazione aziendale³⁴. Per avere un quadro che sia il più chiaro possibile delle competenze dell'esperto, è stato recentemente modificato³⁵ l'art. 13, co. 5, C.C.I.I., secondo il quale egli è tenuto a curare «l'aggiornamento del curriculum vitae con la sintetica indicazione delle composizioni negoziate e del loro esito». Quest'ultima competenza, infatti, assume un valore insostituibile nella buona riuscita delle trattative negoziali di risoluzione della crisi, sebbene non tutte le figure di esperti che la norma considera abbiano una formazione in ambito aziendalistico³⁶. Tutti gli esperti devono, però, avere

dei consulenti del lavoro che documentano di avere concorso, almeno in tre casi, alla conclusione di accordi di ristrutturazione dei debiti omologati o di accordi sottostanti a piani attestati o di avere concorso alla presentazione di concordati con continuità aziendale omologati. Possono inoltre essere inseriti nell'elenco coloro che, pur non iscritti in albi professionali, documentano di avere svolto funzioni di amministrazione, direzione e controllo in imprese interessate da operazioni di ristrutturazione concluse con piani di risanamento attestati, accordi di ristrutturazione dei debiti e concordati preventivi con continuità aziendale omologati, nei confronti delle quali non sia stata successivamente pronunciata sentenza di apertura della liquidazione giudiziale o sentenza di accertamento dello stato di insolvenza».

33 Art. 13, co. 6, C.C.I.I.: «La nomina dell'esperto avviene ad opera di una commissione che resta in carica per due anni. La commissione è costituita presso le camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura dei capoluoghi di regione e delle province autonome di Trento e di Bolzano, dei cui uffici di segreteria si avvale per lo svolgimento dei suoi compiti, ed è composta da:

a) due magistrati, uno effettivo e uno supplente, designati dal presidente della sezione specializzata in materia di impresa del tribunale del capoluogo di regione o della provincia autonoma di Trento o di Bolzano nel cui territorio si trova la camera di commercio che ha ricevuto l'istanza di cui all'articolo 17;

b) due membri, uno effettivo e uno supplente, designati dal presidente della camera di commercio presso la quale è costituita la commissione;

c) due membri, uno effettivo e uno supplente, designati dal prefetto del capoluogo di regione o della provincia autonoma di Trento o di Bolzano nel cui territorio si trova la camera di commercio che ha ricevuto l'istanza di cui all'articolo 17».

34 Cfr. V. BARONCINI, *L'esperto e il procedimento di composizione negoziata*, in *La crisi d'impresa e le nuove misure di risanamento*, d.l. 118/2021, conv. in l. 147/2021, diretto da M. IRRERA e S.A. CERRARO, coordinato da F. PASQUARIELLO, Torino, 2022, p.122.

35 Cfr. art. 5 decreto legislativo citato *supra*, nt. 2.

36 Sul punto, V. BARONCINI, *op.cit.*, nt.5, p. 123, osserva come la versione originaria dell'art. 13 C.C.I.I. non richiedeva all'esperto appartenente alla categoria dei dottori commercialisti di dimostrare di aver maturato pregresse esperienze nel settore della ristrutturazione aziendale e composizione della crisi d'impresa. La *Relazione di accompagnamento* al d.l. 118/2021 osserva l'A. «precisava come la specifica formazione posseduta dal dottore commercialista, unita all'anzianità di iscrizione, fosse sufficiente per conferire a tale categoria un'adeguata competenza in materia aziendale». Non erano mancate le critiche di una parte della

frequentato obbligatoriamente un corso di cinquanta-cinque ore³⁷, in modo da conseguire una formazione unitaria, idonea a potenziare le loro capacità negoziali nella conduzione delle trattative³⁸.

Allo scopo di garantire l'indipendenza nella conduzione delle trattative, l'art. 2, lett. o), C.C.I.I., tra i requisiti che deve possedere il professionista indipendente incaricato dal debitore nell'ambito di uno degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, menziona quelli di cui all'art. 2399 c.c., ossia i requisiti di eleggibilità alla carica di sindaco³⁹. Egli, inoltre, non deve essere legato all'impresa o alle parti interessate alle operazioni di risanamento da rapporti aventi natura personale o professionale, tali da compromettere l'indipendenza di giudizio.

Si è già rilevato che la procedura si apre su base esclusivamente volontaria⁴⁰: l'organo di controllo può se- dottrina, cfr. F. LAMANNA, *Nuove misure sulla crisi d'impresa del d.l. 118/2021: Penelope disfa il Codice della crisi recitando il «de profundis» per il sistema d'allerta*, in *il fallimentarista.it*, 25 agosto 2021, par. 5.

37 Cfr. Decreto Dirigenziale 28 settembre 2021, *Composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa, previsto dal decreto legge 24 agosto 2021 n. 118, Sezione II, settembre 2021, Sez. IV, La formazione degli esperti*.

38 A tal proposito, il citato decreto dirigenziale assicura che i docenti che intervengono nei corsi di formazione siano selezionati in base all'argomento trattato. I formatori possono essere scelti tra: avvocati o professori universitari in materie giuridiche; dottori commercialisti ed esperti contabili o professori universitari in materie economiche o aziendali; magistrati anche a riposo; consulenti del lavoro; docenti aventi entrambi i requisiti previsti dall'art. 18, co. 3 lett. a) e b), d.m. 180/2010 per i formatori teorici e pratici in materia di mediazione e competenza in diritto dell'impresa e dei contratti commerciali o della crisi dell'impresa; funzionari della Banca d'Italia. Inoltre, al fine di assicurare una più agevole fruizione dei corsi, la formazione viene impartita anche tramite strumenti a distanza. Sono previste verifiche di effettiva ed efficace fruizione. La commissione preposta alla nomina dell'esperto verifica la formazione precedentemente maturata, che risulti dal curriculum vitae, o la partecipazione successiva ad uno o più corsi, di ulteriore approfondimento dei temi oggetto della Sez. IV del decreto dirigenziale in esame.

39 Si ricorda che l'art. 2399 c.c., rubricato *Cause di ineleggibilità e decadenza*, dispone che «Non possono essere eletti alla carica di sindaco e, se eletti, decadono dall'ufficio: a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'articolo 2382; b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo; c) coloro che sono legati alla società o alle società da questa controllate o alle società che la controllano o a quelle sottoposte a comune controllo da un rapporto di lavoro o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita, ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza. La cancellazione o la sospensione dal registro (dei revisori legali e delle società di revisione legale) e la perdita dei requisiti previsti dall'ultimo comma dell'articolo 2397 sono causa di decadenza dall'ufficio di sindaco. Lo statuto può prevedere altre cause di ineleggibilità decadenza, nonché cause di incompatibilità e limiti e criteri per il cumulo degli incarichi».

40 Sul punto critico A. JORIO, *Alcune riflessioni sulle misure urgenti: un forte vento di maestrale soffia sulla riforma!*, in *Diritto della Crisi*,

gnalare all'organo amministrativo la sussistenza dei presupposti per accedere alla composizione negoziata⁴¹. L'art. 17 C.C.I.I. elenca i documenti che l'imprenditore deve inserire nella piattaforma al momento della presentazione dell'istanza⁴², in modo da consentire alla commissione di nomina di scegliere l'esperto munito dei requisiti di professionalità e competenza che maggiormente si adattano alle esigenze dell'impresa in crisi. La documentazione, inoltre, sarà utile al professionista per formulare delle concrete ipotesi sulla possibilità di risanamento, con conseguente avvio delle trattative solo laddove risultino potenzialmente vantaggiose per l'impresa.

Dopo aver compiuto tale valutazione, e aver constatato la propria indipendenza rispetto alle parti coinvolte nella procedura, l'esperto comunica, entro due giorni lavorativi⁴³ dalla nomina, l'accettazione dell'incarico e contestualmente inserisce sulla piattaforma «una dichiarazione resa ai sensi dell'articolo 46 del decreto del Presidente della Repubblica n. 445 del 2000 sulla pendenza, nei suoi confronti, di ricorsi per l'apertura della liquidazione giudiziale o per l'accertamento dello stato di insolvenza e una dichiarazione con la quale attesta di non avere depositato domanda di accesso agli strumenti di regolazione della crisi o dell'insolvenza, anche nelle ipotesi di cui agli articoli 44, comma 1, lettera a), e 74 o con ricorso depositato ai sensi dell'articolo 54, comma 3»⁴⁴. Ove, viceversa, tale verifica abbia esito negativo, l'esperto informa la commissione affinché provveda alla sua sostituzione,

1 ottobre 2021, p. 5, il quale sostiene che l'iniziativa per la richiesta del «facilitatore» nella composizione negoziata della crisi non debba essere rimessa esclusivamente alla libera determinazione dell'imprenditore, ma possa essere sollecitata anche dai controllori a fronte dell'inerzia dell'imprenditore, nonché da creditori particolarmente qualificati (come potrebbero essere le banche). Secondo l'A., la richiesta andrebbe indirizzata al giudice, al quale il debitore si rivolge spontaneamente o viene chiamato dai controllori.

41 Cfr. F. SUDIERO, *L'allerta interna di cui all'art. 15 del decreto legge n. 118/2021: un nuovo potere «proattivo» dell'organo di controllo ed un confronto con l'art. 14 del Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *La crisi d'impresa e le nuove misure di risanamento*, d.l. 118/2021, conv. in l. 147/2021, diretto da M. IRRERA E S.A. CERRARO, coordinato da F. PASQUARIELLO, Torino, 2022, p. 105, il quale evidenzia che il dovere gravante sull'organo di controllo (disciplinato all'art. 25 octies c.c.i.), allorché si sostanzia nell'onere di verificare le prospettive di risanamento dell'azienda, potrebbe assumere le caratteristiche di un dovere-onere al fine di beneficiare di esenzioni o attenuazioni di responsabilità a norma dell'art. 2407 c.c.

42 Cfr. S. LEUZZI, *op. cit.*, p.2, che – a proposito dei documenti che l'imprenditore è tenuto a inserire sulla piattaforma al momento della presentazione dell'istanza di accesso alla composizione negoziata della crisi – ha parlato di «immediata disclosure».

43 Cfr. art. 17, co. 4, c.c.i.i.

44 Cfr. art. 17, co.3, c.c.i.i., come modificato dall'art. 5 del decreto legislativo citato *supra*, nt. 2.

che avverrà secondo le modalità viste rispetto alla procedura di nomina⁴⁵. L'art. 17 C.C.I.I., nel suo ultimo comma, allo scopo di evitare un eccessivo aggravio di lavoro in capo all'esperto, che potrebbe condurre a intollerabili ritardi nella gestione della procedura⁴⁶, stabilisce che egli non può assumere più di due incarichi contemporaneamente.

3. La stragiudizialità e la riservatezza della composizione negoziata della crisi

È opinione ormai consolidata⁴⁷ che la novità più saliente del nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza, anche a seguito del D.L. n. 118/2021 (c.d. Decreto Pagni), è rappresentato dal sistema di allerta, la cui introduzione risultava già da tempo sollecitata a livello sovranazionale⁴⁸. Nell'attuale versione del Codice, gli strumenti di *early warning* risultano modificati rispetto alla soluzione originaria scelta dal legislatore nazionale: la composizione assistita, come già rilevato, è stata sostituita dalla composizione negoziata della crisi, al fine di tracciare un percorso di risanamento aziendale più agevole per l'imprenditore e, conseguentemente, far venire meno tutti gli aspetti che avrebbero potuto inibire la volontà di intraprendere il prima possibile tale strada. Per questo motivo, si è imposta l'idea che tale fase di intervento precoce nella risoluzione della crisi dovesse avere carattere non

solo riservato ma anche stragiudiziale⁴⁹.

Il giudice, quindi, sebbene non sia una mera comparsa nella nuova soluzione negoziata della crisi, non ha sicuramente il ruolo di attore protagonista. Gli organi di vigilanza dell'impresa, insieme ad alcuni creditori qualificati, instaurano un dialogo con l'imprenditore, il quale poi deciderà se avvalersi o meno della composizione negoziata, senza che l'autorità giudiziaria debba essere chiamata in causa.

Dalla lettera dell'ultimo comma dell'art. 12 C.C.I.I. si ricava, infatti, l'estraneità alla procedura del giudice, che viene in considerazione come baluardo di legalità ovvero inibitore di scelte potenzialmente dannose per il ceto creditizio solo qualora il debitore formuli una domanda per ottenere una misura protettiva o cautelare a norma dell'art. 19 C.C.I.I. e nel caso in cui venga richiesta, ai sensi dell'art. 22 C.C.I.I., un'autorizzazione a contrarre finanziamenti prededucibili, anche dai soci, o il trasferimento dell'azienda o di alcuni suoi rami senza l'accollo dei debiti previsto *ex lege* all'art. 2560 c.c.⁵⁰ L'autorità giudiziaria rimane, quindi, sullo sfondo della composizione negoziata perché non la dirige e non ha poteri autoritativi nei confronti dell'esperto né delle altre parti coinvolte. Non ha neppure funzioni di monitoraggio e vigilanza, ma risulta titolare di specifici poteri di garanzia⁵¹ che, pur non incidendo direttamente sulla procedura in esame, ne autorizzano o inibiscono il compimento di atti chiave, quali l'accesso ai finanziamenti per i quali la prededuzione è vitale, la cessione di azienda, la rinegozia-

45 In questi termini, L. PANZANI, *op. cit.*, p. 13.

46 Così V. BARONCINI, *op. cit.*, p. 135.

47 Molteplici i contributi della dottrina sul Decreto Pagni e sul suo impatto sul Codice della crisi e dell'insolvenza. Senza alcuna pretesa di esaustività, si segnalano i contributi di S. AMBROSINI, *La nuova composizione negoziata della crisi: caratteri e presupposti*, *op. cit.*; M. FABIANI, *La proposta della Commissione Pagni all'esame del Governo: valori, obiettivi, strumenti*, in *Diritto della crisi*, 2 agosto 2021; A. FAROLFI, *Le novità del D.L. 118/2021: considerazioni sparse "a prima lettura" in Diritto della crisi*, 6 settembre 2021; G. FAUCEGLIA, *Qualche riflessione, "in solitudine", sulla composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 12 dicembre 2021; R. GUIDOTTI, *La composizione negoziata e la direttiva Insolvency: prime note*, in *Diritto della Crisi*, 2 febbraio 2022; A. JORIO, *Alcune riflessioni sulle misure urgenti: un forte vento di maestra soffiava sulla riforma!*, *op. cit.*; S. LEUZZI, *Una rapida lettura dello schema di D.L. recante misure urgenti in materia di crisi d'impresa e risanamento aziendale*, *op. cit.*; S. PACCHI, *Le misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale (ovvero: i cambi di cultura sono sempre difficili)*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 9 agosto 2021; L. PANZANI, *La composizione negoziata alla luce della Direttiva Insolvency*, *op. cit.*; M. PERINO, *Disciplina italiana dell'allerta e Direttiva Insolvency: un'agenda per il legislatore*, in *Diritto della Crisi*, 31 agosto 2021; R. RANALLI, *Dall'allerta alla composizione negoziata. Flessibilità, semplificazione e trasparenza del nuovo strumento*, in *Diritto della Crisi*, 24 febbraio 2022; F. SANTANGELI, *Il D.L. 118/2021. Spunti per la conversione*, in *Diritto della Crisi*, 21 settembre 2021.

48 La necessità di adottare tecniche di *early warning* era già avvertita nella Raccomandazione 2014/135/UE della Commissione al fine di sviluppare un nuovo approccio al fallimento delle imprese ed è stata maggiormente ribadita nella più volte citata Direttiva *Insolvency*.

49 Cfr. R. RORDOF, *Il ruolo del giudice nella ristrutturazione delle imprese in crisi*, in *Diritto della Crisi*, 8 marzo 2023, p. 9.

50 L'art. 5 del decreto legislativo citato *supra*, nt. 2., ha previsto l'aggiunta dei seguenti commi all'art. 22 c.c.i.i.: «1-bis. L'attuazione del provvedimento di autorizzazione concesso dal tribunale può avvenire prima o successivamente alla chiusura della composizione negoziata se previsto dallo stesso tribunale o se indicato nella relazione finale dell'esperto. 1-ter. La prededucibilità opera, qualunque sia l'esito della composizione negoziata, nell'ambito delle procedure esecutive o concorsuali e permane quando si susseguono più procedure.»

51 Sul punto, cfr. *Trib. Brescia, Sez. IV civ.*, 7 luglio 2022 e *Trib. Brescia, Sez. IV civ.*, 15 settembre 2022, in *DeJure*. Il Tribunale di Brescia, nelle pronunce citate, ha trattato un caso in cui il debitore reclamava la decisione del Tribunale sulla base che al giudice sarebbe precluso «ogni sindacato in merito alla sussistenza di una ragionevole perseguibilità di risanamento dell'impresa, trattandosi di una valutazione riservata *ex lege* al solo esperto negoziatore», comportando che il «giudice dovrebbe semplicemente limitarsi a prenderne atto e rendere un provvedimento di conferma o concessione senza neppure, in via graduata, poter vagliare la completezza e la tenuta logica delle enunciazioni svolte dall'esperto medesimo». Il Tribunale ha, tuttavia, evidenziato come il ruolo del giudice non viene limitato dall'esperto, il cui parere «costituisce la base informativa fondamentale su cui il giudice può e deve fondare la propria decisione», ma che in ogni caso deve essere sottoposto al vaglio del giudice, che, pur non entrando nel merito delle trattative private, deve tener conto della probabilità di successo delle stesse nel contesto del risanamento dell'impresa.

zione dei contratti pendenti. Il giudice, inoltre, decide sulle misure protettive e sui provvedimenti cautelari nel conflitto tra interesse dell'impresa ed interessi dei creditori⁵².

Il vero *dominus* della procedura rimane l'esperto che, se da una parte media tra debitore e creditore al fine di raggiungere una possibile intesa, dall'altra vigila sulla correttezza delle condotte tenute dalle parti coinvolte. Valore centrale è quindi assunto dall'autonomia negoziale, guidata dall'esperto, nominato dalla C.C.I.A.A.

Il giudice, viceversa, non deve rilevare se sussistono concrete possibilità di risanamento dell'azienda, presupposto necessario per accedere alla composizione negoziata ma, come già rilevato, è la figura alla quale occorre rivolgersi per ottenere misure protettive o cautelari, quasi sempre necessarie in ogni iniziativa di risoluzione della crisi, nonché per ricevere la conferma, revoca o riduzione della loro durata a norma degli artt. 18 e 19 C.C.I.A.A.

Come verrà più nel dettaglio illustrato nel seguente paragrafo, il Tribunale è competente ad autorizzare il debitore, previa sua richiesta, a contrarre nuovi finanziamenti prededucibili nonché a trasferire a terzi l'azienda o suo rami (art. 22 C.C.I.A.A.). Sempre il Tribunale, inoltre, interviene, ai sensi dell'art. 10, co. 2, D.L. 118/2021, nella rinegoziazione dei contratti di durata divenuti eccessivamente onerosi a causa dell'epidemia da Covid-19, applicando criteri equitativi, laddove l'esperto abbia preventivamente sollecitato le parti a rideterminarne il contenuto secondo buona fede, ma le trattative non abbiano avuto esito positivo.

Prima di emettere tali provvedimenti, il giudice si interroga sulle concrete possibilità di risanamento dell'impresa in crisi nonché sull'idoneità dei mezzi scelti dalle parti. Non a caso, come si vedrà nel prosieguo, l'art. 22, comma 1, C.C.I.A.A. subordina l'autorizzazione del Tribunale a contrarre finanziamenti prededucibili alla verifica della «funzionalità degli atti rispetto alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori».

Come è stato opportunamente osservato⁵³, nel compiere tale valutazione il giudice verifica la sussistenza di concrete prospettive di risanamento d'impresa, in assenza delle quali i finanziamenti non avrebbero alcuna funzionalità e, quindi, l'autorizzazione verrebbe

negata.

Ancora, qualora il giudice intervenga adottando misure protettive o cautelari, su richiesta dell'imprenditore, inevitabilmente dovrà compiere una valutazione preliminare sulle possibilità di risanamento aziendale. Si tratta, infatti, di provvedimenti che incidono sui diritti dei soggetti coinvolti in maniera significativa⁵⁴, sicché l'art. 19, quarto comma, C.C.I.A.A., dispone che non solo l'esperto sia chiamato ad «esprimere il proprio parere sulla funzionalità delle misure richieste», ma altresì il giudice possa avvalersi di un ausiliario⁵⁵, che lo supporti nelle valutazioni di tipo aziendalistico. Alla luce di tutto quanto detto, il ruolo del giudice non può certamente dirsi marginale nell'ambito della nuova procedura di composizione negoziata della crisi, sicché il carattere della stragiudizialità non deve essere troppo enfatizzato in quanto inevitabilmente destinato a combinarsi con interventi dell'autorità giudiziaria tutt'altro che sporadici.

Altro profilo che merita di essere evidenziato è la riservatezza caratterizzante l'intera procedura. Ai sensi dell'art. 4, co.7, d.l. 118/2021: «Tutte le parti coinvolte nelle trattative hanno il dovere di collaborare lealmente e in modo sollecito con l'imprenditore e con l'esperto e rispettano l'obbligo di riservatezza sulla situazione dell'imprenditore, sulle iniziative da questi assunte o programmate e sulle informazioni acquisite nel corso delle trattative. Le medesime parti danno riscontro alle proposte e alle richieste che ricevono durante le trattative con risposta tempestiva e motivata». L'accertamento di concrete prospettive di risanamento, da parte dell'esperto, è condizione necessaria per poter proseguire la composizione negoziata: solo in presenza di tale scenario, l'esperto

⁵⁴ L'art. 5 del decreto legislativo citato *supra*, nt. 2 ha modificato l'art. 18 C.C.I.A.A., il cui primo comma, al fine di scongiurare il rischio di un eccessivo pregiudizio dei diritti dei creditori, al comma 1 dispone: «L'imprenditore può chiedere, con l'istanza di nomina dell'esperto o con successiva istanza presentata con le modalità di cui all'articolo 17, comma 1, l'applicazione di misure protettive del patrimonio nei confronti di tutti i creditori. Con la medesima istanza l'imprenditore può chiedere anche che l'applicazione delle misure protettive sia limitata a determinate iniziative intraprese dai creditori a tutela dei propri diritti o a determinati creditori o categorie di creditori. Sono esclusi dalle misure protettive i diritti di credito dei lavoratori. L'istanza di applicazione delle misure protettive è pubblicata nel registro delle imprese unitamente all'accettazione dell'esperto».

Si ricorda che ai sensi dell'art. 18, primo comma, C.C.I.A.A., a seguito dell'applicazione delle misure protettive, «i creditori interessati non possono acquisire diritti di prelazione se non concordati con l'imprenditore né possono iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul suo patrimonio o sui beni e sui diritti con i quali viene esercitata l'attività d'impresa».

⁵⁵ Ausiliario che, si noti bene, non deve essere confuso con l'esperto *dominus* della procedura di composizione negoziata.

⁵² Cfr. L. PANZANI, *La composizione negoziata della crisi: il ruolo del giudice*, in *Diritto della Crisi*, 4 febbraio 2022, p. 10.

⁵³ Cfr. R. RORDOF, *Il ruolo del giudice nella ristrutturazione delle imprese in crisi*, op. cit., p. 10.

procederà ad incontrare le parti interessate al risanamento e prospetterà le possibili strategie di intervento; viceversa, qualora il superamento della crisi non appaia verosimile, egli informerà l'imprenditore e il segretario generale della C.C.I.A.A. che lo ha nominato, il quale provvederà ad archiviare l'istanza di composizione negoziata (art. 5, co. 5, d.l. 118/2021). In tale provvedimento di archiviazione è ravvisabile la conferma che nella procedura in esame, caratterizzata dalla stragiudizialità e riservatezza, non è riscontrabile alcuna «chiusura del cerchio»⁵⁶ in sede giudiziale, a differenza di quanto previsto dal codice della crisi rispetto alle misure di allerta con riguardo all'attivazione del pubblico ministero.

4. Quali poteri per le banche nella composizione negoziata della crisi?

L'obiettivo di questo lavoro collettivo è analizzare il ruolo che le banche rivestono durante la crisi d'impresa. In questo capitolo, in particolare, si vuole fornire un quadro delle funzioni che l'ente creditizio ha nella composizione negoziata della crisi. L'art. 12 C.C.I.A. subordina l'avvio della predetta procedura alla richiesta dell'imprenditore: ne deriva che, in teoria, la banca in crisi può avanzare tale istanza, considerato il vasto ambito di applicazione soggettiva⁵⁷ del nuovo istituto, sebbene tale ipotesi si presenti poco realistica⁵⁸.

Si analizzerà, quindi, la composizione negoziata

dell'imprenditore – cliente della banca e il rapporto che quest'ultima ha con l'impresa, nient'affatto indifferente per l'agevole svolgimento della procedura. Costituiscono segnali di crisi e, quindi, devono essere tempestivamente rilevate e verificate «le esposizioni nei confronti delle banche e degli altri intermediari finanziari che siano scadute da più di sessanta giorni o che abbiano superato da almeno sessanta giorni il limite degli affidamenti ottenuti in qualsiasi forma purché rappresentino complessivamente almeno il cinque per cento del totale delle esposizioni» (art. 3, co. 4, lett. c), c.c.i.). Le esposizioni nei confronti delle banche rientrano tra le misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato di crisi. Si tratta di un segnale considerato più sensibile di quello che deriva dal rapporto con i fornitori e con i creditori pubblici rilevanti, ma meno di quello che risulta dal rapporto con i dipendenti (rispetto a quest'ultimi, infatti, l'indempimento diventa indice rilevante della crisi dopo soli trenta giorni)⁵⁹.

La dottrina⁶⁰ si è interrogata sulla relazione che la banca può avere con il cliente in crisi, da un lato, sostenendone il tentativo di risanamento, dall'altro, interrompendo l'erogazione dei finanziamenti, risolvendo i contratti pendenti per evitare la maturazione di crediti non recuperabili (cd. dilemma del banchiere). Più precisamente, nell'affrontare tale seconda tesi⁶¹ si evidenzia il pregiudizio economico – patrimoniale collegato alla catalogazione deteriorata della “nuova finanza” concessa all'impresa in crisi, sebbene in funzione della migliore tutela delle passività pregresse, *in particolar modo con riguardo al contagio* che i

56 L'espressione è di S. AMBROSINI, *La nuova composizione negoziata della crisi: caratteri e presupposti*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 23 agosto 2021, p.10.

57 La composizione negoziata si applica a tutte le imprese, a prescindere dalla loro dimensione e dall'attività svolta. Il codice, tuttavia, prevede delle semplificazioni procedurali per alcune imprese minori (si veda, ad esempio, l'art. 25 *quater* c.c.i., per le imprese sotto soglia). Nella versione originaria del c.c.i., invece, era escluso l'accesso agli strumenti di allerta per le grandi imprese e per quelle appartenenti ai settori speciali.

58 Considerata la molteplicità degli interessi coinvolti nella gestione di una crisi bancaria, la direttiva n. 2014/59/UE (Banking Recovery and Resolution Directive, BRRD) ha introdotto in tutti i Paesi europei regole armonizzate al fine di prevenire e gestire le crisi delle autorità creditizie e delle imprese di investimento. La BRRD ha riconosciuto ad autorità indipendenti appositamente costituite, *id est* le autorità di risoluzione, poteri e strumenti per pianificare la gestione delle crisi; intervenire per tempo, prima della completa manifestazione della crisi; gestire al meglio la fase di “risoluzione”. Per il finanziamento delle misure di risoluzione è prevista la creazione di fondi alimentati da contributi versati dagli intermediari; in Italia è stato costituito il Fondo nazionale di risoluzione. Attraverso la risoluzione, le autorità indipendenti sfruttano i poteri riconosciuti dalla BRRD ed evitano che vi siano interruzioni nella prestazione di servizi essenziali offerti dalla banca. Ove venga accertato il dissesto o il rischio di dissesto di una banca, non siano individuabili soluzioni di mercato e non sussista un interesse pubblico alla sottoposizione dell'ente creditizio alla risoluzione, trova applicazione la procedura di liquidazione coatta disciplinata dal Testo unico bancario.

59 Cfr. G. PRESTI, *Le banche e la composizione negoziata della crisi*, in *Diritto della Crisi*, 9 febbraio 2023, p.3.

60 Cfr. S. BONFATTI, *La disciplina e gli effetti della prosecuzione dei contratti bancari pendenti nella composizione negoziata della crisi di impresa*, in *Diritto della Crisi*, 29 marzo 2023.

61 Cfr. A. GALIZZI, *Necessità di armonizzazione tra normative in materia di crisi d'impresa e di vigilanza bancaria*, in *Diritto della Crisi*, 31 luglio 2022, p.1, osserva che «anche dopo l'entrata in vigore del C.C.I.A., il vero tema che si pone è quello relativo alle oggettive difficoltà che imprese meritevoli, in temporanea difficoltà (finanziaria) – prevalentemente PMI – incontrano nell'accedere al credito bancario, attese le cogenti restrizioni, alle quali le banche devono continuare ad attenersi, imposte dalla complessa normativa di vigilanza bancaria (IFRS9) e che, nella sostanza, impediscono al sistema bancario di essere risolutivo in fasi di crisi reversibili attraverso erogazione di nuova finanza cd. “protetta”. Mi riferisco ai pesanti accantonamenti a C/E che la banca si trova costretta ad imputare nel momento in cui non è stata introdotta/recepita dal legislatore italiano una (tanto auspicata) norma che preveda, in ben disciplinati casi, la disapplicazione delle norme regolamentari Bankitalia e BCE». L'art. 16, co. 5, C.C.I.A. dispone, infatti, che banche e intermediari finanziari possano sospendere e revocare gli affidamenti, ove richiesto dalla disciplina di vigilanza prudenziale, ossia al complesso di regole finanziarie volte a garantire la stabilità patrimoniale di banche e del sistema finanziario.

crediti derivanti dalla prosecuzione dell'utilizzo degli affidamenti bancari già pendenti subirebbero – nonostante siano sorti durante la composizione negoziata della crisi – a causa della necessità di catalogarli nello stesso modo riservato ai crediti pregressi, e quindi deteriorati⁶². Il riferimento normativo si rinviene nell'art. 47 *bis* del Regolamento (UE) 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio (noto come Regolamento CRR, *Capital Requirements Regulation*), come modificato dal Regolamento (UE) 630/2019, che qualifica deteriorate tutte le esposizioni che abbiano subito una riduzione di valore secondo la disciplina contabile applicabile, ossia quella espressa dal principio IFRS⁶³. Tale principio è stato recepito nella nuova versione del Regolamento della Commissione UE n. 2016/2067 del 22 novembre 2016⁶⁴, inteso a migliorare l'informativa finanziaria sugli strumenti finanziari affrontando problemi sorti in materia nel corso della crisi finanziaria globale del 2007/2008.

Dopo la crisi, infatti, è emersa la necessità di procedere a una revisione del previgente principio contabile internazionale IAS 39 (*Financial Instruments: Recognition and Measurement*)⁶⁵. La comunità degli enti regolatori aveva opportunamente osservato come i meccanismi di assorbimento delle perdite dell'epoca avessero fallito nel tentativo di cogliere tempestivamente il deterioramento della qualità del credito dell'industria bancaria⁶⁶.

Sulla base di quanto sopra rilevato, la conseguenza è stata un cambiamento notevole nel modo di fare vigi-

lanza. In particolare, già il secondo pilastro di Basilea II⁶⁷ aveva sottolineato l'importanza, nella gestione delle crisi da parte delle banche nonché nell'opera di supervisione delle autorità, di adottare efficaci sistemi di controllo interno dei rischi, che consentissero all'intermediario di valutare l'adeguatezza del patrimonio anche tenendo conto dei rischi non contemplati tra i requisiti patrimoniali minimi o derivanti da eventi straordinari e imprevedibili. L'intermediario, infatti, deve essere capace di calcolare, in modo adeguato, il rischio creditizio del suo portafogli.

Con l'entrata in vigore del Meccanismo Unico di Vigilanza (MVU), Regolamento (UE) 1024/2013, sono stati potenziati i poteri delle autorità nazionali e della BCE, tra i quali quelli impositivi di fondi aggiunti rispetto ai requisiti di capitale minimo⁶⁸. Il nuovo approccio alla supervisione è evidente nelle *guidelines* della BCE⁶⁹, in materia di crediti deteriorati (*non performing loans, NPL*), al fine di ridurre gli NPL presenti nei bilanci delle banche. È, infatti, ampiamente riconosciuto che livelli elevati di NPL generano un impatto negativo sul credito bancario, a causa dei vincoli di bilancio, redditività e capitale a cui sono soggetti gli enti creditizi che li detengono. L'azione volta a una loro riduzione apporta benefici all'economia, in una prospettiva sia micro che macroprudenziale⁷⁰. Occorre, a questo punto, indagare su quali siano i crediti deteriorati. Si tratta di quelli la cui riscossione da parte delle banche è divenuta incerta a causa di un peggioramento della situazione economica del debitore. Ai sensi dell'art. 47 *bis* del Regolamento CRR, come modificato nel 2019, tutte le esposizioni in bilancio e fuori bilancio verso lo stesso debitore si considerano deteriorate se scadute da oltre 90 giorni e ove rappresentanti più del 20 % del totale delle esposizioni in bilancio verso il medesimo debitore. Si

62 In questi termini G. PRESTI, op. cit., p. 4/5, il quale evidenzia come tutti i crediti che hanno determinato un significativo incremento del rischio di credito rispetto alla previsione iniziale vengono classificati come deteriorati.

63 L'1/01/2018 è entrato in vigore il principio contabile IFRS9, che ha sensibilmente rivisto le modalità di classificazione e valutazione delle attività finanziarie e, quindi, ha introdotto per la valutazione dei crediti un approccio basato sulle perdite attese (*expected credit loss – ECL*), in sostituzione di quello basato sulle perdite *incurred*, al fine di operare la transizione verso un modello più lungimirante di rilevazione delle perdite attese sull'attività finanziaria e consentire di cogliere in maniera più tempestiva la crisi.

64 Trattasi del Regolamento che modifica il Regolamento (CE) n. 1126/2008 che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'*International Financial Reporting Standard 9*, in *eur-lex*).

65 Cfr. A. LIONZO, *L'impairment dei crediti nelle banche: l'evoluzione dei principi contabili e le loro implicazioni organizzative e di bilancio*, in Francesco Cesarin, F.C. (ed.), *I crediti deteriorati nelle banche italiane*, Torino, 2017, p. 27. L'A. condivide la critica di scarsa prudenzialità dello Ias 39, perché non consentiva di anticipare la considerazione di perdite future ragionevolmente suscettibili di profilarsi.

66 Cfr. S. RIZZO, *Il quadro regolamentare delle esposizioni bancarie (nei confronti delle imprese "in crisi")*, in *Diritto della Crisi*, 20 gennaio 2022, p.1.

67 Basilea II è la denominazione breve con cui è conosciuto il documento *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* (Nuovo Accordo sui requisiti minimi di capitale), firmato a Basilea nel 2004 ed entrato in vigore l'1 gennaio 2007. Si tratta di un accordo internazionale di vigilanza prudenziale, avente ad oggetto i requisiti patrimoniali che le banche dei Paesi aderenti all'accordo sono tenute a rispettare, in proporzione ai rischi assunti, valutati con lo strumento del *rating*. Si tratta di un articolato sistema suddiviso in tre pilastri: requisiti patrimoniali minimi; controllo prudenziale dell'adeguatezza patrimoniale; disciplina del mercato.

68 Trattasi di misure di vigilanza di secondo pilastro, cfr. C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, III ed., Bologna, 2020, p. 130.

69 Diversi studi della BCE e di altri organismi internazionali, come il documento di discussione del Fondo monetario internazionale (FMI), dal titolo *Strategy for Resolving Europe's Problem Loans*, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1519.pdf>

70 Cfr. *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*, BCE, in bankingsupervision.eu.

parla, in questi casi, di arresto rilevante nell'adempimento dell'obbligazione (c.d. *Past Due*) o di inadempimento persistente secondo le informazioni raccolte dalla Centrale dei rischi (CR)⁷¹ della Banca d'Italia. Invero, la qualifica di inadempimento persistente segue un criterio oggettivo di durata dello scaduto e suo sconfinamento, senza tener conto del suo ammontare in relazione all'esposizione complessiva del debitore o dell'ammontare del finanziamento (non hanno valore, quindi, le soglie di rilevanza adottate per le finalità di vigilanza). Il credito si considera deteriorato anche quando la banca giudica improbabile che, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente (c.d. *Unlikely – To – Pay*, in sintesi UTP, o secondo la definizione accolta dalla vigilanza nazionale, inadempienze probabili). La Banca d'Italia⁷² distingue, infatti, tre categorie di esposizione creditizie deteriorate: inadempienze persistenti (*Past Due*); inadempienze probabili (UTP) e sofferenze. Nello specifico: le sofferenze sono esposizioni verso soggetti in stato di insolvenza o in situazioni sostanzialmente equiparabili; le inadempienze probabili (UTP) sono esposizioni (diverse da quelle classificate tra le sofferenze) per le quali la banca valuta improbabile, senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie, che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni contrattuali; le inadempienze persistenti (*Past Due*) sono esposizioni scadute e/o sconfinanti e deteriorate (diverse da quelle classificate tra le sofferenze o le inadempienze probabili), che eccedono i limiti di affidamento da oltre 90 giorni e oltre una predefinita soglia di rilevanza.

Il *Calendar provisioning*⁷³ rappresenta uno degli interventi regolatori più invasivi e dirompenti della Vigilanza europea. Esso è nato dall'esigenza della BCE di migliorare la qualità degli attivi bancari riducendo le esposizioni *non performing* in modo sostenibile, attraverso un progressivo accantonamento prudenziale, che si inserisce in un percorso iniziato con le Linee Guida⁷⁴ per le banche sui crediti deteriorati, in cui è

stata a più riprese sottolineata l'importanza di una «contaminazione virtuosa» tra le due fasi di vita del credito, erogazione e recupero, attraverso «un meccanismo di regolare interazione, ad esempio per lo scambio di informazioni rilevanti ai fini della pianificazione degli afflussi di NPL, oppure per la condivisione di esperienze nel recupero degli NPL di cui tenere conto nell'erogazione dei nuovi prestiti».

Ai sensi dell'art. 47 bis CRR, un ritorno alla classificazione come *performing*, salvo che si tratti di misure di *forbearance*⁷⁵, è possibile solo se sono passati almeno tre mesi da quando il credito non è più considerato deteriorato.

Il riferimento alla disciplina dei crediti deteriorati è stato necessario per comprendere quanto costi alla banca la cattiva qualità del credito, sia in termini contabili che di vigilanza prudenziale. L'obiettivo della normativa bancaria è migliorare la qualità dell'attivo bancario piuttosto che assicurare il risanamento delle imprese e in ciò si differenzia dalla disciplina sulla gestione delle crisi, nonostante la matrice comune a entrambe sia europea⁷⁶.

pervision.eu.

⁷⁵ Per le misure di *forbearance* vale un discorso a parte. In particolare, ai sensi dell'art. 47 ter CRR, si dovrà ritenere di essere di fronte a una misura di *forbearance* in una delle seguenti ipotesi: «1) vengono convenuti nuovi termini contrattuali più favorevoli per il debitore rispetto ai termini contrattuali precedenti, nel caso in cui il debitore incontri o possa verosimilmente incontrare difficoltà nel rispettare i propri impegni finanziari; 2) vengono convenuti nuovi termini contrattuali più favorevoli per il debitore rispetto ai termini contrattuali offerti nello stesso momento dallo stesso intermediario a debitori con lo stesso profilo di rischio, nel caso in cui il debitore incontri o possa verosimilmente incontrare difficoltà nel rispettare i propri impegni finanziari; 3) ai sensi dei termini contrattuali iniziali l'esposizione è stata classificata come esposizione deteriorata prima della modifica dei termini contrattuali o sarebbe stata classificata come esposizione deteriorata in assenza di modifica dei termini contrattuali; 4) la misura comporta la cancellazione totale o parziale dell'obbligazione; 5) la banca creditrice approva l'applicazione delle clausole che consentono al debitore di modificare i termini contrattuali e l'esposizione è stata classificata come esposizione deteriorata prima dell'applicazione delle relative clausole, o sarebbe classificata come esposizione deteriorata se le clausole non fossero esercitate».

Il credito forborne può essere sia *performing* che *non performing*. In quest'ultimo caso, il ritorno *in bonis* richiede, ai sensi dell'art. 47 bis, n. 3, CRR: (I) il venir meno della condizione che ha dato luogo alla classificazione del credito come deteriorato; (II) il decorso di un anno di c.d. *cure period* dal momento delle misure di concessione o, se posteriore, dalla data di classificazione come deteriorata; (III) il fatto che dopo la *forbearance* non vi siano più stati ritardi nei pagamenti; (IV) la diagnosi positiva della banca sull'integrale rimborso del credito a scadenza. Dopo un anno di *cure period*, il credito diventa *performing forborne*, mentre dopo un *probationary period* di due anni il credito perde l'attributo *forborne*, purché i pagamenti siano regolari per almeno la metà del periodo e nessuna non vi sia alcuna esposizione scaduta da oltre 30 giorni.

⁷⁶ Come è già stato più volte evidenziato, la disciplina della crisi e, per quello che interessa in questa sede, quella della composizione negoziata trovano le loro origini nella direttiva (UE) 20 giugno 2019, n. 1023 (c.d.

⁷¹ La Centrale dei rischi (CR) della Banca d'Italia è una banca dati che, da oltre cinquant'anni, fornisce una fotografia d'insieme dei debiti di famiglie e imprese verso il sistema bancario e finanziario. Attraverso le informazioni ivi raccolte, i clienti che hanno una buona storia creditizia possono ottenere un finanziamento più facilmente e a condizioni più agevolate (c.d. merito creditizio).

⁷² Cfr. Circolare n. 272 del 30 luglio 2018, 17° aggiornamento del 28 novembre 2023, in www.bancaditalia.it

⁷³ Cfr. AIFIRM – Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers, *Implementare il Calendar provisioning: regole e impatti*, Position Paper n. 23, ottobre 2020, consultabile in www.aifirm.it.

⁷⁴ Linee Guida sui crediti deteriorati della BCE, 2017, in *bankingsu-*

Il breve *excursus* sulla disciplina dei crediti deteriorati consente di giungere alla risoluzione del seguente quesito: l'istanza di accesso alla composizione negoziata della crisi impatta sulla classificazione del credito?

Si è detto che il decorso del termine di novanta giorni dalla scadenza del credito lo rende inadempimento persistente (*Past Due*), secondo un criterio di valutazione oggettiva. A fronte dell'accesso alla composizione negoziata della crisi, potrebbe sussistere la tentazione⁷⁷ di procedere alla qualificazione di *default* di un credito come inadempienza probabile (UTP). Occorre, però, ricordare che la collocazione nella categoria degli UTP è scevra da automatismi e necessita di una valutazione discrezionale da parte delle banca⁷⁸.

Se l'impresa non è ancora in fase di crisi, ma presenta uno squilibrio economico che prelude a tale stato, può scegliere di formulare istanza di accesso alla procedura di composizione negoziata e continuare la sua attività, adempiendo spontaneamente le obbligazioni di cui è gravata. In questo caso, un «*trigger automatico di passaggio a UTP*»⁷⁹ sarebbe inopportuno perché a fronte di una tempestiva iniziativa dell'impresa corrisponderebbe un peggioramento della sua situazione e di quella della banca (attraverso la riqualificazione del debito della prima nei confronti della seconda in UTP).

Diverso è il caso in cui l'imprenditore richieda l'applicazione di misure protettive a norma dell'artt. 18 e 19 C.C.I.I. Tali misure mirano a garantire il buon esito delle trattative⁸⁰ e, fino alla loro conclusione

direttiva *Insolvency*) riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione, le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione.

⁷⁷ In questi termini v. S. RIZZO, *op.cit.*, p. 27. Si potrebbe ipotizzare un parallelismo con il concordato in bianco, rispetto al quale il cap. II, sez. VI, n. 20 della circolare 139 dell'11 febbraio 1991 sulla Centrale dei Rischi prevede che «a partire dalla rilevazione riferita alla data di presentazione della domanda di concordato preventivo "in bianco" sino all'omologa dello stesso, le esposizioni del "debitore concordatario" devono essere classificate tra le inadempienze probabili». Tuttavia, a differenza della procedura di concordato, alla base della composizione negoziata non sempre c'è una situazione di crisi o di insolvenza ma può sussistere anche solo una probabilità di emersione della crisi.

⁷⁸ Per un esame più approfondito dei comportamenti tenuti dalle banche nella riqualificazione dei crediti come inadempienze probabili, Cfr. R. ANGELETTI e S. GALLINA (coordinato da), *Indagine sulla gestione delle inadempienze probabili*, in Banca d'Italia, *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, n. 28 marzo 2022.

⁷⁹ L'espressione è di G. PRESTI, *op.cit.*, p. 7.

⁸⁰ Sul punto, interessanti le pronunce della giurisprudenza di merito che evidenziano la capacità lesiva di tali misure nei confronti dei creditori e, dunque, la necessità di una loro puntuale individuazione da parte dell'imprenditore. Cfr., *ex multis*, Trib. Milano, 24 febbraio 2022, *Est. Giani* (in www.odcec.mi.it): «Le misure cautelari previste dal D.L. n.

ovvero all'archiviazione dell'istanza di composizione negoziata, è precluso ai creditori acquisire diritti di prelazione, se non concordati con l'imprenditore, nonché iniziare o proseguire azioni esecutive o cautelari sul suo patrimonio. Inoltre, non possono essere pronunciate sentenze dichiarative di fallimento o di accertamento dello stato di insolvenza. L'esperienza pratica⁸¹ dimostra un progressivo aumento delle istanze di composizione negoziata della crisi e, a differenza del passato, la fiducia degli imprenditori nei confronti della nuova procedura sollecita le istanze in una fase in cui ci sono buone prospettive di risanamento. Tuttavia, ove si faccia richiesta di misure protettive potrebbe già essere presente una situazione di crisi,

118/2021 presuppongono l'individuazione della richiesta e la specifica dei soggetti passivi non potendosi il debitore limitare a rimandare a quanto eventualmente affermato dall'esperto (fattispecie nella quale il tribunale ha ritenuto inammissibile la richiesta di misure cautelari formulata dal debitore il quale, senza determinarne né il contenuto né i destinatari, aveva fatto esclusivo riferimento a quanto l'esperto avesse eventualmente ritenuto necessario o opportuno disporre). L'individuazione dei soggetti passivi destinati a subire gli effetti delle misure protettive eventualmente disposte a favore del debitore deve essere condotta con riguardo ai creditori che abbiano posto in essere condotte dalle quali possa evincersi una posizione antagonista rispetto all'imprenditore che conduce le trattative. In altri termini, deve trattarsi di soggetti che possono assumere a stretto giro iniziative potenzialmente lesive del patrimonio del ricorrente e quindi tali che, in difetto di misure protettive, le trattative condotte pur con l'ausilio dell'esperto verrebbero vanificate. Considerata la natura giudiziale del procedimento di cui all'art. 7 D.L. n. 118/2021, il debitore ha l'onere di instaurare il contraddittorio con i creditori che subirebbero gli effetti delle misure protettive in caso di loro conferma. L'omessa notifica rende inammissibile detta istanza».

⁸¹ Sul sito www.unioncamere.gov.it, il rapporto su la *Composizione Negoziata della Crisi d'Impresa a due anni dall'avvio*, dati aggiornati al 16 novembre 2023, rileva che i numeri, sebbene ancora ridotti, raccontano un incremento significativo delle domande: sono, infatti, 562 quelle avanzate nel secondo anno di operatività dello strumento, vale a dire il 18% in più rispetto a quelle registrate nell'anno precedente (475) per un totale complessivo di 1.037. L'ulteriore evidenza che emerge dai dati è il miglioramento della qualità delle istanze presentate, testimoniato dall'aumento considerevole dei casi chiusi positivamente e dalla correlata crescita del tasso di successo della Composizione negoziata, il che consente di ipotizzare che le imprese stiano iniziando ad avvicinarsi allo strumento in una fase della crisi in cui le prospettive di risanamento risultino, effettivamente, ancora ragionevolmente perseguibili e tali da consentire una trattativa efficace con il ceto creditorio. La quasi totalità delle imprese, invece, ha richiesto l'applicazione delle misure protettive del patrimonio (769 casi su 1.037) mentre circa il 47% ha dichiarato di volersi avvalere delle misure sospensive. Emerge, dunque, con chiarezza che l'istanza dell'esperto è quasi sempre accompagnata dalla richiesta di applicazione del c.d. *automatic stay*, i cui effetti protettivi impediscono ai creditori dell'impresa che accede in Composizione di acquisire diritti di prelazione se non concordati con l'imprenditore, di avviare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul patrimonio della società ovvero sui beni e diritti con i quali viene esercitata l'attività di impresa e di far dichiarare l'apertura della liquidazione giudiziale. È in ogni caso, doveroso ricordare che gli effetti protettivi concessi hanno natura provvisoria in quanto necessitano di una successiva conferma da parte del Tribunale competente, nei termini e secondo le modalità indicate nell'art. 19 CC.I. Inoltre, il 23% degli imprenditori, infine, ha evidenziato la necessità di avvalersi di nuove risorse finanziarie per evitare danni gravi ed irreparabili all'attività aziendale.

indice di possibile inadempimento delle obbligazioni, con conseguente qualificazione del credito in UTP.

5. La nuova finanza nella composizione negoziata della crisi

Nella maggior parte dei casi, le trattative finalizzate al raggiungimento di un accordo con i creditori per la composizione della crisi non sono sufficienti a garantire un'efficiente prosecuzione dell'attività aziendale in un momento di oggettiva difficoltà per l'impresa. I dati raccolti dalla prassi aziendale⁸² dimostrano che la nuova finanza diventa linfa vitale del piano di ristrutturazione.

Consapevole della necessità di assicurare una gestione privatistica dell'insolvenza, il legislatore è intervenuto in più occasioni⁸³ prima dell'entrata in vigore del nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza, riconoscendo espressamente all'art. 182 *quater* del R.D. 267/1942 (Legge Fallimentare) la prededuzione a due forme di finanziamento, ossia:

1) *quello in qualunque forma effettuato da banche e da intermediari finanziari in esecuzione di un concordato preventivo o di un accordo di ristrutturazione omologato*⁸⁴;

2) *quello erogato in funzione della presentazione della domanda di concordato preventivo o della domanda di omologazione dell'accordo di ristrutturazione, a condizione che esso sia stato previsto nel piano e purché la prededuzione sia espressamente disposta nel provvedimento con cui il tribunale accoglie la domanda di ammissione alla procedura di concordato, ovvero l'accordo di ristrutturazione sia omologato.*

Tali interventi legislativi non hanno, però, rimosso gli ostacoli che impedivano l'erogazione di nuova finanza da parte di banche e di intermediari finanziari, interessati soprattutto a ottenere il sicuro rimborso dei finanziamenti concessi e ad evitare di incorrere in abusive concessioni di crediti, sanzionate penal-

mente⁸⁵. Tutto ciò ha avuto conseguenze negative in termini di celerità e certezza dei tempi di svolgimento delle procedure di risanamento delle imprese.

Nel 2019, con la direttiva *Insolvency*, il legislatore europeo è intervenuto a sostegno della necessità di assicurare la continuità aziendale, eliminare l'incertezza normativa rispetto all'insolvenza, tutelare i finanziamenti concessi sia nel corso delle trattative che durante l'esecuzione del piano di risanamento, riconoscendo a quest'ultimi priorità di riscossione nell'eventuale procedura d'insolvenza.

Nello stesso anno, è stato emanato il nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza che, focalizzandosi sui valori aziendali, si pone come utile strumento per garantire il risanamento delle imprese in crisi ed assicurarne la conservazione. Proprio al fine di scongiurare che la crisi muti in insolvenza irreversibile, l'art. 6 C.C.I.I. riconosce il beneficio della prededuzione ai finanziamenti che perseguono tale scopo⁸⁶. Sono, inoltre, previsti meccanismi di protezione⁸⁷ per chi eroga nuova finanza sia in sede di composizione negoziata (art. 22, C.C.I.I.), sia prima dell'omologazione del concordato preventivo o dell'accordo di ristrutturazione (art. 99, C.C.I.I.) o del piano di ristrutturazione soggetto a omologazione (art. 64 bis, comma 9, C.C.I.I.), sia in esecuzione del concordato preventivo o dell'accordo di ristrutturazione (art. 101, C.C.I.I.) o del piano di ristrutturazione soggetto a omologazione (art. 64 bis, comma 9, C.C.I.I.).

Tutte le norme menzionate dimostrano un *favor* del legislatore per il ricorso a soluzioni concordate della crisi⁸⁸, possibili solo a seguito della concessione di

85 Per una disamina più approfondita delle criticità emerse a seguito della riforma del 2007, v. G. FALCONE, *I finanziamenti in esecuzione di un concordato preventivo o di un accordo di ristrutturazione dei debiti: continuità e innovazioni nel «Codice della crisi e dell'insolvenza»*, in Riv. Dir. Bancario, 2018, pag. 712 ss.

86 L'art. 6 del C.C.I.I., rubricato *Prededucibilità dei crediti*, qualifica, alla lett. b), i *crediti professionali sorti in funzione della domanda di omologazione degli accordi di ristrutturazione dei debiti o del piano di ristrutturazione soggetto a omologazione e per la richiesta delle misure protettive, nei limiti del 75% del credito accertato e a condizione che gli accordi o il piano siano omologati*.

87 Cfr. G. FAUCEGLIA, *Il codice della crisi e dell'insolvenza e le banche: qualche spunto di riflessione*, in *Il Diritto Fallimentare delle Società*, 2023, p. 334 ss.

88 Al fine di garantire soluzione concordate della crisi, garantendo il proseguimento dell'attività d'impresa, si segnala l'introduzione ad opera dell'art. 17 del decreto legislativo citato *supra*, nt. 2, del comma 9 bis all'art. 64 bis C.C.I.I., a tenore del quale quando il piano di ristrutturazione «prevede, anche prima dell'omologazione, il trasferimento a qualunque titolo dell'azienda o di uno o più rami su richiesta dell'imprenditore il tribunale, verificata la funzionalità degli atti rispetto alla continuità aziendale e alla migliore soddisfazione dei creditori, può autorizzare l'imprenditore a trasferire in qualunque forma l'azienda

82 Cfr. rapporto sulla *Composizione Negoziata della Crisi d'Impresa* (nt.81), p. 21.

83 Cfr. Decreto legislativo 20 giugno 2005 n.122; Decreto legislativo 9 gennaio 2006 n.5; Decreto legislativo 12 settembre 2007 n. 169; Decreto Legge 31 maggio 2010 n. 78, convertito nella Legge 30 luglio 2010 n. 122, che ha introdotto l'art. 182 *quater* R.D. 267/1942. Attraverso i predetti decreti, sono stati introdotti per la prima volta importanti strumenti di regolazione della crisi, quali il piano di risanamento attestato e l'accordo di ristrutturazione omologato, anche se le tematiche afferenti alla nuova finanza sono rimaste irrisolte, come criticamente rilevato da S. BONFATTI - F. CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, 2007, pag. 477 ss.

84 Inciso poi abrogato dal D.L. 22 giugno 2012 n. 83, convertito in legge 7 agosto 2012 n. 134.

nuova finanza essenziale a fronteggiare il momento di difficoltà economica che caratterizza ogni impresa in tale situazione. La conservazione della continuità aziendale, valore perseguito da tutte le più moderne discipline concorsuali specie se capace di assicurare il miglior trattamento dei creditori⁸⁹, dipende dalla capacità di reperire nuove risorse che consentono di fronteggiare la carenza di liquidità. La nuova finanza, infatti, rappresenta un ingrediente imprescindibile al fine di recuperare l'equilibrio economico, posto che quasi mai tale equilibrio può essere ripristinato solo per il tramite di una sospensione di pagamenti o azioni esecutive⁹⁰.

Proprio nella fase iniziale della crisi, il sostegno finanziario alle imprese risulta essenziale, ragion per cui è *«tanto più giustificabile la prededuzione del credito di chi tale sostegno abbia dato, quanto maggiori sono le probabilità che grazie ai nuovi capitali l'impresa possa superare le difficoltà in cui si trova»*⁹¹. Occorre, quindi, intervenire prima che la crisi degeneri in insolvenza e, allo stesso tempo, evitare che il riconoscimento della prededuzione diventi un *«accanimento terapeutico»*⁹² su un'impresa ormai irrimediabilmente compromessa. Come si legge nella Relazione illustrativa al d.l. 118/2021, la composizione ha l'obiettivo di agevolare il *«risanamento delle imprese in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che hanno le potenzialità necessarie per restare sul mercato»*.⁹³

Entrando nel merito della disciplina della nuova finanza durante la composizione negoziata della crisi, l'art. 22, comma 1, C.C.I.I., dispone che su richie-

o uno o più suoi rami senza gli effetti di cui all'articolo 2560, secondo comma, del codice civile, dettando le misure ritenute opportune, tenuto conto delle istanze delle parti interessate al fine di tutelare gli interessi coinvolti; resta fermo l'articolo 2112 del codice civile. Il tribunale verifica altresì il rispetto del principio di competitività nella selezione dell'acquirente.»

89 Cfr. Art.186 bis R.D. 267/1942, disciplinante il concordato con continuità aziendale, che, al comma ottavo, dispone che ove l'esercizio dell'attività d'impresa risulti essere manifestamente dannoso per i creditori, il Tribunale provvederà a revocare l'ammissione a tale procedura e conseguentemente a dichiarare il fallimento; nonché il considerando n.2 della Direttiva *Insolvency*, a tenore del quale *«gli accordi di ristrutturazione dovrebbero impedire la perdita di posti di lavoro nonché la perdita di conoscenze e competenze e massimizzare il valore totale per i creditori, rispetto a quanto avrebbero ricevuto in caso di liquidazione degli attivi della società»*.

90 Cfr. L. STANGHELLINI, *I finanziamenti al debitore e le crisi*, in *Il Fallimento*, 2021, p. 1184.

91 Cfr. F. BRIOLINI, *I finanziamenti alla s.r.l. nelle procedure di allerta e di composizione assistita della crisi*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transitorio alla prova del Codice della crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, p. 356.

92 In questi termini F. BRIOLINI, *op. cit.*, p. 293.

93 Cfr. Relazione al d.l. 118/2021, p. 18.

sta dell'imprenditore, il tribunale può autorizzarlo a contrarre finanziamenti dai soci⁹⁴, prededucibili ai sensi dell'art. 6 del C.C.I.I. ove funzionali a garantire la migliore soddisfazione dei creditori e la continuità aziendale. Non occorre, inoltre, la presenza di organi vigilanti né, tanto meno, di attestatori e piani⁹⁵. L'art. 22 del C.C.I.I. elenca tutte le autorizzazioni che l'imprenditore può ricevere dal Tribunale al fine di realizzare una composizione negoziata della crisi. In tale procedura, come è stato già evidenziato in precedenza, valore centrale assumono l'autonomia e la volontà dell'imprenditore, perché le autorizzazioni della predetta disposizione sono rilasciate esclusivamente su richiesta del medesimo. Quest'ultime sono emesse non per consentire all'imprenditore di contrarre nuovi finanziamenti, bensì affinché possano prodursi gli effetti protettivi per le controparti dei relativi negozi, nonché per l'imprenditore che, dopo aver superato il vaglio del Tribunale, potrà confidare nel non incorrere in alcuna responsabilità in caso di successivo accesso a una procedura concorsuale⁹⁶. L'architrave del sistema della nuova finanza nella composizione negoziata della crisi di cui al D.L. in esame è lineare e, nell'accordare il beneficio della prededucibilità ai prestiti funzionali alla procedura, colma una vistosa lacuna della disciplina concorsuale vigente. Il Codice della Crisi e la Legge Fallimentare, infatti, contengono previsioni in ordine alla prededuzione dei prestiti accordati per il concordato preventivo (art. 98 C.C.I.I.) e gli accordi di ristrutturazione (art. 182 bis l. fall.) ma non rispetto al piano di risanamento, né durante né all'esito del procedimento di composizione assistita. La dottrina⁹⁷, nel cogliere l'incoerenza di tale scelta, ha elaborato percorsi interpretativi volti ad estendere il beneficio della prededuzione anche ai finanziamenti erogati durante la composizione assistita⁹⁸ ed è stata, quindi, d'ispirazione per il legislatore

94 L'art. 5 del decreto legislativo citato *supra*, nt. 2, ha sostituito il primo comma dell'art. 22 C.C.I.I., lett. a), prevedendo che il tribunale può autorizzare *«l'imprenditore, ai fini del riconoscimento della prededuzione, a contrarre finanziamenti in qualsiasi forma, compresa la richiesta di emissione di garanzie, oppure autorizzare l'accordo con la banca e l'intermediario finanziario alla riattivazione di linee di credito sospese»*.

95 Cfr. M. MEO, *Nuova finanza e concordato preventivo*, in *Giur. Comm.*, fasc.6, 1 dicembre 2023, p. 978. L'A. evidenzia come sia sufficiente: *«un semplice "progetto di piano", da discutere poi e mettere a punto mediante il confronto con i creditori sotto la guida dell'esperto»*.

96 Cfr. F. MORELLI, *Finanziamenti prededucibili nella composizione negoziata: aspetti processuali*, in *Diritto della Crisi*, 2024, p.2.

97 Cfr., *ex multis*, R. TAROLLI, *La natura poliforme della nuova finanza in favore delle imprese in crisi*, in *Giur. Comm.*, 2020, p. 1193 ss.

98 Cfr. L. BENEDETTI, *I finanziamenti dei soci e infragruppo alla so-*

del Decreto Pagni che, all'art. 10 del D.L., ha espressamente sancito la prededuzione per i finanziamenti autorizzati nell'ambito di meccanismo stragiudiziale e volontario, come la composizione negoziata. In questo modo, è stata anticipata la possibilità per l'imprenditore di ricevere una nuova finanza prededucibile in una situazione di crisi meno grave (c.d. *twilight zone*⁹⁹) di quella che rappresenta il presupposto per l'accesso agli accordi di ristrutturazione o al concordato preventivo.

A differenza del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione, per i quali l'art. 182 *quinquies*, co.1, l. fall. dispone che sia necessaria l'attestazione di un esperto, su cui si fonda il provvedimento autorizzatorio del tribunale, per la composizione negoziata della crisi l'accertamento del nesso di strumentalità tra la nuova finanza e il miglior trattamento dei creditori è direttamente demandato al giudice. Trattasi di una delle limitate ipotesi in cui il giudice interviene nell'ambito della composizione negoziata¹⁰⁰, al fine di assicurare il contemperamento degli interessi che entrano in conflitto laddove si prospetta l'accesso alla nuova finanza da parte dell'imprenditore in crisi¹⁰¹. Il riferimento è, in particolare, ai creditori preesistenti, rispetto ai quali l'autorizzazione del Tribunale permette di accertare la funzionalità della nuova finanza rispetto a al miglior soddisfacimento degli stessi e di escludere il rischio che l'incremento dell'esposizione debitoria si risolva in pregiudizio per le loro ragioni. A tal proposito, meritano di essere ricordate le lucide osservazioni della dottrina¹⁰² che critica l'irrazionalità della paura verso la nuova finanza muovendo dalla logica civilistica della garanzia patrimoniale di cui all'art. 2740 c.c. Tale logica, infatti, ha il limite di non riuscire a distinguere il bene, oggetto da liquidare, dal

bene oggetto da sfruttare in un processo produttivo, con l'obiettivo di produrre un risultato capace di aumentare il valore del patrimonio a tutela dei creditori e, quindi, assicurare il loro pagamento, senza che occorra giungere alla liquidazione dei beni. Manca nella norma dell'art. 2740 c.c. un concetto di investimento in attesa di realizzo, con la conseguenza pratica di non riuscire a concepire il finanziamento nella sua componente attiva, ossia ingresso di risorse per garantire la continuità dell'attività d'impresa¹⁰³.

Le banche che concedono tale nuova linfa all'impresa in crisi, oltre a beneficiare del meccanismo della prededuzione di cui all'art. 6 C.C.I.I., dell'essenzione dall'azione revocatoria di cui all'art. 67, secondo comma, R.D. 267/1942, non concorrono nei reati di bancarotta di cui all'art. 216, comma 3, e 217 l. fall. (art. 12, comma 5, d.l. 118/2021). La prededuzione consente, infatti, di creare un patrimonio separato sul quale il creditore prededucibile ha diritto di soddisfarsi integralmente e anteriormente rispetto ai creditori concorrenti¹⁰⁴. Trattasi di importante meccanismo premiale a favore degli istituti di credito, tutelati in caso di eventuale *default* dell'impresa finanziata, dal quale deriva una considerevole riduzione dei «costi di agenzia legati al processo di negoziazione tra impresa e banche affidanti, condizionato dalla situazione di difficoltà della prima e dalle stringenti regole di somministrazione del credito delle seconde»¹⁰⁵.

L'art. 10 del d.l. 118/2021 predispone, quindi, un meccanismo incentivante l'erogazione di nuova finanza, perché la banca ha da subito la certezza che, a fronte dell'esibizione da parte dell'imprenditore dell'autorizzazione richiesta dalla norma in esame, il suo credito godrà del beneficio della prededuzione.

Accertata la funzionalità del finanziamento a garantire la continuità dell'attività d'impresa, si ritiene condivisibile la tesi¹⁰⁶ per cui il miglior soddisfacimento delle pretese creditorie è una naturale conseguenza: la

cietà in crisi, Milano, 2017, p. 138 ss.

99 Così P. RINALDI, *Aziende in crisi, l'esperto agevola la trattativa e tutela i creditori*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 agosto 2021, secondo cui le aziende in crisi sono «quelle che tipicamente si trovano in stage 2, vale a dire che hanno subito un incremento significativo del rischio di credito, ma anche quelle ancora a stage 1, che sono in una condizione sana ma prevedono che tale condizione non perduri».

100 A tal proposito, non sono mancate le critiche di coloro i quali hanno evidenziato un approccio eccessivamente liberale e orientato alla protezione dell'autonomia imprenditoriale, cfr. D. GALLETTI, *È arrivato il venticello della controriforma? Così è, se vi pare*, in *Il Fallimentarista*, 27 luglio 2021; F. LAMANNA, *Nuove misure sulla crisi d'impresa del d.l. 118/2021*, op.cit.; P. LICCARDO, *Neoliberalismo concorsuale e le svalutazioni delle regole: il mercato competitivo*, in *Giustizia Insieme*, 7 settembre 2021.

101 A sostegno dell'intervento del giudice nella composizione negoziata, D. GALLETTI, op.cit.

102 Cfr. G. MEO, *Nuova finanza e concordato preventivo*, op. cit., p. 966.

103 Cfr. M. FABIANI, *Di un ordinato ma timido disegno di legge delega sulla crisi d'impresa*, in *Il Fallimento*, 2016, p. 265.

104 Cfr. D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Milano, 2012, p. 164.

105 R. TAROLLI, *La natura poliforme della nuova finanza in favore delle imprese in crisi*, op. cit., p. 1198. Il dato empirico che si ricava dall'analisi di Banca d'Italia (cfr. E. BRODI- L. CASOLARO, *Finanziamenti alle imprese in crisi e priorità nel rimborso: gli effetti della prededucibilità nel concordato preventivo*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza* n. 387, settembre 2017) rivela che, da quando il legislatore ha previsto con norme *ad hoc* la prededucibilità delle nuove erogazioni di credito nell'ambito di concordati preventivi e accordi di ristrutturazione, sia l'offerta che il costo del credito sono sensibilmente migliorati.

106 Cfr. L. BENEDETTI, *La disciplina della nuova finanza nella composizione negoziata*, op. cit., p. 330.

prosecuzione dell'attività, il risanamento aziendale, il ripristino delle capacità di adempimento delle obbligazioni contratte determinano migliori prospettive per tutte le classi di creditori.

6. Le posizioni della giurisprudenza sulla nuova finanza nella composizione negoziata della crisi

Prima di analizzare il significato attribuito dalla giurisprudenza all'autorizzazione richiesta dall'art. 22 C.C.I.I. per garantire la continuità aziendale e la migliore soddisfazione dei creditori, occorre capire cosa si intende per finanziamenti prededucibili.

Sul punto, la giurisprudenza di merito¹⁰⁷ ha chiarito che «nell'ambito di un contesto degiurisdizionalizzato come quello della composizione negoziata della crisi, il legislatore ha inserito degli interventi giudiziali di carattere eventuale ed episodico, finalizzati, da un lato, alla protezione del patrimonio del debitore, nella fase di composizione negoziata [...] e, dall'altro lato, a incentivare il finanziamento dell'impresa in condizioni di squilibrio economico e finanziario con una sorta di prenotazione della prededuzione», pertanto «deve ritenersi che nel caso di specie la concessione di una finanza nella forma del contratto di factoring sia funzionale a supportare la continuità aziendale e ad evitare che la sospensione della normale attività di impresa si riveli fattore decisivo dell'evoluzione in insolvenza di una situazione di squilibrio economico e finanziario». Sembra, quindi, essere accolta una nozione ampia di finanziamento prededucibile.

Sui requisiti richiesti dall'art. 22 C.C.I.I. per la concessione dell'autorizzazione del Tribunale – requisiti che, secondo la tesi che si ritiene condivisibile¹⁰⁸, rappresentano un'endiadi, *id est* la funzionalità rispetto alla continuità aziendale e la migliore soddisfazione dei creditori preesistenti alla composizione negoziata – la giurisprudenza¹⁰⁹ condivide la posizione di quella dottrina¹¹⁰ che guarda al finanziamento come una componente attiva del patrimonio dell'impresa che, se ben sfruttato, aumenta le possibilità di soddisfacimento dei creditori. Ne deriva che sarà accolta positivamente l'istanza ex art. 22 C.C.I.I. «a fronte

¹⁰⁷ Tribunale di Bergamo, 5 luglio 2022, Est. Randazzo, in *diritto della crisi*, p. 7.

¹⁰⁸ Il riferimento è alla tesi già esposta di L. BENEDETTI, *La disciplina della nuova finanza nella composizione negoziata*, op. cit., p. 330, che ha consentito anche di superare il dubbio rappresentato da R. GUIDOTTI, *La crisi dell'impresa nell'era Draghi: la composizione negoziata e il concordato semplificato*, in *ilcaso.it*, 8 settembre 2021, p.20.

¹⁰⁹ Trib. Bologna, 9 gennaio 2023, Est. Atzori, in *diritto della crisi*.

¹¹⁰ Cfr., ex multis, G. MEO, *Nuova finanza e concordato preventivo*, op. cit.

di un avanzamento delle trattative e una più chiara leggibilità del business plan con riscontri anche sul piano dell'attività di impresa medio tempore realizzata, sia in caso venga prospettata l'esigenza di un nuovo finanziamento che risponda ad altre e diverse emergenze. Anzi tale possibilità è pienamente coerente con un sistema votato al recupero dell'impresa con il limite invalicabile del maggior soddisfacimento dei creditori che si deve realizzare attraverso le trattative, la cui stessa definizione richiama plasticamente una modalità di raggiungimento dell'obiettivo mediante una dinamica evoluzione delle posizioni delle parti»¹¹¹. Tale provvedimento del Tribunale bolognese è seguito a un precedente¹¹² in cui veniva rigettata la richiesta di ammissione alla composizione negoziata sul presupposto che, in eventuale futura procedura di liquidazione giudiziale, le garanzie a favore del finanziatore avrebbero potuto esaurire le risorse a disposizione dei creditori originari, con conseguente violazione degli artt. 2740 e 2741 c.c.

Tuttavia, come si è già avuto modo di osservare in precedenza, tale valutazione esula da quelle espressamente richieste dall'art. 22 C.C.I.I. Pertanto, una volta approvato il piano di risanamento e valutate come consistenti le possibilità di ripresa, non residuano spazi per valutazioni ulteriori ai fini del rilascio dell'autorizzazione di cui all'art. 22 C.C.I.I.

Il ruolo ermeneutico della giurisprudenza di merito, nel tracciare la cornice applicativa della nuova procedura di composizione negoziata della crisi, non deve essere sottovalutato. Dalla breve rassegna effettuata, appaiono sempre più minoritari gli indirizzi che forniscono interpretazioni a-letterali del dato legislativo, ricercando requisiti inediti e non tipizzati al fine del rilascio dell'autorizzazione in esame.

La *ratio* dell'art. 22 C.C.I.I. è quella dell'intera disciplina della composizione negoziata: favorire una soluzione concordata della crisi, attraverso strumenti di nuova finanza, in una fase in cui il dissesto non è ancora irreversibile, con il faro del *best interest* dei creditori coinvolti.

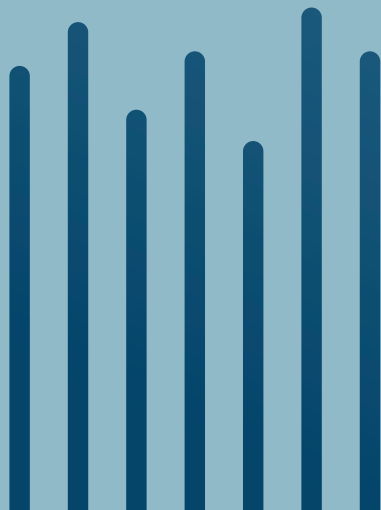
¹¹¹ Trib. Bologna, 9 gennaio 2023, Est. Atzori, cit., p.12.

¹¹² Trib. Bologna, 8 novembre 2022, Est. Atzori, in *diritto della crisi*.



Giurisprudenza

Massime a cura di Federica Nava



Cassazione civile sez. I, 14/02/2025, n. 3759

Oggetto: Obbligo di verifica dell'adeguatezza e responsabilità dell'intermediario di fronte al rifiuto del cliente di fornire informazioni finanziarie

Il rifiuto del cliente di fornire informazioni sulla propria situazione finanziaria e sulla propria propensione al rischio non vale a esonerare l'intermediario dall'obbligo di verifica dell'adeguatezza del prodotto finanziario oggetto di negoziazione, la banca può supplire alle informazioni rifiutate attingendo la c.d. profilatura di propensione al rischio dell'investitore dai pregressi investimenti. (massima redazionale)

* * * * *

Cassazione civile sez. I, 21/12/2024, n. 33841

Oggetto: Responsabilità dell'emittente per le informazioni fuorvianti contenute nel prospetto di offerta pubblica di sottoscrizione di azioni

In presenza di un prospetto di offerta pubblica di sottoscrizione di azioni societarie che contenga informazioni fuorvianti in ordine alla situazione patrimoniale della società, l'emittente al quale le errate informazioni siano imputabili, anche solo a titolo di colpa, risponde verso chi ha sottoscritto le azioni del danno subito per aver acquistato titoli di valore inferiore a quello che il prospetto avrebbe lasciato supporre, dovendosi presumere, in difetto di prova contraria, che la non veridicità del prospetto medesimo abbia influenzato le scelte d'investimento del sottoscrittore. (massima redazionale)

* * * * *

Cassazione civile sez. I, 16/01/2024, n. 1653

Oggetto: I limiti di responsabilità della Consob in caso di falsità nei prospetti informativi

È stato rigettato il ricorso di quattro investitori che avevano chiesto la condanna della Consob al risarcimento dei danni subiti per la perdita del capitale investito nell'acquisto di un pacchetto di azioni di una Spa. Per i ricorrenti il prospetto conteneva dati «falsi e gonfiati». La Corte di appello avrebbe dunque errato nell'affermare che la Consob «non fosse tenuta a esprimere valutazioni di merito sugli strumenti finanziari oggetti di sollecitazione, né a controllare e garantire la veridicità delle

informazioni contenute nel prospetto informativo, ma solo a svolgere un controllo meramente estrinseco sulle stesse». Una lettura non condivisa dalla Suprema corte: la diligenza richiesta all'autorità di vigilanza nell'attività di controllo della veridicità ed esattezza del prospetto informativo «non può che essere quella di cui all'articolo 1176, secondo comma, c.c.: potrà, dunque, ravvisarsi una colpa ogni qualvolta l'attività di verifica non sia stata condotta usando la diligenza media richiesta in relazione alla natura dell'attività esercitata, e, pertanto, con riferimento all'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo, nei casi in cui la falsità delle informazioni contenute nel prospetto è manifesta ovvero nei casi in cui abbia omesso di svolgere i necessari approfondimenti in presenza di specifiche segnalazioni che denunciino tali falsità». (massima redazionale)

In tema di responsabilità extracontrattuale della Consob collegata all'emissione di titoli azionari, deve escludersi che la stessa - anche alla luce del Regolamento (UE) n. 1129 del 2017 - nell'espletare la propria attività di controllo dei prospetti, pur non potendo limitarsi ad una verifica esclusivamente formale, abbia un generale obbligo di valutazione del merito delle informazioni fornite dall'emittente, offerente o soggetto che chiede l'ammissione alle negoziazioni, atteso che la procedura di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto non costituisce un'approvazione, da parte dell'autorità, dell'operazione di offerta o ammissione alle negoziazioni e non presuppone quindi lo svolgimento di operazioni di approfondimento sui dati o sulle informazioni riportate nel medesimo prospetto. (massima redazionale)

* * * * *

Cassazione penale sez. V, 20/09/2024, n. 40738

Oggetto: Ostacolo alle funzioni di vigilanza e mancata consegna della necessaria documentazione

Anche una condotta meramente omissiva - come la mancata risposta ai ripetuti tentativi da parte dell'autorità di vigilanza di stabilire un contatto con l'ente sottoposto a controllo o la mancata trasmissione della documentazione contabile e societaria necessaria per lo svolgimento dell'attività di verifica - può integrare il delitto ostacolo all'autorità di vigilanza. Il delitto di ostacolo all'esercizio delle funzioni

dell'autorità di vigilanza, di cui al secondo comma dell'art. 2638 c.c., è reato a dolo generico diretto, dovendosi escludere, tra le forme di dolo idonee a integrare la fattispecie incriminatrice, il dolo eventuale atteso l'utilizzo nella disposizione incriminatrice dell'avverbio "consapevolmente". (massima redazionale)

* * * * *

Corte appello Torino sez. I, 30/09/2024, n. 813

Oggetto: Responsabilità dell'intermediario finanziario e riparto dell'onere probatorio

Ai fini dell'affermazione della responsabilità contrattuale per i danni subiti dall'investitore, va accertato se l'intermediario abbia diligentemente adempiuto alle obbligazioni scaturenti dal contratto di negoziazione ed a tutte quelle specificamente poste a suo carico dal t.u.f.; l'onere probatorio si ripartisce nel seguente modo: l'investitore deve provare l'inadempimento delle obbligazioni a carico dell'intermediario, nonché dimostrare il danno ed il nesso di causalità fra questo e l'inadempimento; l'intermediario, a sua volta, deve provare l'avvenuto adempimento delle obbligazioni poste a suo carico e, sotto il profilo soggettivo, di avere agito con la specifica diligenza richiesta. (massima redazionale)

* * * * *

Tribunale Milano sez. VI, 06/09/2024, n. 7898

Oggetto: Liceità del contratto derivato rispondente al principio della c.d. 'alea razionale'

Ai fini della liceità dei contratti derivati, occorre verificare se l'accordo tra intermediario ed investitore riguarda la misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi (ed in tal caso il contratto è valido perché il legislatore autorizza questo genere di 'scommesse razionali', intese come specie evoluta delle antiche scommesse di pura abilità). Tale accordo in tanto è valido, in quanto concerne la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la misura dei costi, pur se impliciti. (massima redazionale)

* * * * *

Tribunale Ravenna sez. I, 21/09/2024, n. 830

Oggetto: Nullità del contratto di interest rate swap che non specifichi il 'mark to market'

Premesso che gli elementi essenziali del contratto di I.R.S. sono: 1. la data di stipula del contratto (c.d. 'trade date'); 2. il capitale di riferimento (c.d. 'notional principal amount'), che non viene scambiato tra le parti e serve per il calcolo degli interessi; 3. la data di inizio (c.d. 'effective date') dalla quale cominciano a maturare gli interessi; 4. la data di scadenza (c.d. 'maturity date') del contratto; 5. le date di pagamento (c.d. 'payment dates') cioè quelle in cui sono scambiati i flussi di interessi; 6. i diversi tassi di interesse (c.d. 'interest rate') da applicare al detto capitale, i contratti derivati atipici sono validi e leciti solo in presenza, fin dalla loro stipula, di una precisa misurabilità/determinazione dell'oggetto contrattuale, comprensiva sia del criterio del 'mark to market', che degli scenari probabilistici e dei c.d. 'costi occulti'. (massima redazionale)

* * * * *

ACF - Decisione n. 7125 del 17 gennaio 2024

Oggetto: Responsabilità dell'intermediario nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, in particolare in relazione all'inadempimento degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza nella gestione di un Fondo immobiliare chiuso

Il concreto atteggiarsi del processo di investimento/disinvestimento da parte del gestore riveste un ruolo centrale ai fini della corretta prestazione del servizio gestorio. Affinché il comportamento della società di gestione possa considerarsi improntato ai prescritti canoni di diligenza e correttezza comportamentale è necessario, alla luce delle previsioni normative di riferimento, che il complessivo processo decisionale venga in concreto declinato in modo da consentire, ex ante, di indirizzare l'attività gestoria e, ex post, di controllarne i risultati (ex multis, Decisione ACF n. 6058 del 10 novembre 2022). L'ACF ritiene pertanto che le evidenze disponibili in atti non siano idonee a dimostrare che la SGR in questione, nella fase di liquidazione dei cespiti immobiliari del Fondo, abbia effettuato un'adequata e approfondita attività di due diligence - per sua natura propedeutica all'opera-

zione di disinvestimento degli immobili - finalizzata all'individuazione delle controparti acquirenti e delle condizioni di vendita, non avendo versato in atti neppure le procedure interne cui si sarebbe dovuta attenere nel selezionare i cessionari e nel pattuire le condizioni e il prezzo di vendita¹.

¹https://www.acf.consob.it/web/guest/decisioni-del-collegio/intermediari-inadempienti?p_auth=GPE0Ahxa&p_p_id=intermediarioinadempientenavigazione_WAR_acfClientPortlet&p_p_lifecycle=1&p_p_state=normal&p_p_mode=view&p_p_col_id=column-1&p_p_col_count=1&intermediarioinadempientenavigazione_WAR_acfClientPortlet_javax.portlet.action=searchIntermediarioInadempienteByConteggio&intermediarioId=581&tipoParticolareInadempienzaId=0

www.amfitalia.org