

XII CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI  
UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

*"LA LIBERTÀ D'IMPRESA"*  
Roma, 17-18 settembre 2021

MARCO PALMIERI

**La ricapitalizzazione pubblica delle imprese nel «Decreto Rilancio»: luci e ombre di un New Deal post COVID-19\***

SOMMARIO: Introduzione. – 1. La cornice normativa europea in tema di aiuti di Stato volti a fronteggiare l'emergenza sanitaria. – 2. Le previsioni europee in tema di ricapitalizzazione delle imprese: le condizioni di ammissibilità. – 2.1. [segue]: la remunerazione dello Stato investitore e la cessazione dell'aiuto. – 2.2. [segue]: la *governance* delle imprese partecipate. – 3. La ricapitalizzazione delle p.m.i. e il «Fondo Patrimonio PMI» ai sensi dell'art. 26 del «Decreto Rilancio». – 4. Il «Patrimonio Rilancio» ai sensi dell'art. 27 del «Decreto Rilancio». – 5. Alcune (provvisorie) valutazioni conclusive.

*Introduzione*

A seguito delle prime misure emergenziali adottate in risposta all'emergenza sanitaria a mezzo del c.d. «Decreto Cura Italia» (d.l. 17 marzo

---

\* Lo scritto riprende e approfondisce i tre interventi «Rilancio: poco tempo per ricapitalizzare le PMI», «Grandi imprese, quel fondo è senza fondo» e «Regole chiare per lo stato investitore», pubblicati assieme a Francesco Vella su *Lavoce.info* fra il 27 maggio e il 23 giugno 2020.

2020, n. 18, convertito con modifiche da l. 24 aprile 2020, n. 27)<sup>1</sup> e del c.d. «Decreto Liquidità» (d.l. 8 aprile 2020, n. 23, convertito con modifiche da l. 5 giugno 2020, n. 40)<sup>2</sup> il Governo ha emanato il c.d. «Decreto Rilancio» (d.l. 19 maggio 2020, n. 34, convertito con modifiche da l. 17 luglio 2020, n. 77). Quest'ultimo – seguito, poi, dal c.d. «Decreto Semplificazioni» (d.l. 16 luglio 2020, n. 76, convertito con modifiche da l. 11 settembre 2020, n. 120)<sup>3</sup> – non si limita a prevedere ulteriori interventi a favore delle imprese rispetto a quelle già assunti dai precedenti provvedimenti, ma contiene anche un nuovo, forte impegno pubblico nell'economia. La crisi indotta dall'epidemia ha fatto emergere, infatti, in tutta la loro drammatica evidenza, alcune delle note debolezze strutturali dell'industria e del mercato nazionali. Oltre a un generale sostegno alle aziende, attraverso queste misure il Legislatore punta, quindi, a un superamento di storiche criticità, al fine di dar vita a una più solida ripresa nel medio-lungo periodo. Il presente articolo si prefigge di analizzare le previsioni più significative in tema, in particolare quelle che prevedono un intervento pubblico diretto a sostegno della capitalizzazione delle imprese, nonché di porre in evidenza gli aspetti maggiormente problematici che queste sembrano generare.

---

<sup>1</sup> Titolato «Misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19».

<sup>2</sup> Titolato «Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali». Per una analisi delle modifiche «difensive» attuate in tema di *golden power*, v. L. VASQUES, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, in *Merc. conc. reg.*, 2020, I, pp. 119 ss.; B. RAGANELLI, *La difesa degli interessi strategici in tempi di crisi: a golden-route for a back-off?*, in *Sistema produttivo e finanziario post COVID-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, a cura di U. Malvagna e A. Sciarrone Alibrandi, Pacini, 2020, pp. 424 ss.; F. ANNUNZIATA, A. SACCO GINEVRI, C. SAN MAURO, *I golden powers fra Stato e mercato*, in *op. ult. cit.*, p. 434.

<sup>3</sup> Per una prima analisi dei vari interventi v. ASSONIME, *Guida pratica per le imprese alla legislazione di emergenza Covid-19*, 3 agosto 2020, p. 4 ss.

*1. La cornice normativa europea in tema di aiuti di Stato volti a fronteggiare l'emergenza sanitaria.*

Gli interventi a favore delle imprese contenute nel «Decreto Rilancio» si sviluppano nel solco delle linee guida dettate dalla Commissione Europea per adeguare la cornice normativa in tema di aiuti di Stato alle drammatiche contingenze dovute alla diffusione dell'epidemia. Il punto di partenza risiede nella Comunicazione della Commissione Europea C(2020)1863 del 19 marzo 2020 (intitolata «Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza della Covid-19»), a cui hanno fatto seguito quattro emendamenti alla stessa, contenuti nelle successive Comunicazioni C(2020)2215 del 3 aprile 2020, C(2020)3156 dell'8 maggio, C(2020)4509 del 29 giugno 2020 e C(2020)7127 del 13 ottobre 2020. Di seguito si fornirà una sintesi, ove si riporteranno i passaggi fondamentali del «Quadro temporaneo» all'interno dei quali si è mosso il legislatore nazionale nell'approntare gli interventi emergenziali a favore delle imprese e che, ci si attende, continuerà ad osservare, adottando ulteriori previsioni in tema o, eventualmente, modificando quelle già assunte.

L'impianto normativo – che riecheggia, nella struttura, il precedente «Quadro di riferimento temporaneo comunitario per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'accesso al finanziamento nell'attuale situazione di crisi finanziaria ed economica» contenuto nella Comunicazione C(2009)16/01 del 19 gennaio 2009, approntato in risposta alla crisi finanziaria innescata dalle famigerate cartolarizzazioni dei mutui *subprime* nordamericani – si dipana alla luce delle eccezioni al divieto di aiuti di Stato contenute nelle lett. b) dei paragrafi 2 e 3 dell'art. 107 TFUE (par. 6). In particolare, esse poggiano, da una parte, sulla necessità di annullare i «danni arrecati dalle calamità naturali oppure da altri eventi eccezionali», anche relativamente a

specifici settori economici<sup>4</sup>, dall'altra, sull'esigenza di «porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro»<sup>5</sup>. Tenendo presente l'andamento disomogeneo della pandemia e delle connesse conseguenze negative all'interno dello spazio economico comune, la Commissione prende, poi, in considerazione la lett. c) del paragrafo 3 dell'art. 107 TFUE, al fine di «agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse» (par. 14).

La Comunicazione mantiene ferma, inoltre, la possibilità degli Stati di agire all'interno delle esenzioni settoriali già predisposte dal legislatore europeo a mezzo di appositi regolamenti (par. 13)<sup>6</sup>, mentre non risultano applicabili gli interventi «*una tantum*» ai sensi degli «Orientamenti sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese non finanziarie in difficoltà»<sup>7</sup>, in quanto gli effetti economici negativi dovuti alla pandemia non sono destinati ad essere risolti con misure di risanamento di singole aziende (par. 15). Gli interventi ammessi devono, infatti, rientrare, più propriamente, negli ambiti di compatibilità al divieto di concessione di aiuti di Stato contenuti nel TFUE previamente citati: in particolare, le misure rivolte a sanare i danni direttamente causati all'impresa dalla pandemia

---

<sup>4</sup> Analogamente R. CARATOZZOLO, *Uno sguardo al Decreto Rilancio: tra principi di finanziarizzazione e obiettivi di innovazione delle attività economiche*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 388.

<sup>5</sup> Peraltro, il documento della Commissione esclude che rientrino in tale ambito gli aiuti destinati a sostenere finanziariamente in via straordinaria le banche, in quanto essi dovrebbero rientrare nell'applicazione della direttiva 2014/59/UE e del regolamento UE 806/2014.

<sup>6</sup> Il riferimento va al regolamento UE 651/2014 che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli artt. 107 e 108 TFUE, al regolamento CE 702/2014 in merito agli aiuti nei settori agricolo e forestale e nelle zone rurali, nonché il regolamento UE 1388/2014 della Commissione, in merito agli aiuti a favore delle imprese attive nel settore della produzione, trasformazione e commercializzazione dei prodotti della pesca e dell'acquacoltura.

<sup>7</sup> La cui definizione è racchiusa nel punto 3.6.1 della Comunicazione della Commissione 2014/C 249/01 del 31 luglio 2014.

dovranno trovare giustificazione ai sensi dell'art. 107, paragrafo 2, lett. b), mentre quelle indirizzate a ripianare le conseguenze negative collegate al quadro economico ingenerato dalla diffusione della pandemia, dovranno rientrare nell'eccezione ai sensi dell'art. 107, paragrafo 3, lett. b) (par. 15-bis). In merito all'irrelevanza degli aiuti *de minimis*, la Commissione – recuperando così l'esperienza maturata nel corso della crisi finanziaria ingeneratasi alla fine del decennio precedente – introduce una soglia quantitativa circa gli interventi temporaneamente concessi. In particolare, vengono considerati compatibili con il mercato interno ai sensi dell'art. 107, paragrafo 3, lett. b), TFUE gli interventi adottati che, a prescindere dalla forma assunta, non superano l'ammontare complessivo di € 800.000 per impresa<sup>8</sup>, sono realizzati sulla base di un *budget* previsionale e sono concessi entro il 30 giugno 2021 a imprese non già in «stato di difficoltà»<sup>9</sup> al 31 dicembre 2019, a meno che queste ultime non siano delle micro o piccole imprese non già soggette a procedure concorsuali o già beneficiarie di aiuti per la ristrutturazione o il salvataggio (par. 22)<sup>10</sup>.

I limiti così generalmente posti circa l'irrelevanza degli aiuti di Stato di importo minimo debbono coniugarsi con le soglie massime, nonché con le ulteriori, specifiche condizioni previste per l'adozione delle singole misure consentite dal «Quadro temporaneo». Così, ad esempio, le garanzie pubbliche sui prestiti e gli aiuti sotto forma di tassi di interesse agevolati

---

<sup>8</sup> Le ulteriori soglie inferiori di € 120.000 ed € 100.000 sono stabilite, rispettivamente, per le imprese operanti nel settore della pesca e dell'acquacoltura e per le imprese operanti nel settore della produzione primaria dei prodotti agricoli.

<sup>9</sup> La definizione di «impresa in difficoltà» è racchiusa nelle ipotesi fissate dal punto 18 dell'art. 2 del regolamento (UE) n. 651/2014 del 17 giugno 2014.

<sup>10</sup> Evidenziano, più in generale come la «sospensione, flessibilizzazione, o deroga» in tema di aiuti di Stato attuate dal legislatore comunitario siano tali da poter mettere in dubbio la persistenza di un relativo divieto, E. BANI, F. DI PORTO, "Castello" Covid-19: i destini incrociati di aiuti di stato e concorrenza, in *Sistema produttivo e finanziario post COVID-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, a cura di U. Malvagna e A. Sciarrone Alibrandi, Pacini, 2020, p. 378.

per i prestiti concessi alle imprese entro il termine del 30 giugno 2021 incontrano il comune limite quantitativo del doppio della spesa salariale annua sostenuta dalla beneficiaria per il 2019, oppure quello di un quarto del fatturato totale per il medesimo anno, oltre a una durata del prestito fissata in un massimo di sei anni, a tassi crescenti, a seconda della dimensione della finanziata (se p.m.i. o meno) e degli anni di concessione della misura (par. 25).

*2. Le previsioni europee in tema di ricapitalizzazione delle imprese: le condizioni di ammissibilità.*

Ai sensi del «Quadro temporaneo», le imprese che si trovano in situazione di *stress* finanziario possono ottenere un sostegno pubblico anche sotto forma di acquisto o sottoscrizione di strumenti di capitale di rischio o di ibridi di capitale. Questi interventi possono andare nella direzione di «garantire la redditività del beneficiario» o di effettuare «il ripristino della struttura patrimoniale anteriore alla pandemia», così puntando non solo a colmare gli effetti negativi delle perdite, ma anche ad incrementare la capacità produttiva dell'azienda agevolata compromessa a causa della pandemia (par. 44). Dati, quindi, gli «effetti altamente distorsivi per la concorrenza tra le imprese» che simili operazioni possono assumere (par. 45), il sostegno pubblico attuato a mezzo di essi dovrebbe rappresentare un'*extrema ratio*, percorribile solo qualora gli aiuti ulteriori previsti dal «Quadro temporaneo» (quali, ad esempio, le già citate garanzie pubbliche sui prestiti, la concessione di tassi di interesse agevolati, anche eventualmente veicolati tramite enti creditizi o altri enti finanziari privati, o le sovvenzioni per il pagamento dei salari dei dipendenti) non fossero ritenuti pienamente efficaci. Per gli identici motivi la Commissione evidenzia la necessità di subordinare questi interventi «a chiare condizioni

per quanto riguarda l'entrata, la remunerazione e l'uscita dello Stato dal capitale delle imprese interessate, a disposizioni in materia di *governance* e a misure adeguate a limitare le distorsioni della concorrenza» (par. 45).

In particolare, in merito ai presupposti per l'applicazione delle misure di ricapitalizzazione viene richiesto, anzitutto, che in assenza di esse la beneficiaria si ritrovi esposta al rischio di fallimento o, comunque, a gravi difficoltà ad operare (come potrebbero testimoniare un disequilibrio fra debito e patrimonio netto o altri indicatori analoghi) (par. 49, lett. a). Viene richiesto, inoltre, che vi sia un «interesse comune», ad intervenire in aiuto dell'impresa, ossia che gli effetti negativi della crisi si estendano anche ai suoi *stakeholder*, come nel caso di una temuta perdita di posti di lavoro, oppure di una possibile liquidazione di un'impresa innovativa o di importanza sistemica, o ancora, di una cessazione della prestazione di un importante servizio (par. 49, lett. b). Ulteriori condizioni necessarie sono l'impossibilità per queste le imprese di reperire finanziamenti sul mercato a condizioni sostenibili e l'inutilità delle altre misure di aiuto quali possibili alternative alla ricapitalizzazione delle beneficiarie (par. 49, lett. c). L'esistenza di tali condizioni sarà oggetto di verifica da parte della Commissione qualora la singola operazione di sostegno superi la soglia di 250 milioni di euro: a tal fine l'autorità europea dovrà essere notificata della concessione di simili aiuti.

Fermo restando il limite generale dell'irrilevanza degli aiuti *de minimis*, ossia che si collocano al di sotto della soglia complessiva degli 800.000 euro fissata dallo stesso *Quadro temporaneo*, oltre alla condizione che le imprese non fossero già in crisi alla data del 31 dicembre 2019 (a parte nel caso delle piccole e micro imprese non già coinvolte in procedure concorsuali o già

beneficiarie di aiuti)<sup>11</sup>, le misure di ricapitalizzazione godono di un termine leggermente più lungo per la loro adozione, ossia il 30 settembre 2021 (par. 48). I tre mesi in più così concessi rispetto al termine generale fissato al 30 giugno 2021 sono dovuti al fatto che il legislatore comunitario ha considerato che l'adozione di simili rimedi richiede un maggior tempo per la loro elaborazione<sup>12</sup>. L'emissione di strumenti di capitale, quali azioni ordinarie o privilegiate, oppure di strumenti di capitale ibridi<sup>13</sup> – ossia, ai sensi del «Quadro temporaneo», titoli di debito coniugati con una componente dei titoli di capitale di rischio, quale la partecipazione agli utili, o il rischio di impresa senza l'attribuzione del diritto di voto, quali le obbligazioni convertibili in azioni (par. 52) – necessita, infatti, non solo il compimento di passaggi interni alla società (quali, ad esempio, la convocazione di una assemblea straordinaria *ad hoc*), ma, soprattutto, il compimento di una negoziazione fra l'impresa e la controparte pubblica che calibri il tipo o i tipi di strumento prescelti in merito ai diritti attribuiti alle parti, nonché alla loro giusta remunerazione, tenendo presente, quindi, da una parte, la necessità dell'emittente di vedere superata la crisi indotta dalla pandemia e, dall'altra, di non vedere generati gli effetti distorsivi della concorrenza. La giusta proporzione fra queste due esigenze implica – come specifica il «Quadro temporaneo» – che l'operazione non debba superare quanto necessario a garantire un ripristino della redditività e non debba comportare un aumento del patrimonio della impresa agevolata ad un

---

<sup>11</sup> Imprese che, si noti, non sembrano, tuttavia, naturali destinatarie di simili aiuti, a fronte della difficoltà di immaginare che un sostegno pubblico di questo tipo possa essere indirizzato a loro favore, data la limitata dimensione che rende difficile immaginare un impegno diretto.

<sup>12</sup> Cfr. sul punto G. LUCHENA, *La natura euro-statale degli interventi per uscire dalla crisi*, in *Sistema produttivo e finanziario post COVID-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, a cura di U. Malvagna e A. Sciarrone Alibrandi, Pacini, 2020, p. 382.

<sup>13</sup> «Encourage the infusion of equity or equity-like investments to restore the balance sheets of otherwise viable firms» è anche uno degli obiettivi di intervento individuati dal GROUP OF THIRTY, *Reviving and Restructuring the Corporate Sector Post-Covid*, dicembre 2020, p. 29.



livello superiore alla data del 31 dicembre 2019, anche in considerazione di eventuali ulteriori aiuti di Stato già ricevuti (par. 54).

2.1. [segue]: *la remunerazione dello Stato investitore e la cessazione dell'aiuto.*

Punti focali per la calibrazione degli strumenti per la ricapitalizzazione delle imprese sono la fissazione dei diritti economici del sottoscrittore pubblico, nonché del «diritto di *exit*» di quest'ultimo dall'investimento. Sono, infatti, questi due fattori a contenere il rischio che l'operazione realizzi una illegittima alterazione della concorrenza. Come lo stesso «Quadro temporaneo» evidenzia, occorre considerare, infatti, da un lato, che quanto più il rendimento dello strumento risulta allineato alle condizioni di mercato, tanto minore è l'effetto distorsivo sulla competizione fra imprese (par. 55); dall'altro, che un rendimento crescente, convergente con i prezzi di mercato, induce l'impresa beneficiaria a cercare delle alternative più convenienti rispetto al finanziamento pubblico nel momento in cui l'impresa torna *in bonis* (par. 58). A tale scopo il «Quadro temporaneo» fissa alcuni principi di remunerazione, che, tuttavia, non sono strettamente cogenti, dato che lo Stato può sempre adottare misure di remunerazione alternative, legate al tipo di strumento impiegato, purché rientrante nell'obiettivo di rendere il costo dell'aiuto crescente e tendente al prezzo di mercato, in modo da limitare l'effetto distorsivo della concorrenza e di incentivare, nel lungo periodo, la cessazione della partecipazione pubblica grazie alla sua sostituzione con altri canali di finanziamento.

Il primo dei principi proposti attiene alla remunerazione del capitale di rischio, il cui prezzo di acquisto e sottoscrizione non può essere superiore al prezzo medio delle azioni (ma occorre aggiungere anche delle quote, nel caso di s.r.l.) della beneficiaria nei 15 giorni precedenti la richiesta di conferimento il capitale, prezzo da calcolarsi in base alle quotazioni di

mercato, oppure, nel caso la società non abbia i propri titoli scambiati sui mercati regolamentati, sulla base di una stima di un esperto indipendente o sulla base di «mezzi proporzionati», da intendersi verosimilmente, ad esempio, come il c.d. *fair value* (par. 60). In merito all'aumento della remunerazione viene fissato un privilegio sugli utili distribuibili di un decimo, che dovrebbe scattare dopo quattro anni, se lo Stato non ha venduto almeno il 40% della propria partecipazione, nonché, aggiuntivamente, dopo sei anni se la partecipazione non è totalmente dismessa (par. 61)<sup>14</sup>.

Per quanto attiene, invece, alla remunerazione gli strumenti ibridi di capitale, questa deve essere costruita sulla base delle caratteristiche del titolo, quali il rischio, il livello di possibile subordinazione, nonché le modalità di pagamento, oltre alla presenza di meccanismi che incentivino la cessazione del finanziamento e che si aggiungano a un tasso di interesse adeguato (par. 65). In merito a quest'ultimo aspetto il «Quadro temporaneo» introduce dei livelli di remunerazione minima degli strumenti ibridi di capitale, distinguendo a seconda che l'emittente sia una p.m.i. o una grande impresa. Il tasso è fissato nella forma di uno *spread* sul tasso di IBOR a un anno ed è reso crescente a seconda della durata del finanziamento, in modo da incentivare la liquidazione dell'investimento o, quantomeno, la conversione dei titoli in capitale di rischio al fine di una auspicata, successiva uscita del socio pubblico dalla compagine dell'impresa beneficiaria (par. 66).

Benché la Commissione incoraggi la cessazione del sostegno pubblico da parte dell'impresa destinataria, è comunque previsto che lo Stato debba essere remunerato congruamente anche in tale ipotesi. L'investitore pubblico deve, infatti, essere pagato dall'emittente beneficiaria che

---

<sup>14</sup>Per le società beneficiarie non quotate sui mercati regolamentati i termini sono posticipati di un anno, ossia a cinque e sette anni (par. 62).

riacquisti i propri titoli di capitale secondo il prezzo di mercato al momento dell'operazione, o, se più alto, secondo il valore dell'investimento ricapitalizzato alla luce degli interessi previsti annualmente per gli strumenti ibridi di capitale aumentati di due punti percentuali (par. 63). Nel caso della conversione degli strumenti ibridi in capitale il valore di questi deve essere scontato di almeno un ventesimo a favore dell'investitore pubblico rispetto a quello che essi hanno al momento della conversione (par. 67)<sup>15</sup>. Al fine di indurre il riacquisto della partecipazione di capitale a seguito della conversione dello strumento ibrido, deve essere previsto, inoltre, un meccanismo di aumento progressivo della remunerazione; nella medesima direzione si colloca la previsione secondo la quale, se dopo due anni dalla conversione, sussiste ancora un investimento pubblico quest'ultimo deve essere incrementato di almeno un decimo a scapito della impresa beneficiaria (par. 68).

L'investitore pubblico può, poi, sempre decidere di dismettere la partecipazione sul mercato o, se ciò non è possibile, può cederla, previa fissazione del valore da parte di un esperto indipendente, a mezzo di procedure di vendita non discriminatorie, eventualmente anche accordando un diritto di prelazione ai soci della beneficiaria (par. 64). Si tenga presente, poi, che viene considerato comunque cessato il sostegno pubblico anche quando il prezzo della partecipazione è superiore a quello iniziale, di modo che l'investitore pubblico non è tenuto effettivamente a dismettere i titoli; per converso, il mantenimento della partecipazione (al netto dell'eventuale quota già detenuta prima dell'intervento di sostegno) o la sua cessione a prezzi inferiori a quello di mercato o, comunque, al di sotto del valore alternativo dato dalla ricapitalizzazione secondo gli

---

<sup>15</sup> Valore che il «Quadro temporaneo» esprime come TERP, *i.e.* il *Theoretical Ex Right Price*, ossia il prezzo teorico al netto degli eventuali sconti.

interessi maggiorati previsti per gli ibridi di capitale, sono considerati operazioni che non fanno cessare l'aiuto pubblico, con la conseguenza che continuano ad applicarsi per quattro anni ulteriori le norme dettate in tema di *governance*, che verranno illustrate nel paragrafo che segue (par. 64-bis).

## 2.2. [segue]: *la governance delle imprese partecipate.*

Il «Quadro temporaneo» fornisce una serie di principi volti a indirizzare la gestione delle beneficiarie degli aiuti di Stato al fine di contenere il pericolo di una distorsione della concorrenza. Tali principi sono, di fatto, dei limiti alla libertà di impresa delle partecipate, che dovranno trovare concretezza sotto forma di previsioni negli statuti delle stesse, oppure di *covenant* inseriti nei contratti di emissione dei titoli ibridi. A questi si aggiungono, poi, dei principi che il finanziatore pubblico deve rispettare nell'erogazione dell'aiuto, anche in vista della cessazione della partecipazione. Anzitutto, la normativa secondaria approntata dalla Commissione stabilisce il divieto che le imprese destinatarie degli aiuti possano impiegare gli stessi per realizzare delle espansioni commerciali aggressive (ad esempio, è specificatamente previsto che la concessione delle misure non possa essere oggetto di pubblicità per scopi commerciali: par. 73), o per assumere dei rischi eccessivi: per evitare queste situazioni viene fissato il principio secondo cui esiste un rapporto inversamente proporzionale fra la necessità di adozione delle misure di salvaguardia rispetto alla partecipazione assunta dallo Stato, nonché rispetto alla remunerazione riconosciuta (par. 71). In particolare, se l'impresa beneficiaria dispone di un potere notevole di influenzare il mercato di riferimento e la misura di ricapitalizzazione è superiore a 250 milioni di euro, l'investitore pubblico deve necessariamente imporre l'adozione di misure gestionali supplementari per preservare la concorrenza anche

seguendo gli impegni strutturali o comportamentali definiti dalla Comunicazione della Commissione 2008/C 67/01 del 22 ottobre 2008 concernente le misure correttive considerate adeguate dei regolamenti CE nn. 139/2004 e 802/2004 (par. 72). Fra queste, sembra verosimile che la scelta andrà a favore di misure alternative alla cessione di rami di azienda o di singoli beni (si pensi a un marchio o un brevetto), quali, ad esempio, la rescissione di contratti di esclusiva o la concessione all'uso di brevetti e marchi, dato che le prime potrebbero impoverire la beneficiaria o farle perdere del tutto la capacità produttiva già compromessa.

Sempre nell'ottica di mantenere un adeguato livello di concorrenza, si pone la previsione secondo la quale, fintanto che non vengono rimborsati almeno i tre quarti del valore delle misure di ricapitalizzazione, ai beneficiari diversi dalle p.m.i. deve essere impedito di acquisire una partecipazione superiore a un decimo del valore delle imprese concorrenti o operanti nello stesso ramo di attività (par. 74), a meno che l'acquisizione di imprese della stessa filiera non sia necessaria per mantenere la redditività del beneficiario, fatto in ogni caso salvo il controllo dell'operazione di concentrazione ad opera della Commissione (par. 75).

Per impedire che l'aiuto possa tradursi in un vantaggio per i partecipi economici diretti della società, il «Quadro Temporaneo» prevede, poi, dei limiti al pagamento di dividendi o di cedole non obbligatorie, oltre al *buy-back* di azioni, fintanto che le misure di ricapitalizzazione non siano state interamente rimborsate (par. 77)<sup>16</sup>. Analogamente è previsto che, sino a quando almeno i tre quarti degli aiuti non siano stati restituiti, la remunerazione del *management* della beneficiaria non potrà superare

---

<sup>16</sup> Questo divieto non investe, tuttavia, le azioni di nuova emissione che siano sottoscritte da privati per una quota di almeno il 30% del nuovo capitale conferito, oppure le azioni già esistenti possedute da privati che abbiano visto le proprie partecipazioni diluite sino a un decimo del capitale in forza della sottoscrizione di nuove azioni da parte dell'investitore pubblico.

quanto previsto quale quota fissa sino al 31 dicembre 2019, sussistendo un divieto di corresponsione di premi o di altre componenti variabili della remunerazione (par. 78).

La *governance* delle imprese partecipate viene indirizzata anche in merito alla conclusione della partecipazione pubblica, a mezzo dell'introduzione di obblighi di adozione di una strategia per l'uscita dell'investitore pubblico e di relativi doveri informativi. In particolare, le imprese beneficiarie che non abbiano una dimensione medio-piccola e che abbiano ricevuto aiuti superiori al quarto di valore del capitale proprio dovranno dare dimostrazione di essersi dotate di una strategia di conclusione della partecipazione pubblica, a meno che tali interventi non si siano ridotti al di sotto di un quarto del valore del capitale entro un anno dalla concessione dell'aiuto (par. 79). Questa strategia dovrà definire il piano per il proseguimento dell'attività dell'impresa beneficiaria e l'uso dei fondi pubblici, tramite la redazione di un calendario dei pagamenti della remunerazione e della liquidazione dell'investimento, oltre ad indicare le misure che dovranno essere adottate per rispettare tali scadenze (par. 80). La strategia, peraltro, dovrebbe essere approvata dallo Stato membro entro un anno dalla concessione della dell'aiuto (par. 81). Inoltre, le imprese che riceveranno gli aiuti dovranno informare lo Stato in merito ai progressi compiuti nell'attuazione del calendario di rimborso, nonché del rispetto delle altre condizioni poste per la tutela della concorrenza (par. 82). A questo scopo, fintanto che gli aiuti non saranno interamente rimborsati, le beneficiarie dovranno pubblicare le informazioni sull'uso delle somme ricevute entro un anno dalla concessione dell'aiuto e successivamente a pari cadenza (par. 83). A sua volta lo Stato, con la medesima tempestività, dovrebbe informare la Commissione Europea in merito all'attuazione del percorso di rimborso da parte dell'impresa beneficiaria e all'osservanza delle condizioni poste per la tutela della concorrenza (par. 84); qualora

l'aiuto concesso risulti superiore a 250 milioni di euro, l'obbligo di informazione dovrebbe essere esteso anche al rispetto del principio generale di proporzionalità. Infine, qualora l'intervento pubblico non si sia ridotto al di sotto del 15% del valore del capitale della beneficiaria dopo sei anni dalla concessione delle misure di ricapitalizzazione (oppure dopo sette anni qualora la ricevente sia una p.m.i. o una società quotata in borsa) dovrà essere presentato alla Commissione un piano di ristrutturazione in conformità degli Orientamenti per il salvataggio e la ristrutturazione al fine della sua approvazione. Quest'ultima dovrà avvenire anche considerando se l'uscita dello Stato influirà negativamente sugli scambi commerciali in misura contraria all'interesse comune, nonché valutando gli obiettivi comunitari legati alla «trasformazione verde e digitale» (tali obiettivi, compreso quello della «neutralità climatica», devono, peraltro, essere illustrati dalle imprese di maggiori dimensioni al fine della concessione degli aiuti) (par. 85).

### *3. La ricapitalizzazione delle p.m.i. e il «Fondo Patrimonio PMI» ai sensi dell'art. 26 del «Decreto Rilancio».*

Al tema del rafforzamento patrimoniale delle imprese tramite un impegno diretto dell'investitore pubblico il «Decreto Rilancio» dedica molteplici previsioni, distinguendole sulla base delle dimensioni delle imprese destinatarie degli aiuti<sup>17</sup>. La prima di queste è l'art. 26, intitolato

---

<sup>17</sup> Come accennato inizialmente, il «Quadro temporaneo» approntato dalla Commissione è il risultato di una stratificazione di emendamenti apportati al testo inizialmente reso con la prima Comunicazione C(2020)1863 del 19 marzo 2020 a causa dell'andamento della pandemia e dell'aggravarsi delle sue conseguenze negative sull'economia. Occorre tenere conto che la normativa nazionale racchiusa nel c.d. «Decreto Rilancio» non tiene formalmente conto degli ultimi due interventi correttivi operati, che, tuttavia, contengono previsioni da considerarsi cogenti per una valida applicazione della normativa europea in tema di aiuti di Stato. Non si può escludere, quindi, che, nel prossimo futuro, il legislatore italiano voglia intervenire apportando degli adeguamenti, anche di rilievo, alla disciplina

«Rafforzamento patrimoniale delle imprese di medie dimensioni». Tuttavia, come si legge nel comma 1 della norma (a parte quanto previsto per gli interventi del «Fondo Patrimonio PMI», di cui al comma 12, che si tratterà a breve) la previsione è volta a incentivare gli aumenti di capitale<sup>18</sup> a pagamento e interamente versati<sup>19</sup>, effettuati a favore delle società di capitali, comprese le cooperative<sup>20</sup>, che abbiano ottenuto ricavi fra 5 e 50 milioni di euro nel 2019 e che abbiano visto ridotti i loro ricavi del 33% nei mesi di marzo e aprile 2020 rispetto all'anno precedente a causa dell'emergenza sanitaria. Le stesse misure si applicano anche alle compagini appartenenti a un gruppo e la soglia dei ricavi in questo caso andrà calcolata su base consolidata, con esclusione dei movimenti infragruppo. Come è facile cogliere, le soglie dimensionali così poste non coinvolgono necessariamente solo le imprese di media dimensione, come

---

interna: nel prosieguo dell'analisi si cercherà di dare conto degli scostamenti più rilevanti tra i due testi al fine di evidenziare le soluzioni interpretative del «Decreto Rilancio» che siano coerenti con le linee guida comunitarie.

<sup>18</sup> A tal proposito bisogna evidenziare che l'art. 44 del «Decreto Semplificazioni» modifica la disciplina in tema di esercizio del diritto di opzione *ex art. 2441 c.c.* e, soprattutto, abbassa sino al 30 giugno 2021 le soglie necessarie per le s.p.a. (quotate sui mercati regolamentati o sui sistemi multilaterali di negoziazione) e per le s.r.l. per attuare gli aumenti di capitale a mezzo di nuovo conferimenti, anche per delega statutaria agli amministratori. Per una prima analisi v. ASSONIME, *Guida pratica per le imprese alla legislazione di emergenza Covid-19*, cit., pp. 34 s.

<sup>19</sup> Come correttamente rileva A. BARTOLACELLI, *Il diritto commerciale nel tempo della pandemia. Tra neoprotezionismo, zone franche ed emergenza portata a sistema*, in *Il diritto della pandemia*, a cura di E. Calzolaio, M. Meccarelli, S. Pollastrelli, Eum, 2020, p. 186, la norma è indirizzata prevalentemente, ma non esclusivamente a favore di chi è già socio.

<sup>20</sup> Il comma 1 dell'art. 26 indica le s.p.a., le s.a.p.a., le s.r.l. anche in forma semplificata, nonché le società cooperative, oltre alle s.e. e alle s.c.e., purché aventi sede legale in Italia, «...escluse quelle di cui all'articolo 162-*bis* del testo unico delle imposte sui redditi approvato con decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e quelle che esercitano attività assicurative, qualora la società regolarmente costituita e iscritta nel registro delle imprese, soddisfi le seguenti condizioni...». La previsione risulta così indirizzata a sostenere le società che non operano nel settore dei servizi finanziari e assicurativi, né che operano quali mere *holding* di relativi gruppi. Il riferimento alla regolare costituzione e iscrizione presso un registro delle imprese sembrerebbe essere una previsione ridondante, perché anche i tipi societari europei aventi sede in Italia, devono soddisfare questa condizione al pari delle compagini che adottano un modello societario nazionale.



sembrerebbe dal titolo della norma, ma anche le piccole. Da un lato, infatti, queste ultime possono far parte dei gruppi societari dovendosi valutare il fatturato consolidato; dall'altro occorre considerare che, anche quali realtà monadi, la soglia di fatturato in cui rientrano le piccole imprese è inferiore a 10 milioni di euro, secondo la scala fissata dalla Commissione Europea con la raccomandazione 2003/361/CE, e, pertanto, ad esclusione delle microimprese, le realtà con ricavi pari ad almeno 5 milioni di euro potranno avvantaggiarsi degli aiuti<sup>21</sup>.

All'interno di questo perimetro di applicabilità operano, tuttavia, alcune condizioni ulteriori, dettate dal comma 2. Anzitutto, la beneficiaria deve trovarsi in situazione di regolarità contributiva e fiscale (lett. *b*) e non deve aver violato le disposizioni vigenti in materia di normativa edilizia ed urbanistica, del lavoro, della prevenzione degli infortuni e della salvaguardia dell'ambiente (lett. *c*); inoltre non deve aver ricevuto e, successivamente, non deve non aver restituito, o depositato in un conto bloccato, degli aiuti di Stato ritenuti illegali o incompatibili con il mercato unico dalla Commissione Europea (lett. *d*)<sup>22</sup>.

Accanto a queste condizioni, che non trovano pieno riscontro nella normativa europea, la disciplina nazionale richiama la previsione racchiusa nel quadro comunitario secondo cui la norma non è volta al salvataggio di

---

<sup>21</sup> In ogni caso, il successo di tali misure sembra dipendere dall'effettiva disponibilità dei soci ad investire nuovamente nella partecipata in tempi rapidi: esse potrebbero risultare dunque più facilmente percorribili da gruppi di società rispetto alle compagini facenti capo a una ristretta cerchia di soci-persone fisiche direttamente coinvolte nella gestione delle stesse, quali tipicamente le imprese familiari di contenuta dimensione così diffuse nel tessuto economico nazionale.

<sup>22</sup> A ciò si aggiunga che sono esclusi dagli aiuti gli imprenditori i quali abbiano subito misure di prevenzione antimafia definitive e che pertanto, ai sensi dell'art. 67, d.lgs. 6 settembre 2011, n. 159, subiscano i relativi effetti ostativi (lett. *e*), nonché i soci, gli amministratori o il titolare effettivo dell'attività di impresa che abbiano subito una condanna definitiva, negli ultimi 5 anni, per reati commessi in violazione delle norme per la repressione dell'evasione in materia di imposte sui redditi e sul valore aggiunto nei casi in cui sia stata applicata la pena accessoria dell'interdizione dai pubblici uffici di cui all'art. 12, comma 2, d.lgs. 10 marzo 2000, n. 74 (lett. *f*).

imprese che alla data del 31 dicembre 2019 si trovavano già in difficoltà secondo le analoghe definizioni che vengono rese dal Legislatore europeo ai sensi dell'art. 2, punto 18, del Reg. UE n. 651/2014, dell'art. 2, punto 14, del Reg. UE n. 702/2014 e dell'art. 3, punto 5, del Reg. UE n. 1388/2014, provvedimenti che si occupano di dichiarare compatibili con gli artt. 107 e 108 TFUE gli aiuti di Stato indirizzati a particolari settori economici<sup>23</sup>. A questa previsione fanno, però, eccezione le «aziende in concordato preventivo di continuità con omologa già emessa che si trovano in situazione di regolarità contributiva e fiscale all'interno di piani di rientro e rateizzazione già esistenti alla data di entrata in vigore del presente decreto», così come previsto dal comma 2-*bis* aggiunto in sede di conversione<sup>24</sup>.

Ulteriore condizione posta è la previsione, contenuta nel comma 3 dell'art. 26, secondo cui le misure di aiuto adottabili ai sensi della medesima norma debbano essere approvate dalla Commissione Europea per avere piena efficacia, così come disposto dall'art. 108, comma 3, TFUE<sup>25</sup>. La disposizione sembra discostarsi dal dettato del «Quadro temporaneo», dato che quest'ultimo fissa le condizioni affinché gli interventi siano considerati

---

<sup>23</sup> In particolare, rientrano in tale categoria le società che garantiscono ai soci la responsabilità limitata per le obbligazioni sociali che abbiano perso più della metà del capitale sociale sottoscritto, oppure le compagini che attribuiscono ai soci una responsabilità illimitata che abbiano perso più della metà dei propri fondi, o ancora, le imprese che nell'ultimo biennio abbiano un fra rapporto debito e patrimonio netto contabile dell'impresa superiore a 7,5 e un quoziente di copertura degli interessi dell'impresa (EBITDA/interessi) inferiore a 1, o, ancora, le imprese suscettibili o già oggetto di una procedura concorsuale per insolvenza o già beneficiarie di un aiuto per il salvataggio o per la ristrutturazione ancora in corso.

<sup>24</sup> Ne consegue che possono avvalersi delle misure disposte le imprese già impegnate nell'adempimento dell'accordo raggiunto con i creditori e che abbiano soddisfatto le obbligazioni a favore dell'erario e degli istituti di previdenza sociale, ma non necessariamente quelle assunte con i restanti creditori, chirografari o privilegiati, che potrebbero, quindi, chiedere la risoluzione ai sensi dell'art. 137 l. fall.

<sup>25</sup> L'autorizzazione è stata rilasciata dalla Commissione a mezzo della Comunicazione C(2020) 5443 del 31 luglio 2020, State Aid SA.57289 (2020/N) – Italy COVID-19: Capital-strengthening measures for medium-sized companies.

compatibili senza attendere il vaglio della Commissione. Il legislatore italiano, al contrario, sembra dare per scontato che tutte le misure previste dall'art. 26 saranno giudicate come meritorie di un approfondimento da parte della Commissione circa la compatibilità dell'aiuto. In particolare, tale valutazione non sembra condivisibile in merito ai crediti di imposta che, ai sensi dei commi 4 ss. e 8 ss. dell'articolo in commento, il legislatore italiano ha inteso riconoscere, rispettivamente, a chi compia dei conferimenti in denaro in esecuzione di un aumento del capitale di una società, nonché alla stessa beneficiaria dell'aumento per le perdite sofferte<sup>26</sup>. Ciò non tanto perché nel «Quadro temporaneo» simili misure non siano specificatamente previste – essendo disposta unicamente la possibilità di differire le imposte (par. 40) – quanto perché il comma 20 dell'art. 26 del «Decreto Rilancio» prevede espressamente che tali benefici, cumulabili fra loro, non possano oltrepassare la soglia di 800.000 euro prevista per gli aiuti *de minimis*, che implica che, al di sotto di essa, le misure assunte siano considerate sempre irrilevanti<sup>27</sup>.

Al di fuori di questi limiti si pone la sottoscrizione di obbligazioni o titoli di debito da parte del «Fondo Patrimonio PMI». Quest'ultimo, gestito dall'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo di impresa-Invitalia S.p.a. con un patrimonio di 4 miliardi di euro, è chiamato

---

<sup>26</sup> Nel primo caso il credito di imposta è pari a un quinto del capitale conferito e può essere riconosciuto su un aumento massimo pari a 2 milioni di euro (peraltro, l'aumento può essere effettuato anche in stabili organizzazioni in Italia di imprese con sede in altri Stati membri o in Paesi appartenenti allo Spazio Economico Europeo, e rilevano, altresì, gli investimenti effettuati attraverso quote o azioni di organismi di investimento collettivo del risparmio che abbiano sede in Italia o in altri Stati europei o aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo); nel secondo il credito è pari alla metà perdite eccedenti un decimo del patrimonio netto, sino a concorrenza del 30% dell'aumento di capitale. Peraltro, in entrambi i casi il beneficio decade quando la società procede a una distribuzione delle riserve prima del primo gennaio 2024. Alla data del 31 dicembre 2023 è poi posto l'obbligo di mantenere la partecipazione frutto dell'aumento di capitale al fine di godere del beneficio fiscale.

<sup>27</sup> Cfr., similmente, R. FRISCOLANTI, B. PAGAMICI, *Decreto Rilancio, le principali novità per cooperative ed enti del Terzo Settore*, in *Coop. enti non profit*, 2020, VI, p. 14.

effettivamente – come anticipato – a sostenere le imprese di media dimensione, essendo rivolto alla sottoscrizione dei titoli emessi da quelle che hanno un fatturato fra 10 e 50 milioni di euro, che abbiano proceduto a un aumento di capitale effettivo e che abbiano meno di 250 dipendenti ai sensi della lett. g) del comma 2 dell'art. 26. Occorre notare che il termine ultimo per le imprese così individuate per presentare la richiesta è fissato dalla normativa nazionale al 31 dicembre 2020, data che non tiene conto del terzo emendamento intervenuto al «Quadro temporaneo», che posticipa la *deadline* per la conclusione del sostegno pubblico al 30 giugno 2021<sup>28</sup>.

L'ammontare minimo per singola richiesta di investimento da parte del fondo è stabilito in 250.000 euro, alla luce dell'ultimo capoverso del comma 1 dell'art. 26, mentre quello massimo, ai sensi del successivo comma 12, dovrà essere pari a tre volte l'ammontare dell'aumento di capitale effettuato oppure, se minore all'ottavo dei ricavi annui totali<sup>29</sup>. Qualora l'emittente sia beneficiaria di aiuti sotto forma di finanziamenti assistiti da garanzia pubblica o di tassi d'interesse agevolati ai sensi del «Quadro temporaneo», la somma degli importi garantiti, dei prestiti agevolati e dei titoli sottoscritti non potrà superare il maggiore valore tra il quarto dell'ammontare dei ricavi totali annui o il doppio dei costi del personale sostenuti per l'anno 2019, oppure, ancora, il fabbisogno di liquidità della società per i 18 mesi successivi alla concessione della misura di aiuto.

Le caratteristiche dei titoli di debito sottoscrivibili risentono delle previsioni contenute nel «Quadro temporaneo» in tema di aiuti sotto forma di tassi di interesse agevolati per i prestiti (par. 26 ss.), anche veicolati tramite enti finanziari (par. 28 ss.): ai sensi del comma 13 dell'art. 26 i titoli

---

<sup>28</sup> Cfr. V. TROIANO, *Misure di sostegno alle imprese nel Decreto Rilancio*, in *NLCC*, 2020, V (supplemento), p. 72.

<sup>29</sup> Peraltro, ai sensi dell'art. 26, comma 12, ultimo capoverso, l'emissione di obbligazioni può avvenire anche oltre i limiti previsti per le s.p.a. «chiuse» dall'art. 2412 c.c.

devono, infatti, essere rimborsati decorsi 6 anni dalla sottoscrizione e sono considerati subordinati ai creditori chirografari (ma non ai finanziamenti soci *ex art. 2467 c.c.*)<sup>30</sup> qualora l'emittente sia sottoposta a fallimento o ad altra procedura concorsuale ai sensi del comma 14; l'emittente ha, inoltre, un diritto di rimborso anticipato che matura dopo 3 anni dalla sottoscrizione<sup>31</sup>. Fermo restando che gli interessi maturano annualmente e che debbono essere corrisposti in un'unica soluzione alla data di rimborso, viene poi fatta salva, dal comma 15, la possibilità di una riduzione di quest'ultimo obbligo al conseguimento di determinati obiettivi da parte

---

<sup>30</sup> Quest'ultima previsione (la cui efficacia sembra debba essere estesa anche all'art. 2497-*quinquies* c.c.) va legata a quella contenuta nel precedente art. 8, d.l. 8 aprile 2020, n. 23, conv. in l. con mod. da l. 5 giugno 2020, n. 40, che ha provveduto a sospendere la subordinazione dei finanziamenti concessi dai soci nel corso dell'emergenza sanitaria (per una analisi sia consentito rinviare a M. PALMIERI, *I finanziamenti dei soci alla luce del Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2020, V, pt. I, pp. 1024 s.) con il risultato paradossale che i crediti del Fondo rischiano di risultare postergati rispetto a questi ultimi. Sul punto, ancorché non nei termini critici appena esposti, cfr. anche A. GALLARATI, *Il diritto del «Rilancio». Debito, equity e beni comuni*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 445.

<sup>31</sup> A ciò si aggiunga che l'emittente è sottoposta a dei *covenant*, quali l'impegno a non deliberare o effettuare, dalla data dell'istanza di sottoscrizione rivolta al gestore Invitalia S.p.a. e fino all'integrale rimborso, distribuzioni di riserve e acquisti di azioni proprie o quote e di non procedere al rimborso di finanziamenti dei soci; destinare il finanziamento a sostenere costi di personale, investimenti o capitale circolante impiegati in stabilimenti produttivi e attività imprenditoriali che siano localizzati in Italia; fornire a Invitalia S.p.a. un rendiconto periodico, con i contenuti, la cadenza e le modalità indicati dallo stesso gestore, al fine di consentire la verifica degli impegni assunti. Tali obblighi sono meglio definiti dal decreto assunto dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, di concerto con il Ministro dello Sviluppo Economico, dell'11 agosto 2020 e dal relativo Allegato 1, contenente il modello di prospetto, a cui il comma 16 dell'art. 26 «Decreto Rilancio» demanda il compito di stabilire le caratteristiche, le condizioni e le modalità del finanziamento e degli strumenti finanziari, nonché dalla successiva Circolare n. 1, emessa dallo stesso Fondo Patrimonio PMI, dove si specifica che la violazione dei *covenant* comporta l'obbligo di rimborso anticipato del prestito. Tale dovere suscita dei dubbi considerando il ruolo di creditore subordinato che il Fondo assume nel caso l'emittente sia sottoposta a fallimento o ad altra procedura concorsuale: imporre un obbligo di rimborso delle somme prestate, quale conseguenza della violazione delle condizioni, non solo potrebbe condurre l'emittente all'insolvenza, ma potrebbe anche comportare un danno per il Fondo che si potrebbe ritrovare ad essere subordinato, quale effetto del proprio diritto ad essere rimborsato. Alla luce di tali obblighi, in particolare in merito a quelli inerenti alla destinazione delle somme, R. CARATOZZOLO, *Uno sguardo al Decreto Rilancio: tra principi di finanziarizzazione e obiettivi di innovazione delle attività economiche*, cit., p. 394, inquadra tali titoli quali «finanziamento di scopo».

dell'emittente. Questa possibilità viene specificata dal decreto e relativo modello di prospetto emanati l'11 agosto 2020 dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, di concerto con quello dello Sviluppo Economico, sulla base della delega concessa dall'art. 26, comma 16, del «Decreto Rilancio». Dal modello di prospetto, si apprende, infatti, che vengono fissate tre possibili condizioni, basate sul mantenimento della base occupazionale, sull'effettuazione di investimenti volti alla tutela ambientale e il miglioramento delle tecnologie industriali<sup>32</sup>, il cui soddisfacimento comporta una riduzione del valore di rimborso nella misura del 5% per ciascun obiettivo realizzato. Tale previsione rende, di fatto, i titoli così emessi degli strumenti ibridi, in quanto si riduce parzialmente l'obbligo di restituzione del capitale che caratterizza i titoli di debito. Tuttavia, una analoga previsione non compare all'interno della disciplina del «Quadro temporaneo», dato che la descrizione degli strumenti ibridi di capitale pone l'accento, come visto, sull'esistenza di caratteristiche proprie dei titoli di capitale. Tale disposizione sembra collocarsi, quindi, al di fuori della disciplina comunitaria e non sembra un caso che la Circolare esplicativa, emanata dallo stesso Fondo Patrimonio PMI il 16 settembre 2020, abbia cura di specificare che la riduzione del valore di rimborso degli strumenti finanziari non potrà comunque essere superiore alla soglia complessiva degli aiuti *de minimis*<sup>33</sup>, così corroborando l'idea che quanto disposto dal

---

<sup>32</sup> Più in dettaglio, tali obiettivi, fissati dal modello di prospetto allegato al decreto interministeriale sono: il mantenimento della base occupazionale in forza al 31 dicembre 2019, presso stabilimenti produttivi che siano localizzati in Italia, fino all'integrale rimborso del finanziamento; la realizzazione di investimenti per la tutela ambientale, finalizzati a ridurre i consumi energetici e le emissioni di gas serra o alla riqualificazione energetica degli edifici; la realizzazione di investimenti in tecnologie abilitanti dell'industria 4.0, presso stabilimenti produttivi che siano localizzati in Italia. Negli ultimi due casi gli investimenti non devono avere un importo inferiore al 30% dell'ammontare degli strumenti sottoscritti, effettuati entro la data di rimborso del titolo stesso.

<sup>33</sup> Addirittura citando le più basse soglie previste dall'art. 3 del Reg. UE 1407/2013 e, qualora rilevanti, quelle dettate similmente dagli artt. 3 dei Reg. UE 1408/2013 e Reg. UE 717/2014.

Legislatore nazionale non sia allineato a quanto previsto dalla Commissione<sup>34</sup>.

#### 4. Il «Patrimonio Rilancio» ai sensi dell'art. 27 del «Decreto Rilancio».

Oltre al sostegno offerto alle p.m.i., il «Decreto Rilancio» si occupa di intervenire anche a favore delle s.p.a. e delle cooperative aventi sede legale in Italia, eventualmente con azioni quotate sui mercati regolamentati, che abbiano un fatturato superiore a 50 milioni di euro e che non operino nel settore bancario, finanziario o assicurativo, così come previsto dal comma 4 dell'art. 27 del «Decreto Rilancio». Tale intervento dovrà avvenire tramite un patrimonio destinato, denominato «Patrimonio Rilancio», che sarà costituito da Cassa Depositi e Prestiti-C.D.P. S.p.a. ai sensi del comma 1. In particolare, il patrimonio sarà costituito sulla base di una delibera assunta dalla assemblea di C.D.P. S.p.a. su proposta del consiglio di amministrazione della stessa Cassa, delibera che dovrà essere iscritta presso il Registro delle Imprese ai sensi dell'art. 2436 c.c., così come richiamato dal comma 3 dell'art. 27 del «Decreto Rilancio». Il patrimonio destinato<sup>35</sup> – divisibile in più comparti che garantiranno ciascuno una perfetta autonomia patrimoniale – sarà inizialmente finanziato da apporti del M.E.F. e non dovrà rispettare il limite del decimo del patrimonio della Cassa *ex art.*

---

<sup>34</sup> Da ultimo va segnalato che gli aiuti previsti dall'art. 26 del «Decreto Rilancio» dovranno essere adottati entro il 31 dicembre 2020: questo termine appare estremamente breve rispetto ai vari passaggi necessari per compiere gli aumenti di capitale nonché, eventualmente, per chiedere la sottoscrizione degli strumenti finanziari da parte del fondo patrimonio PMI. Anche se la disciplina secondaria approntata ha introdotto dei passaggi estremamente rapidi per la presentazione delle richieste e la loro analisi da parte del gestore Invitalia S.p.a., si deve ritenere, tuttavia, che uno sfruttamento della piena capienza del fondo potrebbe richiedere tempi necessariamente più ampi: una parziale soluzione potrebbe essere quella di estendere l'efficacia del fondo oltre a tale data per la sottoscrizione di titoli che, sommati con gli altri aiuti concessi all'impresa, non superino la soglia degli 800.000 euro previsti per gli aiuti *de minimis*.

<sup>35</sup> Per un possibile parallelo con il *trust* v. A. GALLARATI, *Il diritto del «Rilancio». Debito, equity e beni comuni*, cit., pp. 448 s.

2447-*bis*, comma 2, c.c. Ai sensi del combinato dei commi 2 e 17 il «Patrimonio Rilancio» sarà inizialmente formato con l'apporto di titoli di Stato per un valore massimo di 44 miliardi di euro<sup>36</sup>, versamento frazionabile che potrà essere eseguito anche nel corso nei prossimi anni; successivamente gli apporti potranno anche avere differente natura. Il valore dei beni e dei rapporti giuridici diversi dai titoli di Stato sarà determinato in base a una relazione giurata di stima prodotta da uno o più soggetti di adeguata esperienza e qualificazione professionale. A fronte degli apporti effettuati il Ministero otterrà degli strumenti finanziari partecipativi la cui «remunerazione»<sup>37</sup> sarà correlata all'andamento economico del patrimonio.

Ai sensi del combinato del comma 7 il patrimonio destinato potrà essere finanziato anche a mezzo dell'emissione di obbligazioni o di altri titoli di debito<sup>38</sup>, senza che si debba rispettare la disciplina dei limiti di emissione prevista dall'art. 2412 c.c. Oltre a questa norma è previsto che non si applichino neppure quelle contenute negli artt. da 2410 a 2415 c.c., essendo sostituite dalla previsione che per ciascuna emissione possa essere nominato (si noti l'assenza di obbligo) un rappresentante comune dei portatori dei titoli, il quale avrà il compito di curarne gli interessi e di esercitare i poteri stabiliti in sede di nomina, nonché di approvare le modificazioni delle condizioni contrattuali. Benché sia specificatamente previsto dal comma 7 che risponde unicamente il «Patrimonio Rilancio»

---

<sup>36</sup> Titoli che verranno, quindi, verosimilmente ceduti sul mercato per ottenere la liquidità necessaria agli interventi.

<sup>37</sup> Il termine adottato dal legislatore sembrerebbe implicare che la partecipazione al rischio degli strumenti sia limitata al pagamento degli interessi e non metta in discussione l'entità del rimborso delle somme versate.

<sup>38</sup> La previsione specifica di titoli di debito potrebbe includere la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2447-*ter*, comma 1, lett. e), c.c., stante l'idea che lo strumento, pur collegato all'andamento economico del patrimonio al pari delle obbligazioni *ex* art. 2411, comma 2, c.c. potrebbe avere un rischio limitato al pagamento degli interessi e non alla restituzione del capitale prestato.



delle obbligazioni derivanti dalle operazioni di finanziamento, il successivo comma 8 aggiunge che su tali debiti è comunque concessa la «garanzia di ultima istanza dello Stato» e che questa può essere estesa con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze che ne determina i criteri, le condizioni e le modalità, anche a favore dei possessori delle obbligazioni e dei titoli di debito emessi dal patrimonio nel limite massimo di 20 miliardi di euro. Quest'ultima disposizione sembra così ridurre grandemente lo svantaggio che gli investitori potrebbero ricevere dall'assenza di un rappresentante comune, che peraltro non sarebbe da loro nominato, non essendo neppure concesso il diritto a radunarsi in apposita assemblea.

L'emissione di obbligazioni e di titoli di debito così disciplinata non configura l'unica raccolta di risparmio fra il pubblico ammessa per il finanziamento del «Patrimonio Rilancio»: ai sensi del combinato dei commi 18, 18-ter e 18-quater, i contribuenti, su base volontaria, possono, infatti, versare sul conto corrente di tesoreria centrale fruttifero su cui confluiscono le disponibilità liquide del patrimonio destinato i propri risparmi al fine di sostenere la «crescita dell'economia reale, rafforzando la capitalizzazione popolare delle imprese»; peraltro, viene specificato dalla medesima norma che le disponibilità così raccolte devono essere gestite da C.D.P. «assicurando il massimo coinvolgimento anche delle società di gestione del risparmio italiane per evitare ogni possibile effetto di spiazzamento [*sic!*] del settore del *private capital*» e tale raccolta sembra possa avvenire anche a mezzo del rilascio di cambiali finanziarie *ex art. 1, comma 2-bis, l. 13 gennaio 1994, n. 43.*

Conclusa la fase costitutiva il consiglio di amministrazione di C.D.P. S.p.a. sarà l'organo competente per la determinazione e l'attuazione di tutte le operazioni successive riguardanti il «Patrimonio Rilancio», comprese le sue modifiche, la costituzione di comparti e la relativa allocazione di beni e rapporti giuridici, oltre agli eventuali apporti ulteriori da parte del M.E.F. o

di altri soggetti pubblici. Il patrimonio così formato dovrà essere impiegato per il sostegno e per il rilancio del sistema economico produttivo nazionale, secondo le priorità definite in apposito capitolo del piano nazionale di riforma di cui all'art. 10, comma 5, l. 31 dicembre 2009, n. 196, in relazione ai settori, alle filiere e agli obiettivi di politica industriale. Ferma restando la responsabilità professionale degli esponenti di C.D.P. S.p.a. per l'amministrazione del patrimonio destinato, come fissata dal comma 12<sup>39</sup>, i fini della gestione dovranno trovare inquadramento specifico nel decreto che il Ministro dell'Economia e delle Finanze sarà chiamato ad adottare, sentito il Ministro dello Sviluppo Economico e acquisiti i pareri delle competenti commissioni parlamentari, in merito ai requisiti di accesso, alle condizioni, ai criteri e alle modalità degli interventi del patrimonio. Tale decreto dovrà poi essere integrato, ai sensi del comma 6, dal regolamento del patrimonio destinato che C.D.P. S.p.a. sarà chiamata ad adottare in merito, fra l'altro, alle procedure e alle attività istruttorie, nonché alle operazioni funzionali al reperimento della provvista, fermo restando il principio, che la remunerazione della Cassa dovrà limitarsi alla copertura dei costi sostenuti. Ne discende, quindi, che quanto il «Patrimonio Rilancio» otterrà quale rendimento dalle imprese finanziate dovrà essere riversato agli investitori, al netto dei costi di gestione addebitati eventualmente anche

---

<sup>39</sup>La medesima norma dispone, inoltre, che «Le operazioni di impiego effettuate nonché le garanzie concesse e gli atti e i pagamenti effettuati in esecuzione di tali operazioni o mediante impiego delle risorse finanziarie provenienti da tali operazioni, a valere sul Patrimonio Destinato, purché realizzati in conformità al relativo Regolamento, non sono soggetti all'azione revocatoria di cui all'articolo 67 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, e di cui all'articolo 166 del decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14». L'esclusione dell'azione revocatoria che sembrerebbe così investire non solo gli atti posti in essere dal patrimonio destinato, ma anche quelli compiuti a favore dell'ultimo dalle imprese sostenute, benché possa dare certezza alle operazioni poste in essere e meglio garantire gli impieghi, rischia tuttavia di rendere meno prudente la gestione del patrimonio destinato e potrebbe rappresentare anche un disincentivo per gli investitori privati, che vedrebbero privilegiati i pagamenti ottenuti dal patrimonio in caso di insolvenza della impresa sovvenzionata.

dalle s.g.r. coinvolte; una correlazione dei rendimenti avverrà in forma diretta, in particolare, per i già citati strumenti finanziari partecipativi assegnati al M.E.F. in base agli apporti inizialmente eseguiti, la cui «remunerazione» è – per l'appunto – agganciata all'andamento del patrimonio destinato.

Il comma 14 dell'art. 27 fissa una durata del patrimonio destinato pari a 12 anni, che può essere estesa o ridotta con una mera delibera del c.d.a. di C.D.P. S.p.a., su richiesta del Ministro dell'Economia e delle Finanze. L'orizzonte temporale così stabilito sembra dunque essere destinato a travalicare il termine per la ricapitalizzazione pubblica delle imprese fissato al 31 settembre 2021 dal «Quadro Temporaneo». La sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili, la partecipazione ad aumenti di capitale e l'acquisto di azioni quotate sul mercato secondario in caso di operazioni strategiche<sup>40</sup>, ossia gli interventi che in via preferenziale dovranno essere attivati ai sensi del comma 6 dell'art. 27 del «Decreto Rilancio», potranno, quindi, assumere uno scopo di lungo periodo, che non necessariamente dovrà concretizzarsi in «interventi relativi a operazioni di ristrutturazione di società che, nonostante temporanei squilibri patrimoniali o finanziari, siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività», come indicato dal medesimo comma. Non a caso quest'ultimo richiama espressamente il fatto che, quando necessario, le operazioni di investimento dovranno essere preventivamente approvate dalla Commissione Europea ai sensi dell'art. 108 TFUE e che nell'individuazione degli impieghi debba essere considerata «l'incidenza dell'impresa con riferimento allo sviluppo tecnologico, alle infrastrutture critiche e strategiche, alle filiere produttive

---

<sup>40</sup> Si noti che, mentre le prime due forme di intervento sono effettivamente destinate a rafforzare il patrimonio della società beneficiaria, l'ultima appare meno certa, perché la compravendita di azioni non significa necessariamente sostenere l'emittente, se non, indirettamente, sostenendo i prezzi di scambio e quindi il valore di capitalizzazione di mercato.

strategiche, alla sostenibilità ambientale e alle altre finalità di cui al comma 86 dell'articolo 1 della legge 27 dicembre 2019, n. 160, alla rete logistica e dei rifornimenti, ai livelli occupazionali e del mercato del lavoro», ossia obbiettivi conseguibili in un periodo non breve che, data l'entità delle somme messe a disposizione per gli impieghi, potranno avere, se conseguiti, un impatto significativo non solo sull'economia nazionale, ma anche su quella continentale<sup>41</sup>.

Un ulteriore elemento a sostegno della lettura proposta sembra potersi rinvenire nel comma 9 dell'art. 27 del «Decreto Rilancio», ove si dispone che le operazioni effettuate da C.D.P. S.p.a. per il tramite del patrimonio «non attivano eventuali clausole contrattuali e/o statutarie di cambio di controllo o previsioni equipollenti che dovessero altrimenti operare»<sup>42</sup>. La norma sembra così facilitare interventi da parte del «Patrimonio Rilancio» destinati a incidere stabilmente sulla *governance* delle imprese destinatarie degli impieghi. Tuttavia, una conferma definitiva dell'intento di un rinnovato impegno pubblico nell'economia si ottiene dall'esame della bozza del regolamento ministeriale attuativo che il M.E.F. ha redatto nel settembre 2020 e che, al momento in cui si scrive, è al vaglio delle competenti commissioni presso la Camera dei Deputati. Il documento distingue, infatti,

---

<sup>41</sup> Cfr. in senso analogo A. PEZZOLI, *La politica della concorrenza ai tempi del virus e la rilegittimazione dell'intervento pubblico*, in *Merc. conc. reg.*, 2020, I, pp. 152 ss.; R. CARATOZZOLO, *Uno sguardo al Decreto Rilancio: tra principi di finanziarizzazione e obiettivi di innovazione delle attività economiche*, cit., p. 386; M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Next Generation Eu: l'impresa pubblica come strumento giuridico per un intervento pubblico strategico*, in *Sistema produttivo e finanziario post COVID-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, a cura di U. Malvagna e A. Sciarrone Alibrandi, Pacini, 2020, p. 417.

<sup>42</sup> Benché la norma privi di efficacia i limiti statutarî alla circolazione delle azioni *ex art.* 2355-bis c.c., oppure quelli riguardanti le quote di una s.r.l. *ex art.* 2469, comma 2, c.c., o le partecipazioni in una società cooperativa *ex art.* 2530, comma 6, c.c., o, ancora, i c.d. sindacati di blocco *ex art.* 2341-bis, comma 1, lett. b), c.c. e art. 122, comma 5, lett. b), c) e d-bis), t.u.f., non sembra, però, che la stessa disattivi la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria *ex artt.* 105 ss. t.u.f.: da ciò potrebbe discendere, quindi, un limite operativo notevole agli investimenti del patrimonio destinato a mezzo dei quali risulti, quale conseguenza, un cambio di controllo delle società quotate, in quanto l'investimento dovrebbe scontare.

una sezione dedicata all'«Operatività nell'ambito del quadro normativo temporaneo dell'Unione europea sugli aiuti di Stato» (artt. da 5 a 14), che si allinea al contenuto della Comunicazione della Commissione Europea, da un'ulteriore sezione (artt. da 15 a 24), intitolata «Operatività a condizioni di mercato», che, invece, sviluppa una disciplina basata sulle norme specifiche dell'art. 27 finora analizzate<sup>43</sup>.

##### 5. Alcune (provvisorie) valutazioni conclusive.

In attesa che venga definitivamente a comporsi il quadro normativo nazionale con l'adozione della disciplina secondaria a cui il «Decreto Rilancio» fa rinvio, sembrano comunque potersi svolgere alcune prime considerazioni in merito alla risposta fornita dal legislatore italiano alla necessità di sostenere le imprese a fronte degli effetti negativi indotti dalla crisi sanitaria. Considerando la natura emergenziale del provvedimento, non pare potersi criticare il fatto che la normativa nazionale non risulti del tutto allineata al «Quadro temporaneo» tracciato, e più volte aggiornato, dalla Commissione Europea<sup>44</sup>, né pare corretto stigmatizzare particolarmente la tecnica redazionale, ancorché la stessa appaia a tratti

---

<sup>43</sup> Cfr. M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Next Generation Eu: l'impresa pubblica come strumento giuridico per un intervento pubblico strategico*, cit., p. 415, che rilevano come «va gradualmente componendosi, l'affermazione di una certa strumentalità dell'intrapresa pubblica alla programmazione economica, sancita, nel caso della Cdp, in modo chiaro dalla legge, che ne ancora gli interventi, per mezzo del Patrimonio destinato, al Piano nazionale delle riforme (Pnr), stabilendone una esplicita direzionalità». Analogamente F. ANNUNZIATA, A. SACCO GINEVRI, C. SAN MAURO, *I golden powers fra Stato e mercato*, cit., p. 435, che parlano di «modello di "Stato investitore", che sia presente su richiesta del privato per supportare, con modalità da delineare, una crescita economica sostenibile nel lungo periodo, senza falsare la concorrenza, ma contribuendo al benessere delle singole imprese e dei relativi stakeholders».

<sup>44</sup> Anche se, comunque, un allineamento potrebbe permettere di cogliere appieno le opportunità offerte dal legislatore comunitario: si pensi al differimento della data prevista per il finanziamento delle imprese in crisi, che non è stata recepita e che, allo stato, condanna strumenti quali il «Fondo Patrimonio PMI» ad essere attuati entro il 31 dicembre 2020.

confusa e caratterizzata da un uso improprio dei termini giuridici (emblematico appare il concetto di «spiazzamento», neologismo utilizzato nell'art. 27 per indicare la prevalenza dell'operatività del patrimonio destinato gestito da C.D.P. S.p.a. nel mercato mobiliare a scapito delle s.g.r. concorrenti). Ciò che, invece, sembra necessario sottolineare negativamente è che il «Decreto Rilancio» sconta delle ampie deleghe alla regolamentazione ministeriale, scelta che, pur allineandosi a una invalsa prassi legislativa nazionale, si rende poco compatibile con la natura emergenziale del provvedimento, in quanto rallenta l'effettiva implementazione di quest'ultimo, anche in considerazione dei ristretti termini concessi dalla Commissione per avvalersi delle deroghe temporanee per l'attuazione degli aiuti di Stato<sup>45</sup>. Il ricorso alla delega ministeriale appare, quindi, maggiormente compatibile con un impegno pubblico a favore delle imprese di più lungo periodo, che, come visto, è un chiaro obiettivo delle norme esaminate<sup>46</sup>.

A quest'ultimo proposito sembra necessario distinguere le misure destinate unicamente a sostenere finanziariamente le imprese, che in buona parte riprendono quanto disposto dal «Quadro temporaneo», da quelle che se ne distaccano, in cui l'impegno pubblico – dato l'obiettivo di superare alcune delle principali criticità dell'economia italiana – perde il carattere emergenziale e la natura di *extrema ratio* e sembra potenzialmente destinato a incidere anche sulla *governance* delle finanziate. Al primo insieme

---

<sup>45</sup> Cfr. la simile analisi critica e i suggerimenti per una semplificazione e più facile attuazione relativa all'impiego dei fondi strutturali svolti da G. CENTURELLI, *Fondi strutturali europei e misure di contrasto al Covid-19: le azioni per reindirizzare ed accelerare gli investimenti, stato dell'arte e sviluppi futuri*, in *Riv. giur. mezz.*, 2020, II, p. 404 ss. Un fine protezionistico delle previsioni è sottolineato da A. BARTOLACELLI, *Il diritto commerciale nel tempo della pandemia. Tra neoprotezionismo, zone franche ed emergenza portata a sistema*, cit., p. 182.

<sup>46</sup> Analoghe note critiche in termini di ritardata implementazione delle garanzie SACE sono riportate da G. LUCHENA, *La natura euro-statale degli interventi per uscire dalla crisi*, in *Sistema produttivo e finanziario post COVID-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, cit., p. 384.

appartengono gli aiuti indirizzati alle imprese di minore dimensione. In particolare, come visto, l'art. 26 del «Decreto Rilancio» appronta degli strumenti a favore della patrimonializzazione, che non sono destinati a incidere sulla sfera amministrativa della beneficiaria, se non, indirettamente, nel solo caso della sottoscrizione da parte del «Fondo Patrimonio PMI» di titoli di debito e di obbligazioni che, ai sensi del comma 15, prevedano una riduzione premiale dell'obbligo di restituzione del capitale a fronte del soddisfacimento delle obbligazioni di interesse generale. Sono, invece, caratterizzate da una eventuale ingerenza sulla sfera amministrativa delle beneficiarie le misure previste dall'art. 27 del «Decreto Rilancio». Gli interventi del patrimonio destinato gestito da C.D.P. S.p.a. dovranno, infatti, attuarsi preferibilmente a mezzo della sottoscrizione di obbligazioni convertibili in azioni, di azioni emesse nel corso di aumenti di capitale, o, ancora, tramite l'acquisto di azioni sul mercato secondario, ossia tramite degli strumenti che potrebbero permettere al socio pubblico di incidere sulla vita sociale grazie all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea della *target*. Appare piuttosto evidente che affinché ciò avvenga, occorre che la partecipazione acquisita dal «Patrimonio Rilancio» assuma una dimensione tale da garantire l'esercizio di un potere di indirizzo<sup>47</sup>. A parte considerare che simili investimenti potrebbero scontrarsi con la tradizionale ritrosia del capitalismo familiare italiano ad aprirsi a soggetti esterni alla propria cerchia, va notato, dal punto di vista del patrimonio destinato, che essi potrebbero comportare un notevole impegno finanziario per il «Patrimonio Rilancio», che nel caso di un investimento in azioni (anche a seguito della conversione delle obbligazioni) non garantirebbero neppure un termine predeterminato per

---

<sup>47</sup> Si noti, peraltro, che nel caso di un investimento in una società cooperativa ciò si renderebbe sostanzialmente impossibile, dato il caratteristico voto capitario.

*l'exit*, dato che la conclusione dell'intervento dovrebbe avvenire a mezzo della cessione dei titoli agli altri soci o ai terzi a fronte di un giusto prezzo.

L'impressione è, dunque, che, se l'intento del legislatore nazionale è quello di sostenere le imprese colpite dalla crisi e, al contempo, sanare alcune delle criticità storiche dell'economia italiana – attuando così una sorta di *New Deal* – sia necessario ricorrere a strumenti diversi da quelli presi in considerazione sulla scia degli indirizzi resi dal «Quadro temporaneo»<sup>48</sup>. Per assicurare il soddisfacimento delle differenti esigenze che l'investimento sia a tempo, condizionato al realizzarsi di precisi obiettivi e tale da garantire un controllo sulla finanziata nel caso questi ultimi non vengano rispettati, potrebbe essere opportuno il ricorso agli strumenti finanziari partecipativi previsti per le s.p.a. ex art. 2346, comma 6, c.c., adottabili anche dalle cooperative ai sensi dell'art. 2526 c.c. La possibilità di attribuire ai loro possessori dei diritti amministrativi, compreso un diritto di *veto* relativamente a determinate operazioni, nonché di nominare un sindaco, un consigliere di sorveglianza oppure un amministratore indipendente ai sensi dell'art. 2351, comma 5, c.c., potrebbe, infatti, costituire una leva efficace per indirizzare l'amministrazione della finanziata nella direzione auspicata; allo stesso modo, la possibilità di condizionare il rendimento e l'obbligo di restituzione del capitale al raggiungimento di determinati obiettivi, nonché quella di convertire gli stessi strumenti in azioni, in modo da assicurare un cambio di controllo nei

---

<sup>48</sup> Si deve dare atto che la bozza del regolamento ministeriale attuativo che il M.E.F. ha redatto nel settembre 2020, attualmente al vaglio delle competenti commissioni presso la Camera dei Deputati, distingue gli interventi emergenziali attuati all'interno del «Quadro temporaneo», da quelli operati a condizioni di mercato: in entrambi i casi gli strumenti individuati per l'intervento sono rappresentati dalle azioni e dalle obbligazioni (anche subordinate) convertibili in azioni. Nel caso dell'operatività di mercato è prevista la possibilità che per contratto sia attribuita la possibilità al patrimonio destinato della nomina di componenti degli organi di amministrazione e controllo. Sul punto cfr. V. TROIANO, *Misure di sostegno alle imprese nel Decreto Rilancio*, cit., p. 69, che evidenzia anche come l'art. 27, a differenza dell'art. 26, non detti una dimensione degli interventi.



casi in cui l'emittente non rispetti le condizioni poste, potrebbero rafforzare il potere di indirizzo del patrimonio destinato sulle finanziate<sup>49</sup>.

Per facilitare il raggiungimento degli obiettivi di risanamento e crescita delle aziende in cui il «Patrimonio Rilancio» investirà, si rileva, da ultimo, come C.D.P. S.p.a., nella sua opera di gestione del patrimonio, oltre ad evitare di comprimere, quando non necessario, l'iniziativa imprenditoriale privata, debba sfuggire alla tentazione di farsi unica interprete degli obiettivi strategici che il legislatore le affida, ma, al contrario, debba farsi carico di attuare un efficace coinvolgimento dei principali *stakeholder* coinvolti. Si rischia, infatti, che interventi dirigisti, che non tengano adeguatamente conto delle istanze provenienti dai vari attori coinvolti, non solo non realizzino gli obiettivi di sviluppo lungo termine che l'intervento pubblico si prefigge, ma neppure quello più immediato di salvaguardia del tessuto economico esistente<sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> Analoghe considerazioni sono spese da P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *Lo stato non è un destino, ma ci si può convivere*, in *Corriere della sera*, supplemento *L'economia*, 15 giugno 2020, p. 19.

<sup>50</sup> Ad esempio, la ristrutturazione delle imprese e l'obiettivo più ampio di tutela dei livelli occupazionali, potrebbero trovare una facilitazione decisiva nell'attribuzione, a mezzo patto parasociale, di uno o più seggi all'interno degli organi delle compagnie finanziate ai rappresentanti dei lavoratori coinvolti; allo stesso modo lo sviluppo delle filiere produttive strategiche o lo sviluppo delle infrastrutture critiche e strategiche e delle reti logistiche e dei rifornimenti, potrebbero giovare dall'instaurazione di un rapporto stabile con i rappresentanti, rispettivamente, delle imprese che fanno parte della stessa rete o degli utenti. Cfr., similmente, A. GALLARATI, *Il diritto del «Rilancio». Debito, equity e beni comuni*, cit., p. 452, che suggerisce anche l'adozione del modello della società *benefit ex art. 1*, commi 376 ss., l. 28 dicembre 2015, n. 208, ipotesi che, però, potrebbe essere letta come eccessivamente invasiva della libertà di impresa che dovrebbe comunque essere garantita ai soci, imponendo anche una radicale prospettiva di *governance* della partecipata. Per una analisi della natura e sulla portata di «scopo-oggetto» delle società *benefit*, ulteriore al fine egoistico comunque perseguito dalle stesse, oltre che delle relative implicazioni sulla sfera gestoria, sia permesso rinviare a M. PALMIERI, *L'interesse sociale: dallo shareholder value alle società benefit*, in *BIS*, 2017, II, pp. 212 ss.