

L'IMPATTO DELL'EMERGENZA COVID-19 SULL'ECONOMICITÀ DELLE AZIENDE E I RIFLESSI IN TEMA DI CONTINUITÀ AZIENDALE *

di

MARCO LACCHINI ¹, SIMONE MANFREDI ², MATTEO PALMACCIO ³

FLORINDA PETRECCA ⁴

Abstract:

1. Il contesto della crisi da Covid-19 e le misure adottate dall'esecutivo

L'11 marzo scorso, l'Organizzazione Mondiale della Sanità ha ufficialmente dichiarato l'infezione da Covid-19, pandemia.

Il passaggio formale dalla definizione di epidemia a quella di pandemia non si identifica banalmente in una transazione letterale, ma integra rilevanti ripercussioni sul piano pratico: il monito lanciato dal Direttore generale dell'Organizzazione Mondiale della Sanità, Tedros Adhanom Ghebreyesus a Ginevra è, infatti, un avvertimento d'allerta a tutti i Paesi del mondo in ordine al fatto che la crisi epidemiologica, che in quella data stava dispiegando i suoi tragici effetti in Italia, si sarebbe brevemente estesa in tutti i continenti trascinando con sé incombenti ripercussioni, non solo su variabili di matrice sanitaria.

Su questo presupposto, l'esecutivo italiano è stato il primo a muoversi a livello europeo, bloccando, sin da gennaio, i voli diretti da e per la Cina. In seguito, dalla notizia dei primi contagi nel nord del Paese, la strategia governativa è stata quella di adottare misure gradualmente più restrittive mediante lo strumento del Decreto Legge e dell'inedito Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, seguendo le direttive dell'Istituto Superiore di Sanità, gradualmente limitando gli spostamenti dei cittadini e

* Sebbene il lavoro sia frutto dell'opera congiunta degli Autori, il paragrafo 1 può essere attribuito a Florinda Petrecca, il paragrafo 2 a Simone Manfredi, il paragrafo 3 a Matteo Palmaccio e il paragrafo 4 a Marco Lacchini.

¹ Professore Ordinario di Economia Aziendale, Università degli Studi di Cassino e del Lazio Meridionale, Dipartimento di Economia e Giurisprudenza, E-mail: marco.lacchini@unicas.it

² Professore Aggregato di Economia Aziendale, Università degli Studi di Cassino e del Lazio Meridionale, Dipartimento di Economia e Giurisprudenza, E-mail: simone.manfredi@unicas.it

³ Assegnista di Ricerca in Economia Aziendale, Università degli Studi di Cassino e del Lazio Meridionale, Dipartimento di Economia e Giurisprudenza, E-mail: matteo.palmaccio@unicas.it

⁴ Dottoranda di Ricerca in discipline Economico-Aziendali, Università degli Studi di Cassino e del Lazio Meridionale, E-mail: florinda.petrecca@unicas.it

disponendo la chiusura delle prime attività economiche, sino ad arrivare al definitivo *lockdown*, con la previsione della estensione della chiusura a tutte le aziende non collegate a servizi essenziali o beni di prima necessità e con la conseguente impossibilità, per coloro che non operano in tali settori, di muoversi all'interno del proprio comune di residenza se non per comprovate ragioni d'urgenza, di necessità o di salute.

Come naturale conseguenza del pressoché totale immobilizzo delle attività economiche, la Commissione europea ha pubblicamente riconosciuto come il Covid-19 da una parte rappresentasse una grave emergenza sanitaria per i cittadini dell'Unione europea ma come esso, dall'altra, potesse essere origine di un grave shock macroeconomico.

Le misure di contenimento adottate nei paesi colpiti dall'epidemia da Covid-19, infatti, se per un verso si dimostrano efficaci nell'arrestare la diffusione del contagio, per l'altro stanno causando uno shock di natura reale, che investe contemporaneamente l'offerta (chiusura di attività e interruzione dei canali di approvvigionamento di materie prime o di beni intermedi) e la domanda (caduta dei consumi, riduzione dei redditi, rinvio dei piani di investimento, calo delle esportazioni).⁵

L'epidemia di Covid-19 e la successiva chiusura di numerose attività commerciali e produttive, sta causando un forte calo dei flussi di cassa in entrata delle imprese, specialmente nei settori dove la prossimità fisica tra lavoratori o con la clientela è inevitabile.

Se, tradizionalmente, una inattesa variazione della distribuzione temporale dei flussi di cassa ha come conseguenza un naturale aumento dell'esposizione debitoria, l'attuale shock alla liquidità delle attività economiche porta con sé significative perdite sotto forma di ricavi, che in futuro potranno essere solo in parte recuperate e che si traducono nel rischio di incremento del leverage anche nel medio termine. È chiaro che la ripresa delle attività economiche e la capacità di scongiurare pessimistici scenari dipenderà in maniera fondamentale da come le misure intraprese dai governi e dalle altre autorità determineranno l'allocazione delle perdite tra i differenti attori economici (imprese, banche, famiglie, governi e banche centrali) nonché dalla distribuzione temporale di tali perdite.⁶

⁵ Il FMI prevede una contrazione del PIL mondiale del 3 per cento nel 2020. Ipotizzando che l'emergenza sanitaria cessi nella seconda metà dell'anno e che le misure anticrisi varate in tutto il mondo risultino efficaci, il FMI prefigura una crescita globale del 5,8 per cento nel 2021. In uno scenario più avverso, contraddistinto da un prolungamento della pandemia nella seconda parte del 2020, da un peggioramento delle condizioni finanziarie e da interruzioni delle catene di approvvigionamento globali, il PIL mondiale si ridurrebbe di un ulteriore 3 per cento nel 2020 rispetto allo scenario di base. Cfr. FMI, World Economic Outlook, aprile 2020.

⁶ G. GOBBI, F. PALAZZO, A. SEGURA, "Le misure di sostegno finanziario alle imprese post Covid-19 e le loro implicazioni di medio termine", aprile 2020, www.bancaditalia.it

Numerosi sono stati gli interventi ad oggi varati dai governi nazionali, tutti volti a mitigare l'impatto della crisi economica su aziende, famiglie e banche. Alcune misure prevedono uno spostamento diretto delle perdite dal settore privato al bilancio dello Stato, (fenomeno che, in qualche modo, dovrà essere mitigato dallo strumento del *Recovery Fund*): trasferimenti diretti verso famiglie e imprese, estensione della platea di beneficiari della cassa integrazione guadagni, innalzamento dei sussidi di disoccupazione. Altre misure, quali il rilascio di garanzie pubbliche sui prestiti e le moratorie fiscali e creditizie, non alleggeriscono le perdite subite da alcuni settori, ma mirano invece ad agevolare la concessione di liquidità a condizioni favorevoli da parte del sistema finanziario, così da posticipare le perdite.

In particolare, il Governo italiano ha varato quattro provvedimenti amministrativi: Il decreto Cura Italia (D.L. n. 18/2020), il decreto liquidità (D.L. n.23/2020), il decreto Rilancio (D.L. n.34/2020) e il decreto Rilancio 2 (D.L. n.104/2020); si tratta di provvedimenti d'urgenza emanati a breve distanza l'uno dall'altro e concatenati tra loro.

In questa sede, assumono particolare rilievo gli interventi a sostegno della liquidità del tessuto economico produttivo, fortemente potenziati dal citato D.L. n.23/2020, che ha da un lato modificato e dall'altro implementato le misure straordinarie introdotte dal D.L. n. 18/2020, anche grazie al nuovo quadro regolatorio degli aiuti di Stato, *State Aid Temporary Framework*, della Commissione UE, nel frattempo intervenuto.

La più ingente delle misure per il sostegno alla liquidità delle imprese adottate dall'esecutivo, si configura nella previsione che SACE, società del gruppo Cassa Depositi e Prestiti specializzata nel sostegno finanziario delle imprese che intendono espandersi nel mercato globale, rilasci, sino al 31 dicembre 2020, garanzie in favore di banche, istituzioni finanziarie nazionali e internazionali e altri soggetti abilitati all'esercizio del credito in Italia, per finanziamenti sotto qualsiasi forma erogati alle imprese.

I destinatari della garanzia sono le attività economiche aventi sede in Italia, diverse dalle banche e da altri soggetti autorizzati all'esercizio del credito, tra cui le piccole e medie imprese come definite dalla Raccomandazione della Commissione europea n. 2003/361/CE, a condizione che non rientrino nella categoria delle imprese in difficoltà, non risultino presenti tra le esposizioni deteriorate presso il sistema bancario, si astengano dalla distribuzione di dividendi o dal riacquisto di azioni proprie nel corso del 2020 e gestiscano i livelli occupazionali attraverso accordi sindacali.

I finanziamenti in parola, che possono prevedere una durata non superiore a 6 anni, con la previsione di un preammortamento di 12, 18 o 24 mesi, non potranno essere di ammontare superiore al maggiore tra il 25% del fatturato annuo 2019 della impresa ed il doppio del costo del personale.

L'importo complessivo massimo di garanzie erogabili è pari a 200 miliardi di euro, di cui almeno 30 miliardi destinati a PMI, inclusi i lavoratori autonomi e i liberi professionisti titolari di partita IVA, che abbiano pienamente utilizzato la capacità di accesso al Fondo centrale di garanzia. Inoltre, le commissioni bancarie devono essere limitate al recupero dei costi e il costo del finanziamento garantito deve essere inferiore a quello che si avrebbe in assenza di garanzia.

La garanzia in parola copre il 90% dell'importo del finanziamento per imprese con meno di 5.000 dipendenti in Italia e un fatturato fino a 1,5 miliardi di euro; l'80% dell'importo del finanziamento per imprese con fatturato tra 1,5 miliardi e 5 miliardi di euro o con più di 5.000 dipendenti; ed il 70% per le imprese con fatturato superiore a 5 miliardi di euro.

Con particolare riguardo alle PMI, con il decreto legge 18/2020 e il successivo D.L. 23/2020 è stata ampliata in modo significativo l'operatività del Fondo Centrale di Garanzia, prevedendo, anzitutto, la gratuità della garanzia con la sospensione dell'obbligo di versamento delle previste commissioni per l'accesso al Fondo stesso, l'ammissibilità alla garanzia di operazioni di rinegoziazione del debito e l'allungamento automatico della garanzia in caso di moratoria o sospensione del finanziamento per l'emergenza coronavirus. Sempre per le PMI, la soglia massima dell'importo garantito sale a 5 milioni di euro e sono ammesse alla garanzia le imprese fino a 499 dipendenti. L'accesso al Fondo, inoltre, può essere concesso anche a beneficiari che, alla data della richiesta di garanzia, presentano esposizioni classificate dalla banca come 'inadempienze probabili' o 'scadute o sconfinanti deteriorate', purché la classificazione sia successiva al 31 gennaio 2020.

A riguardo, si possono individuare tre principali soglie di prestito:

- Prestiti fino a 25.000 euro, pari al 25% dei ricavi dell'impresa, garantiti al 100% dal Fondo di Garanzia per le Pmi. Nel caso di specie, l'impresa presenta alla propria banca una autocertificazione sui danni subiti dalla propria attività a causa dell'emergenza Covid-19. Non viene effettuato alcun tipo di valutazione da parte del Fondo sul soggetto beneficiario della garanzia, mentre la banca si limita alla valutazione del merito creditizio. Tali finanziamenti prevedono l'inizio del rimborso del capitale non prima di 24 mesi ed il rilascio della garanzia è automatico e gratuito; la banca può quindi erogare il finanziamento dopo la verifica formale del possesso dei requisiti, anche senza dover attendere l'esito dell'istruttoria del Fondo;
- Prestiti fino a 800.000 euro, per cui le imprese con ricavi non superiori a 3,2 milioni di euro e fino a 499 dipendenti, possono ottenere una garanzia pari al 100%, concessa al 90% dallo Stato e al 10% da un soggetto terzo, su un prestito di importo non superiore al 25% dei ricavi dell'azienda, presentando alla propria banca una autocertifi-

cazione sui danni subiti dalla propria attività a causa dell'emergenza Covid-19. Anche in tal caso l'intervento del Fondo di Garanzia delle PMI è gratuito e, ai fini della concessione della garanzia, non è prevista alcuna valutazione del merito di credito dell'impresa;

- Prestiti oltre 800.000 euro per cui il Fondo garantisce al 90% dei prestiti oltre gli 800.000 euro, fermo restando il limite massimo di 5 milioni di euro per impresa, con modalità di accesso gratuita. In tal caso l'ammontare del prestito non può essere superiore al doppio della spesa per salari che il beneficiario ha sostenuto nel 2019 o il 25% del fatturato totale del 2019. Ai fini della concessione della garanzia, non è prevista alcuna valutazione del merito di credito dell'impresa.⁷

Un altro fronte su cui il Governo è intervenuto a sostegno delle attività, riguarda la moratoria straordinaria su un volume complessivo di prestiti, stimato in circa 220 miliardi di euro, cui beneficiano le micro, piccole e medie imprese in *bonis*, i professionisti e le ditte individuali, non classificate come esposizioni deteriorate.

Il decreto ha previsto il congelamento, fino al 30 settembre, delle linee di credito in conto corrente, finanziamenti per anticipi su titoli di credito, scadenze di prestiti a breve e rate di prestiti e canoni in scadenza. Su tali esposizioni è prevista una garanzia parziale gratuita del fondo PMI.

È indubbio come la concessione di garanzie pubbliche, soprattutto alle piccole e medie imprese, rappresenti un efficace strumento per incentivare le banche a concedere la liquidità necessaria a far fronte alla crisi da Covid-19. Tuttavia, la probabilità di una futura escussione di tali garanzie sarà verosimilmente molto più elevata che in condizioni normali: gli oneri per le finanze pubbliche, seppure distribuiti su più esercizi (i prestiti ammessi a garanzia possono avere una durata massima di sei anni), potranno essere significativi ed i tassi di insolvenza potrebbero anche superare *range* importanti.

Come cennato dal capo del Servizio struttura economica di via Nazionale, Fabrizio Balassone, il timore risiede nel fatto che, in taluni casi, il credito potrebbe affluire ad imprese comunque destinate a non superare la crisi.

Inoltre, una parte delle perdite subite dalle imprese sarà difficilmente recuperabile e non tutti i debiti assistiti da garanzie pubbliche saranno immediatamente ripagati al termine dell'emergenza sanitaria, aumentando quindi la leva finanziaria delle imprese, la loro vulnerabilità nonché difficoltà a rinnovare i prestiti garantiti dallo Stato e ciò potrebbe avere un effetto inverso rispetto a quello auspicato: le attività economiche saran-

⁷ <https://www.mef.gov.it/covid-19/Sostegno-alla-liquidita-delle-famiglie-e-delle-imprese-tramite-il-sistema-bancario/>

no anche meno capaci di intraprendere gli investimenti necessari ad accelerare la ripresa economica.⁸

Ulteriore aspetto fondamentale, da prendere in considerazione in risposta allo shock economico generato dalla pandemia, è rappresentato dalla facile conseguenza per cui la contrazione delle attività produttive sfoci in numerose procedure fallimentari per le aziende.

Sul punto sono state previste misure idonee, quantomeno sulla carta, a salvaguardare la continuità delle imprese colpite dalla crisi. Il decreto-legge 8 aprile 2020 n. 23 sul punto interviene su più fronti. Nello specifico, l'art. 5 differisce al 1° settembre 2021 l'entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (CCII) di cui al d.lgs. 14/2019, al fine di consentire alle imprese e agli operatori di continuare a utilizzare, durante la fase emergenziale, uno strumento già noto come la legge fallimentare, intorno al quale si sono coagulati importanti orientamenti giurisprudenziali e prassi consolidate.

L'art. 6 dispone poi la sospensione sino al 31 dicembre 2020 degli obblighi di ricapitalizzazione della società in caso di perdite rilevanti del capitale sociale e della relativa causa di scioglimento della società (art. 2446, commi secondo e terzo, 2447, 2482 bis, commi quarto, quinto e sesto, 2482 ter del c.c.; 2484, comma primo, n. 4, e 2545 duodecies c.c.); è chiaro come le disposizioni siano volte a scongiurare la fattispecie per cui, a causa di perdite straordinarie derivanti dalla pandemia e dal blocco delle attività, le imprese si trovino nella condizione di dover chiedere la messa in liquidazione.

Aspetto critico sul tema della continuità aziendale è integrato dall'art. 7 del decreto liquidità, che, in origine, aveva previsto la possibilità di operare, in occasione della redazione del bilancio in corso al 31 dicembre 2020, la valutazione delle voci nella prospettiva della continuità aziendale, quando tale presupposto risultava sussistente prima del manifestarsi della crisi. Come specificato nella relazione illustrativa, tale previsione era motivata dalla necessità di neutralizzare gli effetti devianti dell'attuale crisi economica conservando ai bilanci una concreta e corretta valenza informativa anche nei confronti dei terzi, consentendo alle imprese che prima della crisi presentavano una regolare prospettiva di continuità di conservare tale prospettiva.

La Legge 17 luglio 2020, n.77 che ha convertito, con modificazioni, il cd. Decreto Rilancio, innova poi la disciplina dettata in tema di valutazione della prospettiva di continuità aziendale nei bilanci dall'art. 7 del Decreto Liquidità: in base alla nuova disciplina contenuta nell'art. 38-quater del Decreto Rilancio, per come convertito:

⁸ G. GOBBI, F. PALAZZO, A. SEGURA, "Le misure di sostegno finanziario alle imprese post Covid-19 e le loro implicazioni di medio termine", aprile 2020, www.bancaditalia.it

- per i bilanci il cui esercizio chiude entro il 23 febbraio 2020 e non ancora approvati la valutazione delle voci e della prospettiva della continuazione dell'attività di cui all'art.2423-bis primo comma n. 1 è effettuata non tenendo conto delle incertezze e degli effetti derivanti dai fatti successivi alla data di chiusura del bilancio stesso;

- per i bilanci riferiti ad esercizi in corso al 31 dicembre 2020 la valutazione delle voci e della prospettiva della continuazione dell'attività di cui all'articolo 2423-bis, primo comma, numero 1), del codice civile può comunque essere effettuata sulla base delle risultanze dell'ultimo bilancio di esercizio chiuso entro il 23 febbraio 2020.⁹

La disposizione precisa che, per entrambe le fattispecie, le informazioni relative al presupposto della continuità aziendale dovranno essere fornite in nota integrativa, nelle politiche contabili di cui all'articolo 2427, 1 comma, n.1 c.c.. Restano fermi gli altri obblighi informativi da assolvere in nota integrativa e nella relazione sulla gestione, compresi quelli relativi ai rischi e alle incertezze concernenti gli eventi successivi, nonché alla capacità dell'azienda di continuare a costituire un complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito. Il terzo comma, conclude poi affermando che l'efficacia di dette disposizioni è limitata ai soli fini civilistici.

L'art. 8 del decreto liquidità, dispone la sospensione, dal 9 aprile al 31 dicembre 2020, della regola della postergazione del finanziamento dei soci e dei finanziamenti infragruppo effettuati in condizioni di squilibrio patrimoniale, allo scopo di favorire, nell'attuale contesto di crisi generalizzata, l'afflusso di tutte le risorse necessarie ad assicurare la sopravvivenza dell'impresa.

L'art. 9 proroga di sei mesi i termini di esecuzione delle procedure di concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione dei debiti pendenti. La Legge di conversione ha poi opportunamente esteso tale proroga anche agli accordi di composizione della crisi e ai piani del consumatore omologati. La stessa norma, ancora, prevede la possibilità di deposito di un piano di risanamento ex art. 67, comma 3, lett. d L.F. a seguito del deposito di ricorso per concordato con riserva, attraverso un atto di rinuncia alla Procedura da parte del debitore.

Ultima previsione rilevante sul tema, è rappresentata dalla improcedibilità dei ricorsi per la dichiarazione di fallimento e delle altre procedure basate sullo stato di insolvenza (liquidazione coatta amministrativa ed amministrazione straordinaria), depositati tra il 9 marzo 2020 e il 30 giugno 2020. Detta improcedibilità, tuttavia, non trova applicazione nel caso in cui il ricorso sia presentato dall'imprenditore in proprio, quando l'insolvenza

⁹ Assonime, Decreto Liquidità. Misure per la crisi d'impresa e la continuità aziendale nell'emergenza Covid-19, in www.assonime.it, 10.4.2020.

non è conseguenza dell'epidemia da Covid-19 o quando, in caso di ricorso presentato dal PM, l'insolvenza risulta da un procedimento penale a carico dell'imprenditore.

È chiaro come la *ratio* della previsione in parola, trovi fondamento nel fatto che, nell'attuale situazione di crisi economica conclamata, l'apertura di nuove procedure che generate da fattori straordinari ed esogeni all'attività d'impresa, darebbero luogo a liquidazioni inefficienti con dispersione del patrimonio produttivo e vantaggi irrisori per i creditori, nonché a un rimarchevole incremento del carico pendente sugli uffici giudiziari.

2. *L'impatto sull'economia delle aziende: aspetti definatori della crisi aziendale da Covid-19*

Non è facile fare riferimento ad una definizione di crisi aziendale generalmente condivisa. La dottrina e la prassi si sono, infatti, sempre preoccupate di analizzare le cause e le conseguenze dello stato di crisi, piuttosto che di darne una definizione.

In Economia Aziendale lo stato di crisi viene abitualmente analizzato sotto il profilo genetico, nella convinzione che la crisi sia la risultante di un processo che si diparte da proprie cause e che si appalesa in manifestazioni economiche e/o finanziarie. La menzionata fase delle cause, spesso accompagnata da deboli segnali di avvisaglia, rappresenta il punto di partenza per l'implementazione di azioni di analisi e di intervento volte al ri-orientamento dei processi aziendali.

Ciò premesso, pare potersi affermare che lo stadio di crisi aziendale risulta essere successivo ad uno squilibrio prima economico e poi finanziario dell'impresa. La ricerca delle cause della crisi rappresenta anche un esercizio funzionale allo svolgimento di una tassonomia della crisi, consentendo di effettuare le seguenti distinzioni¹⁰:

- crisi finanziarie: la crisi ha natura finanziaria quando è dovuta al fatto che l'impresa non ha, né riesce a procurarsi, mezzi finanziari adeguati - per quantità e qualità - alle esigenze di una gestione che, altrimenti, sarebbe economicamente equilibrata;
- crisi economiche: la crisi ha natura economica quando è dovuta a fatti più complessi rispetto ad una pura e semplice carenza qualitativa e quantitativa di mezzi finanziari a disposizione o comunque accessibili all'impresa;
- crisi economico-finanziarie: in questo caso la crisi d'impresa assume talora caratteri che non consentono di ricondurla compiutamente né ad una crisi di tipo finanziario né economico. È questo il caso, piuttosto frequente, in cui lo

¹⁰ P. CAPALDO, *Crisi d'impresa e suo risanamento*, Banche e banchieri, 1977, 316.

squilibrio economico dell'esercizio è imputabile essenzialmente allo squilibrio della struttura finanziaria (oneri finanziari), spesso sbilanciata verso investimenti non economicamente produttivi.

Una ulteriore chiarissima dottrina¹¹ definisce due - distinguibili ma sovrapponibili - approcci di analisi delle cause della crisi d'impresa:

- l'approccio soggettivo, che individua le cause risalenti agli uomini, siano essi il management o la proprietà;
- l'approccio oggettivo, che si focalizza su aspetti che sfuggono al dominio degli uomini d'impresa.

Va da sé che non sia sempre distinguibile il confine tra responsabilità del management e della proprietà e fattori puramente esogeni: la crisi d'impresa è un fenomeno complesso e tendenzialmente scaturito dalla coazione di diversi fattori, oggettivi e soggettivi. Ciò posto, in un'ottica quanto più possibile obiettiva, la dottrina menzionata individua cinque tipologie di crisi, tra di loro non necessariamente alternative:

- crisi da inefficienza;
- crisi da sovraccapacità-rigidità;
- crisi da decadimento dei prodotti;
- crisi da carenza di programmazione;
- crisi da squilibrio finanziario.

Sebbene le classificazioni fin qui esposte non siano sufficienti ad esaurire lo spettro delle possibili crisi aziendali, esse rappresentano un tentativo - si ritiene riuscito - di offrire un quadro di raccordo tra insorgenza della crisi e ricerca delle cause. Una appropriata e tempestiva individuazione delle cause della crisi aumenta, infatti, le possibilità di riuscita degli interventi.

Le tassonomie presentate favoriscono una sistematizzazione della crisi da Covid-19, la quale necessita, tuttavia, alcune importanti premesse:

1. la possibilità di intervenire sui fenomeni di crisi aziendale è - in condizioni normali - legata alla capacità del management e alla qualità degli strumenti di programmazione e controllo implementati; è di tutta evidenza che la pandemia e le relative conseguenze economiche non rappresentano un evento prevedibile, stimabile o congetturabile: in questo senso la crisi da Covid-19 ha la peculiarità di non potere essere attribuita a fattori soggettivi;
2. in genere le crisi aziendali si sviluppano seguendo una sorta di ciclo di vita. Gli squilibri economici/inefficienze sfociano in perdite economiche che, in mancanza di azioni appropriate, sono destinate ad integrare una situazione di

¹¹ L. GUATRI (1986), *Crisi e risanamento delle imprese*. Giuffrè.

insolvenza/dissesto. La crisi da Covid-19 non è, invece, connotata da una gradualità essendo il frutto di una situazione improvvisa, nonché *ope legis* imposta;

3. le restrizioni opportunamente previste dall'esecutivo in piena emergenza non hanno interdetto tutte le attività economiche; molte aziende, operanti in settori essenziali o aventi una operatività non dannosa per la diffusione del virus, hanno continuato a svolgere regolarmente - ancorché con modalità modificate - la propria attività, finanche registrando significativi aumenti del fatturato¹².

Emergono quindi alcuni importanti aspetti per la definizione della crisi da Covid-19: la oggettività, la non prevedibilità, la non gradualità e l'impatto differenziato a seconda dell'*industry*.

Tralasciando la disamina degli impatti positivi o neutri che il *lockdown* ha avuto su talune *industries*, pare opportuno concentrarsi sulle ricadute economico-finanziarie che hanno interessato la restante parte delle imprese.

L'esercizio di distinzione tra crisi economica e crisi finanziaria potrebbe, in questo caso, risultare inefficace, dal momento che la dinamica finanziaria innestata dall'ammancio dei ricavi ha certamente provocato situazioni di sostanziale insolvenza, soprattutto per quelle aziende fortemente indebitate.

Come già significato, il governo è intervenuto garantendo opportune immissioni di liquidità, prestando garanzie mediante il gruppo Cassa Depositi e Prestiti (CDP) e depotenziando, in tal guisa, i problemi di liquidità legati alla mancata realizzazione dei ricavi caratteristici. Pur non discutendo l'opportunità di tale manovra, sembrerebbero configurarsi alcune problematiche, compendiabili, a titolo non esaustivo, nel seguente modo:

1. tale immissione di liquidità, anche a titolo di finanziamento del circolante, avente un modesto livello di valutazione del merito creditizio, può rischiare di aggravare l'esposizione finanziaria di aziende già precedentemente disegilibrate. La liquidità offerta potrebbe tradursi in una sola temporanea panacea rispetto a preesistenti problemi di equilibrio economico-finanziario;
2. l'inefficace utilizzo di tali risorse, soprattutto se svolto in un'ottica di breve periodo, rischia di non concretizzarsi in investimenti in grado di ricondurre la gestione ad una marginalità di equilibrio;
3. la consistente esposizione assunta dal gruppo CDP, in caso di significative problematiche di rientro da parte delle aziende finanziate, potrebbe integrare

¹² Sul punto, secondo lo studio effettuato da Mediobanca, a livello di multinazionali industriali si sarebbe registrata una variazione positiva (2020 su 2019) del 9,6% per la GDO, del 5,6% per l'elettronico e del 17,6% per il Web Software (<http://www.mbres.it/publications/impatto-del-covid-19-sul-primi-semester-2020>).

una dinamica di slittamento dell'indebitamento d'impresa in capo al Ministero delle Finanze¹³.

Laddove sul terzo punto si dovrà attendere, speranzosi e ottimisti, di conoscere l'impatto della manovra sul patrimonio del gruppo CDP, sui primi due punti sono però consentite alcune considerazioni in tema di efficienza degli interventi normativi in condizioni di crisi. Si fa in particolare riferimento ad alcuni contributi¹⁴ che si ritengono calzanti alle circostanze che hanno condotto l'esecutivo a garantire liquidità alle imprese.

In tema di efficienza delle procedure concorsuali, alcuni studiosi hanno individuato tre *concerns* che una normativa sulla crisi d'impresa dovrebbe mirare a soddisfare¹⁵:

1. assicurare (o comunque protendere verso) il più redditizio impiego post procedurale degli assets;
2. evitare che le imprese in equilibrio possano essere indotte ad assumere atteggiamenti irresponsabilmente inefficienti da un punto di vista economico;
3. realizzare i due scopi precedenti nella maniera meno onerosa possibile.

Mentre la salvaguardia della continuità gestionale delle aziende è stata garantita mediante l'erogazione di liquidità, soddisfacendo in questo caso il primo *concern*, la situazione di contingenza potrebbe avere favorito azzardi morali, non rispondendo quindi al secondo *concern*.

Sebbene sul terzo punto sia necessario rimandare il giudizio a quando si potranno confrontare i costi e i benefici degli interventi normativi, si registrano, al momento, diverse rimostranze in punto di tempestività, sia per quanto concerne l'operato delle banche¹⁶, sia per quanto attiene l'attivazione degli ammortizzatori sociali¹⁷.

¹³ Sebbene il Gruppo Cassa Depositi e prestiti si configuri come una Società per Azioni, circa l'83% del capitale è detenuto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

¹⁴ Sul punto si vedano: Bigus, J. (2002). Bankruptcy law, asset substitution problem, and creditor conflicts. *International Review of Law and Economics*, 22(2), 109-132; Blazy, R., & Chopard, B. (2004). Ex post efficiency of bankruptcy procedures: A general normative framework. *International Review of Law and Economics*, 24(4), 447-471; Cornelli, F., & Felli, L. (1997). Ex-ante efficiency of bankruptcy procedures. *European Economic Review*, 41(3), 475-485; Rasmussen, R. K., & Skeel Jr, D. A. (1995). Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law, *The Am. Bankr. Inst. L. Rev.*, 3, 85.

¹⁵ Cfr. Rasmussen, R. K., & Skeel Jr, D. A. (1995). Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law, *The Am. Bankr. Inst. L. Rev.*, 3, 85.

¹⁶ Cfr. https://www.ilsole24ore.com/art/bankitalia-accelerano-prestiti-ma-differenze-banche-AD3Ju7W?refresh_ce=1

¹⁷ Cfr. <https://www.ilsole24ore.com/art/dal-sito-tilt-ritardi-cassa-integrazione-furbetti-bonus-iva-passi-falsi-inps-guida-tridico-ADhcfSj>

3. *La redazione del bilancio di esercizio per le aziende impattate dal Covid-19: implicazioni in tema continuità aziendale*

Come noto, la redazione del bilancio di esercizio, per le società che applicano il modello civilistico italiano, sottostà ad un modello di tipo induttivo, in cui il legislatore detta i principi generali di redazione e i criteri particolari di valutazione¹⁸.

Tra i principi generali di valutazione il principio della continuità aziendale, c.d. *going concern*, di cui all'art. 2423 bis I co. n.1,¹⁹, riveste una particolare importanza; esso viene anche definito “protoprincipio”, giacché, in assenza di continuità aziendale, non è più possibile parlare di bilancio ordinario di esercizio.

Molte delle poste che compongono il bilancio - prime fra tutte le attività immateriali (es. l'avviamento) - soggiacciono, infatti, alla sussistenza di condizioni di sopravvivenza dell'impresa e cioè alla possibilità, come nel caso delle attività immateriali, di contribuire alla produzione di valore prospettico²⁰. La continuità aziendale non può essere meramente presunta, ma deve essere accertata dal Consiglio di Amministrazione (ovvero da equivalente organo preposto alla redazione del bilancio) e dal Collegio Sindacale. Tuttavia, il Codice Civile non definisce un processo in grado di accertare la sussistenza del presupposto di continuità. In questo senso, interviene il principio di revisione ISA Italia n° 570 che fornisce utili definizioni ed indicazioni procedurali²¹.

In altre parole, in caso di accertata assenza di continuità aziendale vengono meno i presupposti alla base della natura di diverse poste di bilancio, imponendo una diversa ottica valutativa basata, per le attività, sui presumibili valori di realizzo, e, per le passi-

¹⁸ Sul punto si vedano: G. Zanda (2007) *Il bilancio delle Società. Lineamenti teorici e modelli di redazione*, Giappichelli Editore, Torino; M. Lacchini (1989), *I principi generali di valutazione nella IV Direttiva C.E.E. e nello schema di legge di recepimento*, n. 3-4.

¹⁹ Cfr. art. 2423 bis I co. n.1: “*la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività*”.

²⁰ Sul punto si veda: M. Lacchini (1995) *Conferimenti aziendali ed eventuale iscrivibilità in bilancio dell'avviamento e dei beni immateriali: una nota critica*, n. 9-10

²¹ In particolare, con riferimento alla definizione del presupposto della continuità aziendale:

“In base al presupposto della continuità aziendale, il bilancio è redatto assumendo che l'impresa operi e continui ad operare nel prevedibile futuro come un'entità in funzionamento. I bilanci redatti per scopi di carattere generale sono predisposti utilizzando il presupposto della continuità aziendale, a meno che la direzione intenda liquidare l'impresa o interromperne l'attività o non abbia alternative realistiche a tali scelte. I bilanci redatti per scopi specifici possono o meno essere predisposti in conformità ad un quadro normativo sull'informazione finanziaria per il quale il presupposto della continuità aziendale sia pertinente (per esempio, il presupposto della continuità aziendale non è pertinente per alcuni bilanci redatti a fini fiscali in particolari ordinamenti giuridici). Quando l'utilizzo del presupposto della continuità aziendale è appropriato, le attività e le passività vengono contabilizzate in base al presupposto che l'impresa sarà in grado di realizzare le proprie attività e far fronte alle proprie passività durante il normale svolgimento dell'attività aziendale. (Cfr. ISA Italia n° 570, par. 2).

vità, sui presumibili valori di estinzione; tale ottica integra tipicamente la redazione dei bilanci di liquidazione ed è anche nota come *liquidation concern*²².

Nel complesso, i riferimenti normativi ed interpretativi riferibili al tema della continuità aziendale possono essere come di seguito riepilogati:

- articolo 2423 bis del Codice Civile;
- OIC n°11 paragrafi 21-24;
- IAS 1 (rilevante per le società che applicano i principi contabili internazionali);
- ISA Italia n° 570;
- Documento Banca d'Italia, Consob e Isvap n. 2 del 6 febbraio 2009.

Restando in una prospettiva contabile civilistica, l'OIC n°11, al paragrafo 22, precisa che la direzione aziendale, in sede di preparazione del bilancio di esercizio, debba effettuare una valutazione in ordine alla capacità dell'azienda "*di continuare a costituire un complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito per un prevedibile arco temporale futuro, relativo a un periodo di almeno dodici mesi dalla data di riferimento del bilancio*".

In assenza di alternative alla cessazione dell'attività ed in assenza di accertamento delle cause di scioglimento previste dall'art. 2484 c.c., la valutazione delle poste deve comunque essere svolta nella prospettiva della continuità aziendale, ma applicando i principi contabili in considerazione del limitato orizzonte temporale residuo²³. In caso di accertamento, ai sensi dell'art. 2485 c.c., di una delle cause di scioglimento previste dall'art. 2484 c.c., il bilancio d'esercizio è redatto senza l'applicazione della continuità aziendale²⁴.

Da un punto di vista operativo, il principio ISA 570 fornisce alcune indicazioni in ordine ad "*eventi o circostanze che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità dell'impresa di continuare ad operare come un'entità in funzionamento*". In particolare, l'ISA 570 fornisce tre tipologie di indicatori²⁵:

- indicatori finanziari:
 - situazione di deficit patrimoniale o di capitale circolante netto negativo;
 - prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso oppure eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine;
 - indizi di cessazione del sostegno finanziario da parte dei creditori;
 - bilanci storici o prospettici che mostrano flussi di cassa negativi;

²² Sul punto si veda: M. Lacchini (1988), Il postulato di continuità dell'impresa (Going concern): un'analisi critica, n. 3-4.

²³ Cfr. OIC 11, par. 23.

²⁴ Cfr. OIC 11, par. 24.

²⁵ Cfr. ISA 570, par. A3.

- principali indici economico-finanziari negativi;
- consistenti perdite operative o significative perdite di valore delle attività utilizzate per generare i flussi di cassa;
- difficoltà nel pagamento di dividendi arretrati o discontinuità nella distribuzione di dividendi;
- incapacità di pagare i debiti alla scadenza;
- incapacità di rispettare le clausole contrattuali dei prestiti;
- cambiamento delle forme di pagamento concesse dai fornitori, dalla condizione “a credito” alla condizione “pagamento alla consegna”;
- incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti ovvero per altri investimenti necessari;
- indicatori gestionali:
 - intenzione della direzione di liquidare l’impresa o di cessare le attività;
 - perdita di membri della direzione con responsabilità strategiche senza una loro sostituzione;
 - perdita di mercati fondamentali, di clienti chiave, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti;
 - difficoltà con il personale;
 - scarsità nell’approvvigionamento di forniture importanti;
 - comparsa di concorrenti di grande successo;
- altri indicatori:
 - capitale ridotto al di sotto dei limiti legali o non conformità del capitale ad altre norme di legge, come i requisiti di solvibilità o liquidità per gli istituti finanziari;
 - procedimenti legali o regolamentari in corso che, in caso di soccombenza, possono comportare richieste di risarcimento cui l’impresa probabilmente non è in grado di far fronte;
 - modifiche di leggi o regolamenti o delle politiche governative che si presume possano influenzare negativamente l’impresa;
 - eventi catastrofici contro i quali non è stata stipulata una polizza assicurativa ovvero contro i quali è stata stipulata una polizza assicurativa con massimali insufficienti.

Come è banalmente possibile osservare, l’emergenza da Covid-19 ha avuto un impatto rilevante per molteplici degli indicatori elencati; a ciò si aggiunge che, essendo l’emergenza insorta tra la fine di febbraio e l’inizio di marzo, essa va considerata come evento significativo sorto dopo la chiusura del bilancio ed in grado di compromettere la continuità aziendale²⁶.

In tale contesto, il Legislatore è opportunamente intervenuto prevedendo una specifica deroga alla verifica del presupposto della continuità aziendale, allo scopo di far approvare i bilanci al 31 dicembre 2019 e garantire il flusso informativo verso i portatori d’interesse. In particolare, l’art. 7 del D.L. 8 aprile 2020 n. 23²⁷ (c.d. decreto liquidità)

²⁶ Vale peraltro la pena ricordare che la continuità aziendale rappresenta uno degli elementi di allerta previsti dal Codice della crisi d’impresa, la cui entrata in vigore è stata opportunamente fatta slittare.

²⁷ Cfr. art. 7 del D.L. 8 aprile 2020 n.23:

“Nella redazione del bilancio di esercizio in corso al 31 dicembre 2020, la valutazione delle voci nella prospettiva della continuazione dell’attività di cui all’articolo 2423 bis, comma primo, n. 1), del codice

sancisce che, ai fini della redazione del bilancio di esercizio in corso al 31.12.2020, la valutazione delle voci di bilancio nella prospettiva della continuità aziendale, può comunque essere operata se risulta sussistente nel bilancio chiuso in data anteriore al 23 febbraio 2020.

In sostanza, la norma in parola consente di operare le valutazioni di bilancio come se ci fosse continuità, anche laddove la stessa fosse in dubbio a causa dell'emergenza Covid-19. Il legislatore ha quindi offerto una sorta di sterilizzazione degli effetti della crisi economica, applicabile in ipotesi di sussistenza della continuità aziendale anteriormente al 23 febbraio 2020.

Allo scopo di favorire una corretta interpretazione della norma contenente la deroga, l'OIC è intervenuto con il documento interpretativo n°6, "Disposizioni temporanee sui principi di redazione del bilancio". Nel documento viene chiarito che la società può avvalersi della deroga se, alla data di chiusura dell'esercizio (31.12.2019), sulla base delle informazioni disponibili, essa non si trovava in alcuna delle condizioni descritte dai paragrafi 23 e 24 dell'OIC 11.

Lo scopo della norma è quindi quello di evitare che l'applicazione dei normali criteri di valutazione, nel caso di specie il principio della continuità aziendale, possa enfatizzare gli effetti negativi della pandemia. Tale volontà dell'esecutivo è, peraltro, palesata dagli artt. 5 e 6 del "Decreto Liquidità", rispettivamente in tema di differimento dell'entrata in vigore del Codice della crisi e di riduzione del capitale per perdite. Nella medesima direzione derogatoria si sono mosse anche altre istituzioni quali l'ESMA, l'EBA, la BCE, lo IASB con riferimento all'applicazione dell'IFRS 9.

Il ceto professionale ha, tuttavia, mosso diverse rimostranze in ordine alla necessità di svolgere uno sforzo interpretativo per applicare la deroga. Da un punto di vista operativo, una ragionevole interpretazione della deroga si potrebbe concretizzare in una verifica della sussistenza delle condizioni di continuità aziendale sulla base delle informazioni in possesso ad una data anteriore al 23 febbraio 2020.

4. Provvisorie riflessioni conclusive e future prospettive di analisi

civile può comunque essere operata se risulta sussistente nell'ultimo bilancio di esercizio chiuso in data anteriore al 23 febbraio 2020, fatta salva la previsione di cui all'articolo 106 del decreto legge 17 marzo 2020, n. 18. Il criterio di valutazione è specificamente illustrato nella nota informativa anche mediante il richiamo delle risultanze del bilancio precedente.

Le disposizioni di cui al comma 1 si applicano anche ai bilanci chiusi entro il 23 febbraio 2020 e non ancora approvati".

Circa gli effetti economici della pandemia in Italia *ex se*, vi è già sufficiente evidenza, posto che si dispone dei dati sul decremento del Pil nel secondo trimestre e di stime ritenute sufficientemente attendibili sino al termine dell'anno; evidentemente molto diversa è la rappresentazione che è possibile fare rispetto ai singoli settori aziendali, aree territoriali e specifiche imprese anche per quanto riguarda l'aspetto finanziario, oltre che economico, della gestione.

Ovviamente, appare più incerto prospettare le ricadute di medio e lungo termine del Covid-19, dipendendo ciò, oltre che dall'andamento del contagio di per sé e dalla possibilità di nuove mirate sospensioni dell'attività, dalla reattività generale del sistema economico e dal supporto internazionale allo stesso.

Una disamina critica sulla efficacia dei provvedimenti normativi posti in essere, limitatamente alle sole imprese, si rivela invece molto più complessa e certamente non può prescindere dalla considerazione della emergenzialità del fenomeno che si è abbattuto, del tutto nuovo nelle sue caratteristiche e inatteso, con straordinaria violenza sull'Italia, che è risultato, per circostanze ancora da approfondire, il Paese subito più colpito dopo la Cina, genesi della pandemia.

La constatazione degli scarsi tempi di reazione e dell'assenza di *benchmark* internazionali di comportamento deve rendere particolarmente cauti nell'esprimere giudizi affrettati. D'altro canto, il prioritario valore della salute dei cittadini non è sempre facilmente compatibile con gli effettivi interessi dell'economia.

Tutto ciò premesso, tuttavia, non può sottacersi che i provvedimenti economici in senso stretto relativi alle imprese, sono risultati senza dubbio molto frammentari e limitati e soprattutto non hanno, ad avviso di chi scrive, tenuto conto della enorme differenza che la emergenza sanitaria ha avuto sui differenti settori di attività e su diverse aree del territorio nazionale.

A differenza di quanto accaduto per molte persone fisiche, tra cui i professionisti, che hanno avuto riconosciuto il diritto ad un contributo a fondo perduto per alcuni mesi, sebbene quasi di sussistenza, e prescindendo qui dai problemi di eventuali abusi o di difficoltà nell'effettivo percepimento, le imprese, anche quelle più duramente colpite nell'effettivo esercizio della loro attività, non hanno avuto che sparuti ed episodici interventi di ausilio non oneroso e spesso sulla base di dati puramente casuali (come nel caso del decremento di fatturato stimato solo puntualmente nei mesi di aprile 2019/2020).

Né alcuna provvidenza particolare è stata introdotta per quelle filiere produttive che, dipendendo ad esempio molto dal turismo, non hanno potuto beneficiare che in minima parte, della riapertura successiva al *lockdown*: il settore alberghiero ad esempio, con particolare riferimento ai segmenti dipendenti da una clientela *affluent* proveniente

dall'estero, ipotizza realisticamente di poter lavorare su basi di continuità solamente nel 2022, stante anche le esigenze di programmazione.

In buona sostanza, quindi, la principale e concreta fattispecie di intervento astrattamente in favore delle imprese, è rappresentato dall'accesso al credito bancario garantito dal MCC/SACE.

I dati disponibili mostrano come le Banche, dopo un primo comprensibile momento di difficoltà, causato dalla nuova normativa e dall'enorme afflusso di richieste, in una fase nella quale gli istituti stessi operavano perlopiù in *smart working* e con tutte le restrizioni del caso, abbiano, nel complesso, velocizzato l'analisi delle pratiche ed incrementato in maniera significativa le erogazioni, probabilmente indotte anche dal loro stesso interesse, considerata la possibilità di ristrutturare con garanzia anche i debiti precedenti non garantiti e quindi di de-rischiare significativamente il portafoglio.

Ciò senza dubbio ha comportato una immissione di liquidità nelle imprese, che tuttavia rappresenta pur sempre un debito aggiuntivo che dovrà essere rimborsato per capitale ed interessi in un orizzonte temporale non eccessivamente esteso, ad oggi sei anni.

Non vi è chi non veda che questa circostanza peggiora il *leverage* aziendale, in imprese, come la maggioranza di quelle italiane, già notoriamente sottocapitalizzate e fortemente indebitate.

Vero è che, sulla carta, la concessione di finanza garantita, dovrebbe soggiacere ad uno processo di valutazione del merito creditizio, da parte della Banca che cura l'istruttoria, analogo a quello occorrente in tempi ordinari ma, la *ratio* stessa dei provvedimenti normativi e la estensione della "garantibilità" anche alle imprese in difficoltà/crisi, è del tutto probabile che abbia indotto ad un atteggiamento di maggior comprensione.

Pur cercando di mantenere un ottimismo di fondo, chi scrive crede di non sbagliare nell'ipotizzare che si registrerà un elevato tasso di sofferenza o quanto meno di significativa difficoltà nel rientro non solo in tali prestiti, ma anche nelle complessive esposizioni debitorie di molte imprese; infatti, è ragionevole pensare che, l'incremento del debito, non possa che comprimere i margini di aziende che già, bilancisticamente, presentano livelli di redditività estremamente esigui, tantomeno è dato ravvedere una fase espansiva dell'economia che porti a un rilancio di consumi e investimenti su larga scala e a un incremento degli indicatori di profittabilità aziendale, soprattutto ove si considerino le tipologie di aziende che si sono in maggioranza rivolte alla finanza garantita.

Forse sarebbe stato più realistico, anche se meno presentabile in tavoli internazionali, prevedere finanziamenti con una parte di contributo a fondo perduto o almeno senza incidenza di interessi che allo stato, per quanto ci risulta, soggiacciono a normali condizioni di mercato.

Le conseguenze del possibile innesco di un circuito vizioso di credito sono assai preoccupanti: la mancata restituzione o le problematiche di rientro delle pratiche affidate genereranno una rivalsa da parte degli Istituti di credito nei confronti degli Enti di garanzia, che sono integralmente o in massima parte statali (in questo caso è interessante notare la ipotesi di trasferimento di SACE da Cassa depositi e prestiti, per una quota minoritaria privata, al MEF, interamente statale); al netto del possibile contenzioso che potrebbe sorgere tra le banche e gli Enti di garanzia, invocando i secondi possibili difetti nella istruttoria, è del tutto plausibile ritenere che si avrà, in massima parte, un trasferimento di debito privato in debito pubblico, con la situazione di stock di debito e di deficit corrente dello Stato, a tutti ben noto.

Né evidentemente tutto ciò salverà una buona parte delle imprese ricorrenti dalla chiusura o dalla insolvenza.

Naturalmente si auspica che tutto questo possa essere evitato, tramite i nuovi provvedimenti che potranno essere emessi *ratione temporis* e che abbiano lo scopo di sostenere effettivamente le imprese, non tanto consentendo loro di creare nuovo debito, quanto creando le condizioni per un incremento dei ricavi e dei profitti: l'aspetto economico infatti, come insegna l'economia aziendale, deve essere sempre prioritario rispetto a quello finanziario.

Un'impresa che non sia in equilibrio economico non è opportuno che rimanga sul mercato semplicemente per una facilità di accesso al credito: essa deve essere ontologicamente in grado di operare in condizioni di economicità ed efficienza.

In questo senso, la provvista di liquidità può avere avuto la funzione di permettere di traguardare un periodo difficile, ma non può supplire a carenze endemiche del modello di gestione aziendale; per questo, come già si è osservato in precedenza, molto utile sarebbe stata una differenziazione delle *industries*, per supportare meglio ed in modo mirato quelle effettivamente abbisognevole, poiché oggettivamente più colpite dalla pandemia, evitando invece interventi *omnibus*.

La chiave interpretativa presentata in questo *paper*, è quella della continuità aziendale: l'impresa si valuta e diviene meritevole di essere supportata in relazione a tale fondamentale postulato; anche la sospensione dell'accertamento dello stesso per il periodo successivo al 23 febbraio 2020, ha poco senso di per sé, se non è accompagnata da una disamina approfondita delle possibilità di ripresa e di rilancio dell'azienda stessa, che ovviamente variano in relazione al settore, al territorio ed anche a tutte le caratteristiche economico aziendali della singola unità.

Né si è particolarmente persuasi che il differimento della entrata in vigore del nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza, sia di per sé un fatto positivo per le aziende: infatti tale codice prevede delle procedure compositive della crisi, anche e soprattutto extra-

giudiziali, che potrebbero risultare agili e particolarmente idonee all'odierno contesto, mentre invece, terminata la moratoria di declaratoria delle procedure concorsuali, le aziende si troveranno a dover fronteggiare un sistema tendenzialmente sanzionatorio, con minori possibilità di intervento.

Per certi versi, il quadro non già particolarmente brillante per le imprese, si connota di tratti di ancora maggiore difficoltà per i creditori (molti dei quali sono a loro volta imprese): è infatti indubbio che le possibilità di recupero del credito siano state maggiori prima della pandemia rispetto a debitori colpiti dalla emergenza e, in ipotesi ulteriormente indebitati; il rischio è quello di una ulteriore propagazione della crisi lungo le catene di integrazione verticale o all'interno dei distretti produttivi.

Ovviamente, l'auspicio è che queste evenienze così negative non si rivelino e ciò, a parere di chi scrive, può accadere sostanzialmente solo con una immissione di capitali di investimento, e non di mero consumo, all'interno del Sistema Paese; in questo senso da un canto appare utile la attrazione di investimenti privati, stranieri o interni (e in tale ottica sarebbe molto positiva una fluidificazione del risparmio privato, particolarmente ingente in Italia), ma è indubbio che un ruolo sostanziale spetta allo Stato.

Altri, ben più autorevolmente, hanno opinato sulla distinzione tra debito pubblico "buono o cattivo", il primo sostanzialmente riferibile a una canalizzazione verso investimenti in grado di creare crescita e ricchezza, il secondo individuabile in contributi assistenziali che non hanno effetto propagativo sulla ricchezza; in tale ottica lo Stato, ferma restando l'esigenza di sopperire in termini di solidarietà a situazioni di effettiva estrema indigenza, dovrebbe preoccuparsi, in questa fase, prevalentemente di indirizzare il debito, reso possibile anche dai recenti accordi europei, nella prima direzione virtuosa e quindi necessariamente con una selettività degli interventi e ragionando per priorità realisticamente conseguibili.

Riferimenti bibliografici

- J. BIGUS, *Bankruptcy law, asset substitution problem, and creditor conflicts*. *International. Review of Law and Economics*, 2002, 22(2), pp. 109-132.
- R. BLAZY, B. CHOPARD, *Ex post efficiency of bankruptcy procedures: A general normative framework*. *International. Review of Law and Economics*, 2004, 24(4), pp. 447-471.
- P. CAPALDO, *Crisi d'impresa e suo risanamento*, *Banche e banchieri*, 1977, p. 316.
- F. CORNELLI, L. FELLI, *Ex-ante efficiency of bankruptcy procedures*. *European Economic Review*, 1997, 41(3), pp. 475-485.
- G. GOBBI, F. PALAZZO, A. SEGURA, *Le misure di sostegno finanziario alle imprese post Covid-19 e le loro implicazioni di medio termine*, aprile 2020.
- L. GUATRI, *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, 1986.
- M. LACCHINI, *Conferimenti aziendali ed eventuale iscrivibilità in bilancio dell'avviamento e dei beni immateriali: una nota critica*, 1995, n. 9-10
- M. LACCHINI, *I principi generali di valutazione nella IV Direttiva C.E.E. e nello schema di legge di recepimento*, 1989, n. 3-4.
- M. LACCHINI, *Il postulato di continuità dell'impresa (Going concern): un'analisi critica*, 1988, n. 3-4.
- R. K. RASMUSSEN, D.A. SKEEL, *Economic Analysis of Corporate Bankruptcy Law*, *The Am. Bankr. Inst. L. Rev.*, 1995, 3, 85.
- G. ZANDA, *Il bilancio delle Società. Lineamenti teorici e modelli di redazione*, Giapichelli Editore, Torino, 2007.

Sitografia

- Sostegno alla liquidità delle famiglie e delle imprese tramite il sistema bancario*, in www.mef.gov.it, aprile 2020.
- Decreto Liquidità. Misure per la crisi d'impresa e la continuità aziendale nell'emergenza Covid-19*, in www.assonime.it, aprile 2020.
- Impatto del COVID-19 sul primo semestre 2020*, in www.mbres.it.
- Bankitalia bacchetta le banche: basta ritardi sui prestiti alle imprese*, in www.ilsole24ore.com.
- Dal sito in tilt ai ritardi sulla cassa integrazione ai furbetti del bonus Iva: i passi falsi dell'Inps a guida Tridico*, in www.ilsole24ore.com.