

DISCIPLINA DELLA CRISI D'IMPRESA E SCELTE DIMENSIONALI

DANIELA MARCHESI

Istituto di studi e analisi economica (ISAE)

società italiana di economia pubblica

dipartimento di economia pubblica e territoriale – università di Pavia

DIRITTI, REGOLE, MERCATO
Economia pubblica ed analisi economica del diritto

XV Conferenza SIEP - Pavia, Università, 3 - 4 ottobre 2003

pubblicazione internet realizzata con contributo della



società italiana di economia pubblica

dipartimento di economia pubblica e territoriale – università di Pavia

Organizzazioni internazionali¹ e letteratura economica si sono ampiamente occupate della disciplina della crisi d'impresa nell'obiettivo di elaborare modelli normativi efficienti. I diversi contributi non danno una risposta univoca su quale sia il contenuto di tale efficienza. Nella gran parte dei casi, la massima soddisfazione dei creditori sembra l'obiettivo principale, ma frequentemente ad esso si affianca quello della conservazione dell'impresa, o del livello occupazionale. Inoltre, la questione che prevalentemente si pone la letteratura riguarda l'esistenza e le eventuali modalità per raggiungere un equilibrio ottimale tra efficienza *ex ante* (che viene fatta coincidere con comportamenti virtuosi dell'imprenditore, ossia tesi a prevenire l'insolvenza) e efficienza *ex post* (che viene fatta coincidere con la massimizzazione del valore dell'attivo, una volta che l'impresa sia divenuta insolvente).

In realtà - come si mostrerà in questo *paper* - accanto a queste pur rilevanti questioni, la normativa della crisi d'impresa ne pone altre ugualmente importanti, ma finora trascurate. Infatti, le regole sulle procedure concorsuali, pur avendo come riferimento e centro di gravitazione il problema dell'insolvenza, e di come esso possa essere prevenuto o risolto, finiscono per avere effetti rilevanti, anche se involontari e indiretti, sulle scelte di investimento di imprese che, pur non trovandosi a fronteggiare un problema di insolvenza né immediato, né imminente, finiscono per operare delle scelte "all'ombra" dell'eventualità di un'insolvenza. Eventualità di un'insolvenza che è solo un modo alternativo di dare un nome al rischio d'impresa. In altri termini, la normativa sulle procedure concorsuali produce una rilevante esternalità sulla scelta dimensionale delle imprese. Questo perché tale normativa ha influenza nella determinazione del livello del tasso di profitto a partire dal quale l'impresa può considerare vantaggioso un nuovo investimento, e dunque scegliere di crescere.

L'impresa può finanziare un nuovo investimento o reperendo, sul mercato, capitale di rischio, o autofinanziandosi, o ricorrendo a un prestito bancario². Di queste tre ipotesi

¹ Studi per l'elaborazione e l'implementazione di codici di *best practice* in materia di disciplina della crisi d'impresa sono stati prodotti dal Fondo Monetario Internazionale - cfr. FMI (1999) -, Banca Mondiale - cfr. Banca Mondiale (2001) - e Commissione Europea - cfr. Commissione Europea (2002) -.

² L'emissione di obbligazioni, che potrebbe costituire una quarta forma di finanziamento, attualmente, è consentita, alle sole società per azioni e in accomandita per azioni. Forme assai di rado assunte dalle imprese di piccole dimensioni. A partire dal 1 gennaio 2004, le Srl che lo abbiano previsto nell'atto costitutivo, potranno emettere titoli di debito che, però, potranno essere sottoscritti soltanto "da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali" (cfr. D.Lgs. 6/2003, art 2483). Pertanto rispetto a quanto si dirà in questo *paper* le obbligazioni possono essere intese come una forma di finanziamento ibrida tra il finanziamento con emissione di azioni e il ricorso al credito bancario. Quanto verrà esposto, pertanto può valere, con un'estensione analogica, anche per questa forma di finanziamento.

soltanto la terza ha rilievo per quanto attiene l'analisi svolta in questo *paper*. Infatti, gli aspetti normativi che interessano il costo del capitale di rischio attengono la disciplina delle società e non interessano quella della crisi d'impresa, mentre i problemi legati al costo dell'autofinanziamento non richiedono un'analisi specifica perché strettamente relazionati a quelli delle altre due alternative, che ne costituiscono il costo opportunità.

Diverso è il caso del finanziamento attraverso il credito bancario. Qualora, infatti, l'impresa intenda finanziarsi attraverso questa modalità, perché sia razionale affrontare un investimento, il tasso di profitto atteso deve essere maggiore o almeno uguale alla somma data dal tasso di interesse passivo richiesto dalla banca per il credito e dal premio di rischio legato, alle caratteristiche dell'investimento:

$$p_e^* \geq i + r_e$$

Dove:

p_e^* è il tasso di profitto atteso soglia perché l'investimento sia vantaggioso,

$$r_e = \sum_s r_s$$

per $s = (1, \dots, k, \dots, n)$

è il premio di rischio (r_s sono i premi di rischio legati ai vari motivi di incertezza di quel particolare investimento);

i è il tasso di interesse passivo.

L'efficienza della normativa sulla crisi di impresa influenza sia il livello di i - il tasso di interesse al quale le banche offrono credito - sia quello di r_k - il premio di rischio legato alla probabilità che l'impresa vada in crisi e al costo associato a tale evenienza - e, quale ultima conseguenza, quello di p_e^* , ossia la convenienza per le imprese a fare investimenti e perciò a crescere di dimensione. Vediamo il perché.

CHE COSA SONO LE PROCEDURE CONCURSUALI

All'insorgere della crisi dell'impresa (identificabile con un problema di illiquidità o, in alcuni casi, di sovraindebitamento) possono aprirsi - anche se con modalità assai diverse da ordinamento a ordinamento - due diverse tipologie di procedura che possono essere definite rispettivamente "di liquidazione" e "di recupero" dell'impresa³. A differenza delle procedure di liquidazione, quelle di recupero sono concepite per dare all'impresa un periodo di respiro al fine di risolvere, se temporanei, i suoi problemi di li-

liquidità, oppure, se necessario, per porre in essere una ristrutturazione dell'azienda, o, infine, ove consentito, una rinegoziazione delle obbligazioni con i creditori. L'elemento fondamentale di distinzione tra le due tipologie⁴, però, sta nel fatto che mentre nel primo caso - procedure di liquidazione - i creditori si soddisfano coattivamente sul patrimonio dell'imprenditore insolvente, che viene liquidato, nel secondo essi vengono soddisfatti dall'imprenditore stesso, sia pure in termini diversi da quelli originariamente concordati senza necessariamente liquidare, neppure parzialmente, il patrimonio.

In generale le procedure di liquidazione (alle quali appartiene, per il caso italiano, la procedura di fallimento) si articolano in tre fasi successive:

la disponibilità materiale e giuridica del patrimonio viene tolta al debitore e trasferita ad un curatore, nominato dall'autorità giudiziaria;

la vera e propria liquidazione, cioè la conversione del patrimonio in denaro;

il riparto, cioè la distribuzione del denaro ricavato ai creditori (e la restituzione dell'eventuale *surplus* al debitore o ai soci), secondo l'ordine di priorità.

Al contrario di quanto avviene nelle procedure di liquidazione, in quelle di recupero, di norma, la disponibilità materiale e giuridica del patrimonio resta in capo all'imprenditore (o al *management* se si tratta di una società) che attraverso questo tipo di procedura cerca di risanare l'impresa avendo a disposizione una, o più, - a seconda degli ordinamenti - delle seguenti possibilità:

- procrastinare la scadenza dei pagamenti;
- ridurre l'importo o il tasso di interesse dei debiti;
- rinegoziare il contenuto dei debiti (ad esempio, nel caso di società, trasformandolo in quote azionarie dell'azienda).

Di questa categoria di procedure fanno parte, nella normativa italiana, il concordato preventivo e l'amministrazione controllata.

³ Nella letteratura internazionale, le procedure qui definite di "recupero" sono dette di "riabilitazione" (cfr. FMI 1999). La scelta di un termine diverso in questo *paper* è stata dettata dalla necessità di evitare confusione con il procedimento di riabilitazione che, nel nostro ordinamento, ha la funzione di far venire meno le "sanzioni" personali legate all'iscrizione nel registro dei falliti.

⁴ Per un'approfondita analisi su questo punto cfr. Stanghellini (2003) e FMI (1999).

PERCHÉ LA DISCIPLINA DELLA CRISI DI IMPRESA INFLUENZA IL COSTO E L'ACCESSO AL CREDITO?

Il problema delle insufficienti garanzie normative e giudiziarie di recuperare il credito quando il debitore non voglia o non possa farlo spontaneamente incide pesantemente sulle scelte del sistema bancario, sia in merito alla determinazione del livello dei tassi di interesse da applicare in caso di prestito, sia in merito all'adozione di politiche di razionamento. Se il razionamento può precludere, a causa dell'accesso negato al credito, il nuovo investimento necessario alla crescita dell'impresa, un elevato tasso di interesse passivo lo scoraggia poiché, come visto nelle righe precedenti, impone che i tassi di profitto siano alti perché l'investimento sia conveniente.

E' opportuno segnalare alcuni principali contributi della letteratura economica in cui si verifica analiticamente ed empiricamente la relazione tra problemi del credito da un lato, e qualità della normativa e dell'*enforcement* giudiziario - sui quali può contare il creditore nel recupero della somma prestata - dall'altro.

Ying Yan (1996) evidenzia, con un modello analitico, che alti costi legati alla procedura di fallimento scoraggiano le banche dal concedere prestiti alle piccole imprese originando, come risultato di comportamenti aggregati, severi problemi di razionamento del credito proprio per questa categoria dimensionale.

Rispetto al caso italiano, anche se in riferimento a un più generale caso di inefficienza dell'*enforcement* rispetto al recupero dei crediti (cioè non riferito in particolare alle procedure concorsuali) Masciandaro (2000) verifica empiricamente una relazione tra basso grado di *enforcement* e razionamento del credito, e Bianco, Jappelli e Pagano (2002) rilevano una connessione tra basso grado di *enforcement* e elevati tassi di interesse praticati sui prestiti bancari. Infine l'esistenza di una relazione tra problemi di efficienza dell'ambiente normativo nel garantire il recupero dei crediti e problemi di razionamento si può dedurre dai risultati ai quali, per altre vie, giungono Sharpe (1990) e Petersen e Rajan (1992), che verificano una maggiore disponibilità delle banche a concedere crediti alle imprese con le quali hanno rapporti da lunga data. Da questi risultati si può infatti desumere che la fedeltà di *partnership* sia una forma sostitutiva della carenza di *enforcement*⁵.

Il confronto delle variabili chiave nella determinazione della qualità dell'*enforcement* in caso di fallimento non è però facile da realizzare. La disponibilità dei dati è limi-

⁵ Per le relazioni analitiche tra carenze di *enforcement* dei contratti e fedeltà di *partnership* si rinvia a Marchesi (2003).

tatissima e quelli che si riescono a raccogliere presentano disomogeneità, anche notevoli, in merito al periodo temporale di riferimento. Tuttavia anche dalle poche informazioni disponibili, evidenziate nella tabella 1, emerge che l'Italia ha tempi di chiusura delle procedure fallimentari di gran lunga più elevati degli altri paesi (nell'ordine del doppio o più) e percentuali di recupero dei crediti minime. Se il quadro statistico non è accurato, tuttavia, il messaggio che ne deriva è in modo evidente quello di segnalare l'Italia come un paese che presenta seri problemi rispetto ai tempi e alle possibilità di recupero dei crediti concessi ad imprese andate in crisi. Tale penalizzazione si rinviene anche qualora si prescindano dalla qualità dell'*enforcement* che ogni paese offre alla propria disciplina della crisi d'impresa - che è strettamente connessa all'efficienza della giustizia civile e ci si concentri sugli aspetti della disciplina che interessano in modo particolare la tutela del credito garantito - quale è quello di norma offerto dalle banche - .

Tab. 1 EFFICIENZA DELLE PROCEDURE FALLIMENTARI: DURATA, COSTI DIRETTI E RECUPERO CREDITI

Paesi	Anni	Durata media(mesi)	Recupero crediti (in percentuale di quelli ammessi al passivo)	Recupero crediti privilegiati (in percentuale di quelli ammessi)
Austria	1990-99	12-24		
Belgio				
Danimarca				
Finlandia				
Francia	1991	24-36		0,14-0,66
Germania	1998	12		
Grecia	1990-94			
Irlanda	1990-99			
Italia	2000	72	0,18	0,33
Olanda		31		0,8
Portogallo		19		
Regno Unito	1992-98		0,37	0,7
Spagna	1999	19		
Svezia		2,4	0,35	0,69
Stati Uniti	2000	18-24	0,51	0,8-0,9

Fonte: M. Bianco e M. Marcucci (2001).

Evidentemente è *in primis* l'efficienza generale della disciplina la vera garanzia del creditore, e questa è il risultato del bilanciamento delle molte regole particolari che interessano le procedure concorsuali; ma volendo, tra tali regole particolari, individuarne alcune, che più delle altre, sono volte a tutelare questa categoria di crediti, due sono meritevoli di un esame più approfondito:

- in caso di fallimento: l'ordine di priorità stabilito per la soddisfazione dei creditori al termine della liquidazione (cfr. Tab. 2).

- in caso di procedura di recupero: il conferire o meno al creditore la possibilità di avviare la procedura qualora si avveda dell'imminenza di una crisi (cfr. Tab. 3).

La letteratura economica (La Porta *et al.* 1996 e Levine 1999) dà invece particolare enfasi ad un altro aspetto delle procedure di recupero: il fatto che nel corso di esse il debitore venga escluso dalla conduzione dell'impresa. Non riteniamo che questo aspetto normativo sia *per se* favorevole al creditore. Al contrario, l'esclusione del *management* preesistente dalla conduzione della crisi può comportare una perdita di informazioni, e di tempo, che può pregiudicare il superamento della crisi e compromettere la soddisfazione dei crediti.

Tornando alle scelte normative nazionali in merito all'ordine di priorità da seguire nella soddisfazione dei creditori da un lato, e, dall'altro, alla facoltà concessa o meno al creditore di avviare la procedura di riorganizzazione, si riscontra una notevole disomogeneità di scelte adottate dai diversi ordinamenti. I paesi, che almeno sulla carta, assicurano una maggiore tutela ai creditori garantiti (ad esempio da un'ipoteca) sono Belgio, Finlandia, Grecia, Portogallo, Regno Unito e Stati Uniti - che prevedono entrambe le disposizioni in questione - . Italia e Francia sono quelli che offrono il grado di tutela più basso (cfr. Tab. 2 e Tab. 3).

Tab. 2 ORDINE DI PRIORITA' NEL RIPARTO DEL DENARO RICAVATO DALLA LIQUIDAZIONE: CONFRONTO INTERNAZIONALE TRA LE DIVERSE NORMATIVE.

Paesi	Ordine di distribuzione tra i creditori nell'assegnazione dell'attivo
Austria	Secondo il piano di distribuzione disegnato dal curatore e approvato dal comitato dei creditori.
Belgio	Precedenza ai crediti con garanzia.
Danimarca	Secondo il piano di distribuzione disegnato dal curatore e approvato dal tribunale.
Finlandia	Precedenza ai crediti con garanzia.
Francia	Prima i dipendenti dell'impresa, poi le spese legali, poi gli altri creditori con precedenza a quelli garantiti.
Germania	Prima i vengono soddisfatti i diritti di proprietà ,poi i crediti garantiti e poi il resto a seguire.
Grecia	Precedenza ai crediti con garanzia.
Irlanda	Precedenza ai crediti con garanzia e con privilegio.
Italia	Prima le spese legali, poi i crediti garantiti e quindi i chirografari (1).
Lussemburgo	Dedotte le spese legali l'attivo è ripartito tra i creditori secondo un piano predisposto dal curatore e approvato dal giudice e dai creditori.
Olanda	I creditori garantiti possono agire come se il fallimento non fosse stato dichiarato a meno che non sia appositamente imposto un periodo di " <i>cooling-down</i> ".
Portogallo	Precedenza ai crediti con garanzia, quanto resta è distribuito <i>pro rata</i> tra chirografari e privilegiati.
Regno Unito	Precedenza ai crediti con garanzia, poi il compenso del curatore, quindi i crediti privilegiati e i chirografari a seguire.
Spagna	Precedenza ai crediti con garanzia quindi gli altri secondo un piano proposto dal debitore e approvato dal comitato dei creditori.
Svezia	Precedenza ai crediti con garanzia, gli altri secondo accordo tra i creditori.
Stati Uniti	Precedenza ai crediti con garanzia, a seguire secondo l'ordine di priorità.

Fonte: Commissione UE (2002) e legislazioni nazionali.

(1) Nel caso di amministrazione straordinaria e delle grandi imprese in crisi i crediti sorti per la continuazione dell'esercizio dell'impresa e la gestione del patrimonio del debitore sono soddisfatti in prededuzione anche nel caso in cui il fallimento subentri alla procedura.

Per quanto riguarda l'Italia, infatti, per entrambe le procedure di recupero - concor-

dato preventivo e amministrazione controllata - è previsto che sia solo l'impresa - e non anche i creditori - ad essere legittimata ad avviare la procedura. Inoltre, per quanto riguarda l'ordine di priorità nella soddisfazione dei crediti in caso di liquidazione dell'impresa, la normativa prevede che precedenza assoluta vada data alle spese processuali e al compenso del curatore, seguite dalle spese sostenute nel corso della gestione provvisoria dell'impresa - qualora vi sia stata - nel corso della procedura e che solo successivamente vengano soddisfatti i creditori garantiti, seguiti da quelli da chirografari⁶.

⁶ I creditori chirografari sono coloro che vantano un credito che non ha una garanzia quale ad esempio un'ipoteca o un pegno.

Tab. 3 PROCEDURE DI RECUPERO DELLE IMPRESE IN CRISI: SOGGETTI LEGITTIMATI AD AVVIARE LA PROCEDURA. CONFRONTO INTERNAZIONALE.

Paesi	Data di entrata in vigore della normativa	Tipologia di procedura	Soggetto legittimato ad avviare la procedura
Austria	1914	Riorganizzazione ordinaria	Debitore
		Riorganizzazione coattiva	Debitore
Belgio	1997	Concordato giudiziario	Debitore, pubblico ministero
		Amministrazione provvisoria	Qualsiasi parte interessata
		Il mandato <i>ad hoc</i>	Non è una procedura regolata dalla legge
Danimarca	1975	Sospensione dei pagamenti	Debitore
		Transazione coattiva	Debitore
Finlandia	1993	Ristrutturazione di impresa	Debitore, qualsiasi parte interessata
Francia	1985-1994	Il mandato <i>ad hoc</i>	Debitore
		Procedura di transazione amichevole	Debitore
Germania	1999	Riorganizzazione	Debitore, curatore per l'insolvenza
Grecia	1990	Ristrutturazione	Debitore, maggioranza dei creditori
Lussemburgo	1934	Sospensione dei pagamenti	Debitore
		Amministrazione controllata	Debitore
Irlanda	1990	Tutoraggio	Debitore, qualunque parte interessata
	1963	Schema di transazione	Debitore, creditori, azionisti, liquidatore
Italia	1942	Amministrazione controllata	Debitore
		Concordato preventivo	Debitore
Olanda	1896	Sospensione dei pagamenti	Debitore
Portogallo	1993	Transazione	Debitore, qualsiasi creditore, pubblico ministero
		Ristrutturazione di impresa	Debitore, qualsiasi creditore, pubblico ministero
		<i>Management</i> controllato	Debitore, qualsiasi creditore, pubblico ministero
		Ristrutturazione finanziaria	Debitore, qualsiasi creditore, pubblico ministero
Regno Unito	1985-89	Amministrazione controllata	Debitore, uno o più creditori
		Transazione volontaria	Debitore, curatore, liquidatore
Spagna	1922	Sospensione dei pagamenti	Debitore
Svezia	1996	Procedura di riorganizzazione	Debitore
		Composizione giudiziale	Debitore
Stati Uniti	1978	Procedura di riorganizzazione volontaria (<i>Chapter 11</i>)	Debitore
		Procedura di riorganizzazione involontaria	Creditori

Fonte: Commissione UE (2002), legislazioni nazionali.

Nei fatti, le implicazioni di tale disciplina non sono di poco conto: dal 1995 al 1998 ad esempio, mentre la somma delle spese di procedura e di retribuzione del curatore era di una proporzione di circa 4 a 100 con il passivo dei creditori, il peso in termini di distrazione dell'attivo è stato del 22% circa (cfr. Tab. 4).

Tab.4 COSTI DELLA PROCEDURA FALLIMENTARE (IN MIGLIAIA DI LIRE). ITALIA. ANNI (1995-1998)

Anni	Passivo	Retribuzione curatore	Spese procedura	Attivo
1995	7.208.148.339	94.573.558	242.072.791	1.537.341.396
1996	8.957.592.982	107.954.833	249.085.769	1.625.532.146
1997	10.067.457.255	108.142.459	255.949.360	1.670.493.257
1998	11.507.031.667	129.422.306	329.276.214	2.125.915.118

Fonte: Monateri e Musy (2003).

Un altro aspetto da considerare è che il contenuto di fatto, l'effettività, delle regole sull'ordine di priorità nella soddisfazione dei creditori, può fornire tutele assai più deboli ai creditori di quanto possa apparire dalle norme scritte sulla carta. Infatti i diritti dei creditori possono essere defraudati in occasione della liquidazione da un'operazione di riacquisto dei beni da parte degli stessi soci (tutti o parte di essi) dell'impresa fallita, che abbiano costituito, magari proprio a questo scopo, una nuova società. Tale società, che spesso è il migliore, o l'unico, offerente per i beni da vendere, restituendo solo parte delle somme dovute (riuscendo in gran parte dei casi a spuntare un prezzo d'acquisto nella procedura liquidatoria assai inferiore alla massa dei debiti da soddisfare) finisce per sostituirsi a quella fallita, continuandone l'attività, ma sollevata da tutti debiti, con una sorta di "sindrome della fenice".

Rispetto a questa ipotesi di comportamento del debitore, sono possibili tre discipline alternative⁷:

- lasciare completa discrezionalità agli organi della procedura nel valutare la vantaggiosità relativa delle offerte e dei soggetti dai quali provengono - come avviene nella normativa italiana -;
- sottoporre alla valutazione dei creditori - e subordinare all'assenso di essi - le offerte che provengano da soggetti collegati all'impresa fallita - come avviene nella normativa tedesca -;
- vietare la vendita a soggetti collegati all'impresa fallita - come previsto dalla

⁷ Per un approfondimento sul tema: cfr. Stanghellini (2003).

normativa francese -.

Anche sotto questo aspetto, dunque, la normativa italiana sulle procedure concorsuali, più di altre, amplifica il rischio del credito. La prospettiva di poter usufruire della “sindrome della fenice”, infatti, favorisce comportamenti opportunistici delle imprese. Il che costituisce un’ulteriore spiegazione dei risultati di Sharpe (1990) e Petersen e Rajan (1992) che rivelano una maggiore disponibilità delle banche ad offrire credito ad imprese con le quali hanno rapporti di vecchia data (delle quali, pertanto, conoscono l’affidabilità di comportamento).

NORMATIVA SULLE IMPRESE IN CRISI E TASSO DI PROFITTO SOGLIA PER NUOVI INVESTIMENTI

Come evidenziato nelle pagine precedenti, il tasso di profitto soglia, perché all’impresa convenga intraprendere un nuovo investimento, dipende anche dal livello di rischio che l’investimento non vada a buon fine e dai costi associati a questa eventualità. La disciplina dello stato di insolvenza dell’imprenditore, sia essa volta a prevenire il fallimento, sia essa, invece, relativa alla liquidazione dei beni del debitore una volta che il fallimento sia avvenuto, può, in effetti, attribuire livelli di costo molto diversi al verificarsi di questa evenienza. Molti sono gli aspetti normativi che intervengono a determinare il livello dei costi attribuiti all’insuccesso dell’impresa, ma tra questi rilevano in particolare:

a) per le procedure di recupero dell’impresa:

- le disposizioni che consentono o meno di rinegoziare i debiti con i creditori per scongiurare l’evenienza di uno stato di insolvenza che non si è ancora verificato, ma che si prevede imminente;
- il diritto concesso al debitore di rimanere alla guida dell’impresa nel corso della procedura;

b) per le procedure di liquidazione:

- le norme che impongono, ad esempio attraverso delle preclusioni di alcune attività professionali, una sorta di stigma all’imprenditore che fallisce;
- le regole sulla responsabilità patrimoniale dell’imprenditore o degli amministratori una volta che la procedura di liquidazione sia terminata e chiusa.

PROCEDURE DI RECUPERO DELL'IMPRESA IN CRISI E RISCHIO D'IMPRESA

Sempre in merito alle relazioni tra livello del premio di rischio per il nuovo investimento e disciplina dell'impresa in crisi, un aspetto molto rilevante attiene al fatto che la legge permetta, o meno, all'imprenditore in difficoltà di chiedere una procedura di recupero (che, come abbiamo visto, gli consente, come minimo, di sospendere temporaneamente le scadenze di pagamento e di congelare la possibilità per i creditori di chiedere l'apertura di una procedura di fallimento), che, nel periodo di tregua concessogli, abbia la possibilità effettiva di riorganizzare l'azienda e di rinegoziare i suoi debiti con i creditori e, punto fondamentale, che gli si consenta in tale fase di mantenere il controllo dell'impresa.

Rispetto a questi punti le discipline nazionali sono molto eterogenee sia rispetto allo spettro di possibilità che viene offerto all'impresa (cfr. Tab. 5), sia rispetto all'autonomia di gestione - e, in generale, alla titolarità del controllo - che viene concessa all'imprenditore e/o al *management* nel periodo di svolgimento della procedura di recupero (cfr. Tab. 6).

Mentre nel caso italiano, rappresentato dal concordato preventivo e dall'amministrazione controllata, ciò che viene reso possibile al debitore è soltanto una revisione delle scadenze di pagamento e, in taluni casi, dell'importo dovuto, (peraltro contro l'imposizione di operare nella gestione dell'impresa sotto la supervisione di un curatore nominato dal tribunale), altri ordinamenti propongono discipline assai meno restrittive e, perciò, offrono all'impresa in crisi una gamma di strumenti molto più vasta⁸. Tra i vari modelli, è quello statunitense il più efficace nel contenere il rischio d'impresa. Il "Chapter II" della legge fallimentare, che è l'antesignano e l'ispiratore delle scelte normative adottate da larga parte dei paesi UE negli ultimi quindici anni, prevede una procedura di recupero dell'impresa che, favorendo gli accordi tra creditori e debitore, permette (peraltro lasciando il *management* immutato e, di norma, senza porlo sotto la supervisione di un curatore), la rinegoziazione sia dell'importo, sia del contenuto delle obbligazioni. La libertà di rinegoziazione prevista da questa disciplina è talmente ampia, che può anche comportare la conversione del debito in capitale di rischio da riallocare tra i creditori. L'unica condizione richiesta è che il piano di riorganizzazione sia sottoscritto da tutte le

⁸ Per un'approfondita analisi comparata su questo punto cfr: Commissione Europea (2002), Stanghellini (2003), Lanciani (2003), Monateri e Musy (2003).

classi di aventi diritto, anche se, in caso di mancato accordo, con una decisione del giudi

Tab. 5 PROCEDURE DI RECUPERO DELLE IMPRESE IN CRISI: REQUISITI DI ACCESO PER PAESE E PER TIPOLOGIA DI PROCEDURA

Paesi	Data di entrata in vigore della normativa	Tipologia di procedura	Condizioni per avviare la procedura
Austria	1914	Riorganizzazione ordinaria.	Illiquidità o sovraindebitamento; pagamento del 40% dei debiti non garantiti e il resto entro 2 anni.
		Riorganizzazione coattiva.	Illiquidità o sovraindebitamento; pagamento del 20% dei debiti non garantiti e il resto entro 2 anni; possibile nel corso della procedura di fallimento.
Belgio	1997	Concordato giudiziario.	Temporanea difficoltà finanziaria che presenti buone probabilità di essere risolta.
		Amministrazione provvisoria. Mandato <i>ad hoc</i> .	Sospetto stato di insolvenza. Nessuna condizione.
Danimarca	1975	Sospensione dei pagamenti. transazione coattiva.	Impossibilità di onorare le obbligazioni. Nessuna in particolare.
Finlandia	1993	Ristrutturazione di impresa.	Difficoltà finanziarie.
Francia	1985 -1994	Mandato <i>ad hoc</i> .	Difficoltà finanziarie, ma senza mancati pagamenti.
Germania	1999	Procedura di transazione amichevole.	Difficoltà finanziarie, ma senza mancati pagamenti.
		Riorganizzazione.	Impossibilità di onorare le obbligazioni e/o sovraindebitamento (si innesta su una procedura di liquidazione).
Grecia	1990	Ristrutturazione.	Profonde difficoltà finanziarie. Può innestarsi anche in una procedura di fallimento.
Lussemburgo	1934	Sospensione dei pagamenti.	Momentanea difficoltà di pagamento dovuta a evento esterno e imprevedibile. Beni sufficienti a soddisfare i creditori e forti potenzialità di ripresa.
		Amministrazione controllata.	Difficoltà finanziarie. Nessun fallimento pregresso.
Irlanda	1990	Tutoraggio.	Difficoltà finanziarie ma ragionevoli possibilità di risanamento.
		Schema di transazione.	Solo per società di capitali in profonde difficoltà, anche se a procedura di liquidazione avviata.
Italia	1942	Amministrazione controllata.	Temporanee difficoltà finanziarie che presentino comprovate possibilità di essere risolte; meritevolezza dell'imprenditore.
		Concordato preventivo.	Difficoltà finanziarie, garanzie di pagamento dei debiti garantiti e del 40% di quelli non garantiti.
Olanda	1896	Sospensione dei pagamenti.	Impossibilità di pagare i debiti esigibili, garanzia del tribunale.
Portogallo	1993	Transazione.	Difficoltà o insolvenza, ma con possibilità di recupero.
		Ristrutturazione di impresa.	Difficoltà o insolvenza, ma con possibilità di recupero.
		<i>Management</i> controllato.	Difficoltà o insolvenza, ma con possibilità di recupero.
Regno Unito	1985-89	Ristrutturazione finanziaria.	Difficoltà o insolvenza, ma con possibilità di recupero.
		Amministrazione controllata.	Impossibilità, anche se imminente, di pagare i debiti, dimostrazione della vantaggiosità della procedura per i creditori o della possibilità di salvare almeno parte dell'azienda.
Spagna	1922	Transazione volontaria.	Nessuna particolare condizione.
Svezia	1996	Sospensione dei pagamenti.	Difficoltà finanziarie temporanee.
		Procedura di riorganizzazione.	Impossibilità, anche se imminente, di pagare i debiti, ragionevoli possibilità di recupero.
Stati Uniti	1978	Composizione giudiziale.	Si innesta su una procedura di riorganizzazione.
		Procedura di riorganizzazione volontaria (<i>Chapter 11</i>).	Nessuna condizione.
		Procedura di riorganizzazione involontaria.	Dimostrare che il debitore non paga i debiti esigibili.

Fonte: Commissione Ue (2002) e legislazioni nazionali.

Tab. 6

PROCEDURE DI RECUPERO DELLE IMPRESE IN CRISI: TITOLARITA' DEL
CONTROLLO DELL'IMPRESA NEL CORSO DELLA PROCEDURA

Paesi	Data di entrata in vigore della normativa	Tipologia di procedura	Titolare del controllo dell'impresa
Austria	1914	Riorganizzazione ordinaria. Riorganizzazione coattiva.	Debitore con supervisione del curatore. Curatore fallimentare.
Belgio	1997	Concordato giudiziario. Amministrazione provvisoria. Il mandato <i>ad hoc</i> .	Debitore con supervisione di un curatore nominato dal giudice. Amministratore nominato su istanza di parte interessata in temporanea sostituzione del <i>management</i> . Debitore con supervisione del curatore (l'autorizzazione del curatore è prevista per alcuni atti).
Danimarca	1975	Sospensione dei pagamenti. Transazione coattiva.	Debitore con supervisione del curatore. Debitore con supervisione del curatore.
Finlandia	1993	Ristrutturazione di impresa.	Debitore con supervisione del curatore.
Francia	1985 - 1994	Il mandato <i>ad hoc</i> . Procedura di transazione amichevole.	Debitore con supervisione di un terzo mediatore. Debitore ma il piano di transazione lo predispone un conciliatore.
Germania	1999	Riorganizzazione.	Curatore fallimentare, ma il giudice può concedere che resti in capo al debitore.
Grecia	1990	Ristrutturazione.	Debitore con supervisione del curatore (se il debitore non rispetta i patti subentra il curatore).
Lussemburgo	1934	Sospensione dei pagamenti. Amministrazione controllata.	Debitore, ma è richiesta l'autorizzazione del curatore per ogni atto.
Irlanda	1990	Tutoraggio.	Debitore.
	1963	Schema di transazione.	Debitore.
Italia	1942	Amministrazione controllata. Concordato preventivo.	Debitore con supervisione del curatore. Debitore con supervisione del curatore.
Olanda	1896	Sospensione dei pagamenti.	Debitore e curatore congiuntamente.
Portogallo	1993	Transazione. Ristrutturazione di impresa. <i>Management</i> controllato.	Debitore (in taluni casi in forma condizionata). Un nuovo consiglio di amministrazione. Nuovo amministratore delegato <i>ad hoc</i> .
		Ristrutturazione finanziaria.	Debitore (in taluni casi in forma condizionata).
Regno Unito	1985-89	Amministrazione controllata. Transazione volontaria.	Curatore. Debitore sotto la sorveglianza di rappresentanti dei creditori.
Spagna	1922	Sospensione dei pagamenti.	Debitore, ma è richiesta l'autorizzazione del curatore per ogni atto.
Svezia	1996	Procedura di riorganizzazione. Composizione giudiziale.	Debitore con supervisione del curatore (l'autorizzazione del curatore è prevista per gli atti di alienazione). Debitore con supervisione di incaricati nominati dai creditori.
Stati Uniti	1978	Procedura di riorganizzazione (<i>Chapter 11</i>).	Debitore (curatore solo in caso di frode o di istanza di parte).

Fonte: Commissione Ue (2002) e legislazioni nazionali.

ce, il piano può essere imposto anche alle eventuali classi dissenzienti, purchè i loro membri non ricevano da esso un pregiudizio.

Al polo opposto si colloca il modello adottato dall'ordinamento francese, dove la procedura

di recupero prevede che il piano di riorganizzazione, che pure può stabilire che il debitore resti alla guida dell'impresa, sia omologato dal giudice. Quest'ultimo è il soggetto incaricato di accertare se esistano gli estremi per ritenere possibile il risanamento dell'impresa, a differenza del caso statunitense, dove sono i creditori a decidere o meno in tale senso. Inoltre, qualora il giudice accerti la sussistenza di queste condizioni, può omologare un piano che preveda dilazioni e riduzioni dei debiti concordate con gli stessi creditori, nonché imporre ai dissenzienti dilazioni così lunghe da equipararli (in termini di valore attuale del loro credito) ai creditori consenzienti (ai creditori dissenzienti viene di fatto imposto di accettare una rifusione integrale del debito, ma con una dilazione e un tasso di sconto tale da rendere il valore attuale della somma eguale a quello che avrebbero avuto se avessero acconsentito ad approvare il piano di riorganizzazione)⁹.

Il modello inglese, invece conferisce, come quello americano, un rilievo modesto al ruolo, e all'intervento, del giudice, ma è molto sbilanciato a favore dei creditori (nella gran parte dei casi il debitore viene escluso dalla gestione dell'impresa nel corso della procedura).

PROCEDURE DI LIQUIDAZIONE E RISCHIO D'IMPRESA

Come anticipato nella pagine precedenti, nell'ambito delle procedure liquidatorie due sono gli aspetti che più influenzano il livello del rischio di impresa: la disciplina relativa alla sopravvivenza della responsabilità patrimoniale di imprenditore e amministratori dopo che la procedura si è chiusa, e lo stigma imposto dalla normativa a chi fallisce.

a) Responsabilità patrimoniale

Riguardo la responsabilità patrimoniale per i debiti non soddisfatti con la procedura liquidatoria, e che a tale procedura sopravvivono, una prima differenza rilevante si rinviene tra il caso in cui l'impresa fallita sia una società di capitali e quello in cui si tratti, invece, di un imprenditore individuale, o di una società di persone. Mentre nel caso della società di capitali il problema della sopravvivenza dei debiti generalmente non si pone perché è l'impresa stessa che si estingue al termine della procedura - o quando ciò non avviene ciò che resta è un guscio vuoto privo di *assets* - nel caso di imprenditore individuale o società di persone, invece, in alcuni ordinamenti - tra i quali l'Italia - la responsabilità per i debiti sopravvive e resta ad erodere eventuali guadagni futuri dell'imprenditore che ha fallito. Poiché questa tipologia di aziende è tipicamente di piccole dimensioni, di norma l'effetto di scoraggiamento sui nuovi investimenti finisce per essere più forte sulle piccole imprese che sulle grandi, che sono di norma organizzate come società di capitali.

Inoltre, alcuni ordinamenti, a differenza di quello italiano, prevedono che con la chiusura della procedura di liquidazione venga anche meno l'esigibilità dei crediti che sono rimasti insoddisfatti. Così avviene in Austria, in Belgio, in Francia, in Germania, in Spagna, nel Regno Unito e

⁹ Cfr. Stanghellini (2003) pg. 156 ss.

negli Stati Uniti. Chiaramente in questa ipotesi l'imprenditore sa che nel caso che le cose andassero male potrà ricominciare da capo, con una nuova impresa, senza che eventuali futuri guadagni siano assorbiti dal pagamento di vecchi debiti. Ne consegue un rischio di impresa più basso - e una maggiore propensione a fare nuovi investimenti e a crescere - di quello che invece deriva alle imprese italiane.

b) Sanzioni e stigma per l'imprenditore fallito

Nella gran parte dei paesi UE, e negli Stati Uniti, sanzioni - che possono anche comportare l'interdizione dall'esercitare un'attività commerciale - vengono imposte all'imprenditore fallito o, per le società di capitali, al *management* solo al ricorrere di illeciti penali o di serie scorrettezze professionali (così in Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Regno Unito, Svezia, Stati Uniti). In alcuni ordinamenti, però, (in genere quelli con una disciplina in materia fallimentare più datata) tra i quali quello italiano, all'imprenditore fallito vengono comminate alcune sanzioni, che finiscono per contrassegnarlo con una sorta di stigma, che sopravvive anche alla chiusura della procedura di liquidazione. In particolare, la nostra normativa prevede che - a meno di ottenere una riabilitazione, e relativa sentenza, a seguito di un procedimento, a ciò specificamente preposto - l'imprenditore fallito resti iscritto in un apposito registro. A tale iscrizione conseguono alcune incapacità, quali, ad esempio, la perdita dell'elettorato attivo e passivo, la perdita della capacità di esercitare alcune professioni di particolare rilievo economico e sociale (ad esempio l'avvocato, il commercialista o il farmacista), di rivestire pubblici uffici e di concorrere ad appalti per opere pubbliche. Tali disposizioni hanno rilevanza sul rischio d'impresa - e scoraggiano nuovi investimenti e crescita - soprattutto nel caso di aziende di piccole dimensioni. Infatti poiché si tratta di sanzioni di carattere personale non possono per definizione interessare le società di capitali¹⁰ - forma giuridica che le aziende di grandi dimensioni assumono sempre, e le piccole solo in alcuni casi¹¹ - mentre colpiscono l'imprenditore individuale e i soci delle società di persone - forme giuridiche che interessano solo le piccole imprese -.

L'AZIONE REVOCATORIA: UNO STRUMENTO CHE INFLUENZA SIA IL TASSO DI INTERESSE PASSIVO SIA IL PREMIO DI RISCHIO

Il fine dell'azione revocatoria fallimentare è quello di ottenere una sentenza di inefficacia degli atti di alienazione compiuti dal debitore nel corso di un periodo più o meno ampio - a seconda degli ordinamenti - ma comunque antecedente alla dichiarazione di fallimento (detto "periodo sospetto"), che siano avvenuti a discapito o dell'ammontare complessivo dell'attivo, o della parità di trattamento di tutti i creditori. Essa è perciò diretta alla tutela non del singolo, ma di tutto il gruppo

¹⁰ Alle società di capitali può essere estesa solo l'incapacità a concorrere ad appalti per opere pubbliche.

¹¹ Ad esempio in forma di Srl.

dei creditori e, come tale, può essere promossa solo dal curatore fallimentare e nell'interesse del gruppo.

Nel nostro ordinamento gli atti che possono essere soggetti a questo provvedimento sono:

- atti a titolo gratuito e pagamenti anticipati avvenuti nei due anni antecedenti la dichiarazione di fallimento, che sono automaticamente inefficaci;
- atti cosiddetti "anormali"¹² avvenuti nei due anni antecedenti la dichiarazione di fallimento, che sono inefficaci a meno che il soggetto terzo, che ha ricevuto il pagamento, non dimostri che ignorava lo stato di insolvenza del debitore;
- atti "normali" ossia di ordinaria amministrazione, per la regolare gestione dell'impresa, avvenuti nell'anno antecedente la dichiarazione di fallimento, se il curatore dimostra che il terzo conosceva lo stato di insolvenza del debitore.

Quest'ultimo caso ha un rilievo particolare ai fini della dimensione del rischio d'impresa. Infatti questa disposizione implica che la revocatoria può intervenire anche nel caso in cui non sia derivato alcun pregiudizio al patrimonio complessivo dell'impresa, ma sia stata eventualmente lesa la *par condicio creditorum* - ossia i creditori non siano stati trattati tutti in modo uniforme, a vantaggio di uno o più di essi -. La disciplina dell'azione revocatoria ha una particolare rilevanza sia ai fini dell'evoluzione della crisi d'impresa, sia ai fini dell'efficacia della procedura fallimentare.

In ordine al primo punto (evoluzione della crisi d'impresa) il fatto che esista un "periodo sospetto" così ampio eleva la rischiosità dei rapporti tra imprese e, ai primi segnali di crisi, induce inevitabili forme di cautela che finiscono per accelerare un processo di crisi, che in taluni casi sarebbe stato invece sanabile.

Nella tabella 7 sono riportati, per alcuni paesi, tipologie di atti soggetti all'azione revocatoria e ampiezza del "periodo sospetto" per ciascuna di esse.

Tab.7 ATTI SOGGETTI ALL'AZIONE REVOCATORIA E AMPIEZZA DEL "PERIODO SOSPETTO" (IN MESI).

	FRANCIA	GERMANIA	ITALIA	REGNO UNITO	STATI UNITI
Atti ordinari	Non soggetti	3	12	Non soggetti	3
Atti di valore anomalo e preferenziali	18	-	24	6-24	12

Fonte: Bianco e Marcucci (2001).

Dal confronto emerge che l'Italia è il paese nel quale per entrambe le categorie di atti (ordinari da un lato e anomali, o preferenziali, dall'altro) è previsto il "periodo sospetto" più esteso. Ma, soprattutto, risulta evidente che l'inclusione degli atti ordinari tra le fattispecie soggette alla

¹² Tali atti elencati nell'art 67 Legge Fallimentare sono : 1) gli atti a titolo oneroso compiuti nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento, in cui le prestazioni eseguite o le obbligazioni assunte dal fallito sorpassano notevolmente ciò che alui è stato dato o promesso; 2) gli atti estintivi di debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con danari o con altri mezzi normali di pagamento, se compiuti nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento; 3) i pegni, le anticresi e le ipoteche volontarie costituiti nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento per debiti preesistenti non scaduti;

revocatoria fallimentare non è affatto scontata: ad esempio, Regno Unito e Francia escludono del tutto questa possibilità. Scelta normativa che appare assai più razionale di quella adottata nel nostro Paese: non si vede perché, operazioni di pagamento che attengono alla vita ordinaria dell'impresa - e che dunque non sono, in linea di principio, lesive del patrimonio complessivo di essa - al solo scopo di perseguire l'eguaglianza di trattamento tra i creditori debbano essere caricate di elementi di rischio che vanno a detrimento di tutti: debitore e complesso dei creditori.

Più pesanti sono invece, nei fatti, gli effetti sull'efficienza complessiva della procedura fallimentare. L'azione revocatoria, infatti, apre un vero e proprio processo civile, che si innesta sulla procedura concorsuale, che ne deve attendere l'esito per potere essere chiusa. Dati i problemi di lentezza della giustizia civile italiana, il risultato è che la liquidazione effettiva dell'impresa può avvenire anche dieci anni dopo che si è manifestata la crisi e pertanto, in molti casi, a dissoluzione del patrimonio dell'imprenditore, per abbandono, avvenuta. Ovviamente, l'aspettativa di tempi di attesa lunghissimi per ottenere il recupero dei crediti non può che comportare un'elevazione del tasso di interesse richiesto dalle banche per concedere il prestito o, comunque, costituire un incentivo a operare una scelta di razionamento del credito.

RIFORME IN CANTIERE E RIFORME POSSIBILI

Come abbiamo visto nelle pagine precedenti, la normativa italiana, in vigore dal 1942, che riguarda le imprese in crisi ha una rilevante influenza nel disincentivare la crescita dimensionale delle aziende. Tale risultato emerge anche con maggiore evidenza quando tale normativa è analizzata in comparazione con quella adottata negli altri paesi dell'Unione Europea e negli Stati Uniti.

Già da diversi anni la necessità di riformare la disciplina delle imprese in crisi è diffusamente sentita e più proposte di riforma sono state sul punto di essere esaminate dal Parlamento, senza che poi di fatto tale esame prendesse avvio.

In particolare, al termine del 2000 un disegno di legge, presentato dal Ministro della Giustizia¹³, e un progetto di riforma, avanzato dal gruppo parlamentare DS¹⁴, sono stati portati all'attenzione della Camera dei Deputati, ma, per entrambi, i lavori del Parlamento non sono stati mai avviati. Anche dalle associazioni di categoria sono state elaborate proposte: dall'Assonime, dalla Confindustria, dalle associazioni professionali di ragionieri e dottori commercialisti.

Alla fine del 2001 il Ministro della Giustizia ha, però, istituito una nuova Commissione di studio, presieduta dall'avvocato Trevisanato, che ha il compito di stilare, nella forma di un disegno di legge delega, una nuova riforma della disciplina della crisi d'impresa. La Commissione che avrebbe, secondo il mandato, dovuto concludere i lavori e consegnare al Ministro il nuovo dise-

¹³ Disegno di legge n. 7458.

¹⁴ Disegno di legge n.7497.

gno di legge entro giugno 2002, ha, invece, consegnato soltanto lo scorso luglio, ai ministri Tremonti e Castelli, una bozza contenente due diverse e alternative proposte di riforma. Sarà compito dei due Ministri comporre le due proposte in un unico disegno di legge. Tuttavia il disegno di legge non è stato ancora completato - si prevede sarà licenziato per fine anno - e anche il contenuto delle proposte suggerite dalla Commissione "Trevisanato" rimane riservato.

Al contempo, il 1 marzo 2002, il Consiglio dei Ministri ha approvato un disegno di legge in materia, volto a introdurre, in tempi brevi, modifiche alla legge per aspetti ritenuti di particolare urgenza. Tra queste modifiche ha, per le finalità e le argomentazioni esposte in questo *paper*, particolare importanza la riduzione delle sanzioni, e dello stigma per il fallito al solo periodo di svolgimento della procedura di liquidazione. Infatti, nel disegno di legge si prevede l'automatica cancellazione dal registro dei falliti al momento della chiusura della procedura di fallimento, senza che si renda più necessaria una sentenza di riabilitazione.

Anche questo disegno di legge, benché assegnato alla Commissione Giustizia del Senato¹⁵ non è stato ancora discusso.

Pertanto, seppure si constata una generale percezione dell'urgenza e della rilevanza di questa riforma, il quadro della possibile evoluzione normativa di questa disciplina appare ancora molto incerto nei tempi e, soprattutto, nei contenuti.

Limitatamente a quanto attiene agli aspetti di incentivazione degli investimenti, e della crescita dimensionale delle imprese, le proposte che sarebbe opportuno avanzare riguardano *in primis* una forma di sterilizzazione delle procedure concorsuali dalle conseguenze processuali dell'azione revocatoria. Come abbiamo visto, infatti, tale azione incide pesantemente sia nel rendere irreversibile un processo di momentanea crisi dell'impresa, sia nell'allungare indefinitamente i tempi di chiusura della procedura di liquidazione. Sotto il primo aspetto, sarebbe opportuna una modifica legislativa che fosse orientata non tanto a ridurre per tutti i casi l'ampiezza del "periodo sospetto" (come nel caso del disegno di legge presentato dal Ministro della Giustizia alla fine del 2000) quanto, piuttosto, ad eliminare del tutto la possibilità di proporre l'azione per il caso di atti di normale amministrazione (ossia per il caso di quegli atti che servono alla normale gestione dell'azienda e che non pregiudicano il livello complessivo dell'attivo). Se, infatti, si grava questo genere di transazioni del rischio di essere revocate (imponendo, a chi abbia fatto regolari scambi commerciali con l'impresa in crisi, di restituire quanto ricevuto a suo tempo in pagamento), si impedisce, di fatto, all'impresa in difficoltà di operare e la si condanna prematuramente al fallimento. Più complicato da correggere è invece l'effetto di ritardo nel recupero dei crediti che l'esercizio dell'azione revocatoria provoca (tale ritardo è dovuto al fatto che l'azione revocatoria apre un processo civile di cui bisogna attendere l'esito per proseguire e chiudere la procedura di liquidazione). Una proposta interessante è quella avanza da Stanghellini (2000) che suggerisce di consentire la cartolarizzazione dei crediti rispetto ai quali è esperibile l'azione revocatoria, os-

¹⁵ Atto Senato 1243.

sia di conferire al curatore la possibilità di cedere (ad esempio un istituto finanziario) crediti in contenzioso, o, comunque, rispetto ai quali sarebbe esperibile l'azione revocatoria contro il pronto pagamento di una parte del loro valore nominale. Il tasso di sconto sarebbe determinato dalle aspettative sul tempo necessario per avere la sentenza sulla revocatoria (e dunque la liquidazione del credito) - e, perciò, dal grado di efficienza della giustizia civile - e dal grado di rischio rispetto al successo nella causa - e pertanto dalla fondatezza giuridica delle motivazioni che sostengono l'azione -.

Ancora a proposito delle procedure di liquidazione, particolare rilievo avrebbe l'eliminazione di sanzioni e stigma per l'imprenditore fallito che non si sia reso colpevole di illeciti penali. L'abolizione andrebbe concepita anche in modo più radicale di quanto previsto dal disegno di legge volto all'introduzione delle misure urgenti ¹⁶ presentato in Senato: in tale disegno le sanzioni cessano di essere comminate al momento della chiusura della procedura; chiusura che però può richiedere anche dieci anni di tempo. Sarebbe invece opportuno comminare sanzioni solo nel caso in cui al fallimento si abbinino illeciti penali ed escludere del tutto conseguenze personali - e stigma - per l'imprenditore e gli amministratori che tali illeciti non abbiano compiuto.

Anche prevedere che la chiusura della procedura determini l'estinzione di tutti i debiti insoddisfatti (cosiddetto *fresh start*) - anche se poco cambierebbe sul piano pratico per i creditori, che comunque hanno pochissime possibilità di essere soddisfatti in un momento successivo alla chiusura del fallimento (e dunque non opererebbe effetti negativi su tasso di interesse passivo e grado di razionamento), - potrebbe invece ridurre il rischio d'impresa.

Avrebbe, al contempo, rilievo introdurre il rispetto della priorità assoluta dei creditori garantiti (quali sono di norma le banche) nella distribuzione del denaro ricavato dalla liquidazione dell'azienda. Ciò per la sola ragione che maggiori garanzie nel recupero dei crediti opererebbero nel senso di una riduzione dei tassi di interesse passivi e del razionamento del credito.

Importante ai fini di tale riduzione sarebbe poi l'introdurre una regola che, in analogia con quanto avviene nel sistema tedesco, subordinasse all'assenso dei creditori la vendita degli *assets* in occasione della liquidazione a soggetti collegati ai soci dell'impresa fallita (ciò al fine di disincentivare l'effetto "fenice").

Rispetto alle procedure di recupero, che, nel nostro ordinamento, consentono al debitore spazi di negoziazione minimi: da un lato sarebbe necessario rivederne in modo profondo l'impianto per trasformarle da occasioni (peraltro condizionate a requisiti così stringenti da comprometterne di fatto l'utilità) per ottenere una dilazione dei pagamenti, quali sono ora, a possibilità di rinegoziare contenuto e ammontare dei debiti (ricalcando, per questi aspetti, le disposizioni del *Chapter 11* statunitense); dall'altro sarebbe opportuno consentire anche ai creditori di avviare la procedura e, dunque, di impostare il piano di riorganizzazione, anche nel caso in cui si lasci il debitore alla guida dell'impresa. Ciò consentirebbe per il primo aspetto di ridurre il rischio d'impresa

¹⁶ Atto Senato 1243.

e per il secondo di contenere il costo e il razionamento del credito. Più in generale, poi, avrebbe particolare rilevanza che, in questo genere di procedure dove l'impresa, per definizione, continua la sua attività, potessero essere i diretti interessati - imprenditore, o *management*, e creditori - a prendere decisioni rispetto alle quali, per esperienza di attività commerciale e del mercato in genere, hanno una competenza di gran lunga superiore a quella del giudice o del curatore che, per l'attuale disciplina, sono chiamati a sostituirli nella gestione dei loro interessi.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Banca Mondiale (2001), *Principles and guidelines for effective insolvency and creditor rights systems*, Washington.
- Bianco M., Jappelli T. e Pagano M. (2002), “Courts and Banks: effects of Judicial Enforcement on Credit Markets”, CEPR Discussion Paper, n. 3347.
- Bianco M. e Marcucci M. (2001) “Quali procedure fallimentari? Una valutazione comparata”, *mimeo*.
- Cabrillo F. e Depoorter B.W.F. (1999), “Bankruptcy proceedings” in Boukaert e De Gest (a cura di), *Enciclopedia of Law and Economics*, disponibile sul sito internet www.ac.be/gdegeest.
- Caprio L. (a cura di), *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica*, Studi e Ricerche del Mediocredito Lombardo, Milano.
- Commissione Europea (2002), *Bankruptcy and a fresh start: Stigma on failure and legal consequences of bankruptcy*, Bruxelles.
- FMI (1999), *Orderly and effective insolvency procedures*, disponibile sul sito www.imf.org.
- La Porta R., A. Schleifer, R. Vishny e F. Lopez-de-Silanes (1996), “Law and Finance” in *Journal of Political Economy*.
- Levine, R. (1998) “The legal environment, banks, and long-run economic growth”, *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Linciano N. (2001), “Quali obiettivi per la riforma della normativa fallimentare italiana? Riflessioni tra teoria economica e prassi.”, in *Mercato Concorrenza Regole*.
- Marchesi D. (2003), *Litiganti, avvocati e magistrati. Diritto e economia del processo civile*, Il Mulino, Bologna.
- Masciandaro D. (a cura di) (2000), *La giustizia civile è efficiente? Costi ed effetti per il mercato del credito, le famiglie e le imprese*, Bancaria Editrice, Roma.
- Monateri P.G. e Musy A.M. (2003), *Globalizzazione e giustizia. L' impatto della globalizzazione sul sistema giuridico italiano e sull'organizzazione degli studi legali*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- Petersen B. e Rajan R.(1992), “The benefits of lending relationships: evidence from small business data”, *Journal of Finance*.
- Sharpe S. (1990), “Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: a stylized model of customer relationships”, *Journal of Finance*.

Stanghellini L. (2003), *Le procedure di insolvenza. La soluzione delle crisi d'impresa fra regole e mercato*, Il Mulino, Bologna. In corso di pubblicazione.

Stanghellini L. (2000) “Giusto processo e fallimento celere” disponibile sul sito internet www.fallimento.ipsoa.it.

Yan Y. (1996), “Credit rationing, bankruptcy cost, and optimal debt contract for small business”, Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper, disponibile sul sito internet www.ssrn.com