

L'ECLISSI DEL CAPITALE SOCIALE AI TEMPI DEL COVID-19*

di Dario Latella

ABSTRACT

Cosa è rimasto del valore legale del capitale sociale? E' una domanda che sovente gli studiosi di area giuridica hanno dovuto fronteggiare per sostenere l'utilità di una disciplina che, agli occhi di molti, si rivela anacronistica, inefficiente o, comunque, non idonea a realizzare la funzione cui il capitale delle società europee sembra essere destinato. Peraltro, in epoca di crisi finanziaria, strutturale o "pandemica" che sia, la nozione di capitale legale è precipitata ulteriormente verso una sorta di puro nominalismo.

Il dialogo sul tema oscilla tra la comprensione di sistemi ordinamentali differenti (essenzialmente, USA e Europa) e l'analisi di efficienza delle norme sul test di "solvency" delle imprese, che anche in Italia hanno avuto recente ingresso.

L'ipotesi di studio, che ci si propone di approfondire, è legata alla possibilità di immaginare una sorta di conversione dell'obbligo di capitalizzazione in rischio della perdita del netto patrimoniale e, per questa via, trasferire il problema della patrimonializzazione minima (o adeguata) sul mercato assicurativo.

What about the legal capital? Such question is faced by the lawyers in order to support the function of rules that seem to be anachronistic, inefficient or, in any case, not suitable for carrying out the goals of EU laws on company's capital. Moreover, the financial crisis (pandemic or structural) has made the legal capital an empty concept.

The topic is discussed both from a legal and economic perspective, due to the differences between the main legal systems (essentially, US and Europe) and the evidence given by the Law and Economics analysis of the efficiency of the s.c. "solvency" test.

This article argues with the possibility of imagining a sort of conversion of the legal capital into the risk of the loss of net assets and of transferring the matter of poor capitalization of companies on the insurance market.

SOMMARIO: 1. Discipline emergenziali e capitale sociale. - 1.1. *Segue*: il rinvio dell'entrata in vigore del Codice della Crisi e l'inadeguatezza degli indicatori di natura finanziaria. - 2. Quale funzione per il capitale sociale. - 3. L'eclissi del capitale sociale, o di ciò che ne resta. - 3.1 *Segue*: un'ipotesi di lavoro.

1. Discipline emergenziali e capitale sociale.

"A che serve il capitale?". Con questa domanda, Francesco Denozza intitolava un noto contributo scientifico che nei primi anni duemila rispondeva alla tesi proposta da

Luca Enriques e J. Robert Macey sulla rimozione del valore legale del capitale¹ e, invero, rinverdiva il radicato dibattito sulla funzione di uno dei pilastri della struttura finanziaria delle società azionarie².

In base alle latitudini giuridiche e agli orientamenti di pensiero, il capitale sociale assume connotazioni normative e funzioni pratiche differenti, che lo portano a essere talora vero e proprio baluardo degli interessi dei creditori sociali, altre volte un mezzo di misurazione dei diritti dei soci o di innesco di obblighi gestionali, altre ancora un requisito per l'accesso ad attività riservate³; senza contare poi l'apporto offerto dalle scienze economiche, che ne riducono drasticamente la rilevanza per finalità di politica legislativa e ne valorizzano soprattutto il ruolo di risolutore del conflitto tra soci e

* Il lavoro è destinato alla pubblicazione nella raccolta interdisciplinare di studi AA.VV., *Oltre la pandemia. Società, salute, economia e regole nell'era post Covid-19*, a cura di Gianmaria Palmieri, Napoli, 2020.

¹ F. DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 585 ss.; il saggio segue appunto alla pubblicazione di L. ENRIQUES e J.R. MACEY, *Raccolta del capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale* (trad. it. di *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*), in *Riv. soc.*, 2002, 78 ss., nel quale gli AA. esposero per la prima volta la controversa tesi sulla esigua utilità che le regole sul capitale sociale rivestono per i creditori sociali. La polemica proseguì in L. ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 607 ss.; e poi infine ancora in F. DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 489 ss.

² Cfr. G. FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzione del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, 746; e ancora, P. SPADA, *Un numero che detta regole. Ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, p. 438 s.; e già F. DI SABATO, *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Napoli, 1967, *passim*; ID., *Il capitale sociale (problemi attuali)*, in *Riv. dir. impr.*, 1989, 239 ss.; G.B. PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 88 ss.; ID., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, Milano, 1991, *passim*, ID., *Rileggendo la ristampa di un libro sul capitale sociale e la responsabilità interna nelle società di persone: il capitale sociale oggi*, intervento durante "La tavola rotonda: il capitale sociale", Università degli studi di Napoli Federico II, 25 novembre 2009, in *Riv. Dir. Impr.*, 2010, 2, 201 ss.; ID., *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con «capitale destinato» (Capitale sociale quo vadis?)*, in *Soc.*, 2010, p. 1238 ss.; E. GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2013, 2, 169 ss.; in un'ottica comparatistica, cfr. M. MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 1199 ss. e N. DE LUCA, *Riduzione del capitale ed interessi protetti. Un'analisi comparatistica*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II, 569 ss.; d'obbligo, poi, il rinvio alle tesi di K. KÜBLER, *Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Köln, 1989, *passim*, di cui vedi con lo stesso titolo il saggio pubblicato in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. Abbadessa e A. Rojo, Milano, 1993, 101 ss.; nella stessa raccolta *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, vedi il saggio di M.S. SPOLIDORO, *Il capitale sociale*, 59 ss., e ID., (voce) *Capitale sociale*, in *Enc. dir.*, agg., vol. IV, Milano, 2000, 195 ss.

³ Cfr. A. PACIELLO, *La funzione normativa del capitale nominale*, in *RDS*, 2010, 13 ss.; G. GIANNELLI, *Disciplina del capitale, organizzazione del patrimonio, "corretto" finanziamento della società e tutela dei creditori*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, Vol. 1, Torino, 2014, 479 ss.

creditori nella fruizione e ripartizione delle risorse sociali⁴. I soci, infatti, tendono a massimizzare *per sé* l'utilità proveniente dagli *assets* aziendali propendendo per la produzione di dividendi; al contrario, l'approccio dei creditori è normalmente quello di evitare che le risorse aziendali vengano utilizzate per finalità di divisione tra i soci, inducendo ove possibile la società a trattenerle quale presidio della propria garanzia patrimoniale.

Ecco, la possibile interferenza dei creditori sociali nelle scelte sulla destinazione del netto patrimoniale, in uno all'esigenza avvertita dai legislatori⁵ che i soci non si appropriino delle risorse a scapito dei tersi, costituisce lo snodo centrale nel moderno dibattito sul capitale e sulla relativa disciplina legale⁶.

Questo dibattito risulta evidentemente acuito dalla contingenza pandemica, ma direi ancor prima dalla stessa evoluzione dell'economia da organizzazione dell'utilizzo di risorse "reali" (o *tangibles*) a impiego (o scommessa sulla sussistenza) di risorse finanziarie (o latamente *intangibles*); il che ha inevitabilmente acuito la già profonda divaricazione esistente tra la tradizionale e ormai *âgée* funzione di garanzia cui il capitale sociale legale tenderebbe e la concreta disponibilità di risorse escutibili che i creditori sociali possono invece rinvenire in sede soddisfacente⁷.

Non può ormai considerarsi un caso, in tal senso, che la produzione di norme sul capitale sociale si caratterizzi per manipolazioni sempre più radicali della regola aurea

⁴ Cfr. prevalentemente F. EASTERBROOK e D. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass., London, 1991 (edito nella trad. it. con il titolo, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996); e già M. EISENBERG, *The Structure of the Corporation*, Boston, 1976; e R. CLARK, *Corporate Law*, Boston, Toronto, 1986.

⁵ In Europa, dagli anni '70, qualsiasi opzione normativa è stata di fatto neutralizzata dalla emanazione della Direttiva n. 77/91/CEE, di armonizzazione del diritto delle società, poi rifiuta nella Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, successivamente modificata con Direttiva (UE) 2019/1151 del 20 giugno 2019. La Direttiva n. 77/91/CEE fu trasposta per la prima volta in Italia dal d.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30.

A fronte della scelta del legislatore comunitario, di imporre una disciplina del "minimo" per il capitale sociale, gli ordinamenti di tradizione anglosassone mantengono ferma l'idea circa la superfluità del capitale quale strumento di protezione dei creditori sociali (cfr. M. LUTTER, *Legal Capital in Europe, European Company And Financial – Special Volume 1*, Berlin, 2006, *passim*; e per altro verso, AA., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017, *passim*).

⁶ Cfr. E. FERRAN, *Revisiting Legal Capital*, in *Eur. Bus. Law. Rev.*, (2019) 20, 521 ss.; la sensibilità su questi temi è sempre viva, da ultimo v. anche L. SALAMONE, *Crisi patrimoniali e finanziarie nella legislazione emergenziale del Paese di Acchiappacitrulli. Note sugli articoli 5-10 d.l. n. 23/2020 in materia di diritto delle società di capitali e procedure concorsuali*, in *Dirittifondamentali.it*, fasc. 2/2020.

⁷ Per un efficace esempio critico, cfr. L. SALAMONE, *Crisi patrimoniali e finanziarie*, cit., par. 2.1.1; cfr. inoltre R. SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi contabili internazionali*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive: atti del Convegno internazionale di studi*, Venezia, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007, 1125 ss.

“ricapitalizza o liquida”, che puntualmente ne prevedono la sospensione, come se il baluardo del micro-sistema capitalistico dovesse cedere costantemente il passo a esigenze che la disciplina non prende affatto in considerazione e che, quindi, possono affermarsi soltanto mediante interventi di mutilazione; o come se il capitale nominale fosse ormai soltanto un vuoto simulacro, del quale conserviamo gelosamente la portata precettiva essenzialmente per misurare il grado di adempimento degli obblighi gestori imposti agli amministratori in caso di perdite normativamente rilevanti (artt. 2446 ss. c.c.)⁸.

La traslazione delle tecniche di sostentamento delle imprese dal piano patrimoniale a quello finanziario si riflette naturalmente non soltanto sull’esercizio fisiologico dell’attività aziendale, ma soprattutto sul versante patologico, comportando che il costante decremento dei flussi disponibili per il pagamento degli obblighi in scadenza non risulti più colmabile né dalla consistenza dei beni aggredibili dai creditori e liberamente disponibili da parte dei soci, né tantomeno dalla consistenza capitalistica legale, rispetto alla quale gli ordinamenti nazionali si trovano spesso costretti a derogare. Ne sono appunto un esempio le discipline nazionali introdotte a seguito della congiuntura pandemica e, in questo contesto, proprio quelle che hanno riguardato la “sterilizzazione” delle regole sullo scioglimento della società in conseguenza della erosione del capitale.

Senza entrare nell’analisi tecnica delle norme in parola⁹, basti qui osservare che il legislatore nazionale ha operato questo intervento emergenziale mediante il c.d. “decreto liquidità”¹⁰, attraverso il quale ha stabilito *«a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto e fino alla data del 31 dicembre 2020 per le fattispecie verificatesi nel corso degli esercizi chiusi entro la predetta data non si applicano gli articoli 2446, commi secondo e terzo, 2447, 2482-bis, commi quarto, quinto e sesto, e 2482-ter del codice civile. Per lo stesso periodo non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, primo comma, numero 4), e 2545-duodecies del codice civile»*. Il senso dell’intervento, a detta

⁸ Per riferimenti critici alla teoria del capitale come “privilegio” accordato ai soci in contrappeso alla responsabilità limitata, v. L. ENRIQUES e J.R. MACEY, *Raccolta del capitale di rischio*, cit., 86, nt. 32.

⁹ Per la quale, v. appresso alla nota 11.

¹⁰ Decreto legge 8 aprile 2020, n. 23, poi convertito in legge 5 giugno 2020, n. 40, recante: *«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»*.

dei primi commentatori¹¹, è quello di evitare che le perdite sul capitale intervenute nel periodo di crisi pandemica possano determinare effetti obbligatori per le società, i quali siano da ricollegarsi in realtà a contingenze esterne non contrastabili, piuttosto che all'ordinario deteriorarsi dei conti di esercizio.

Orbene, un'analogia sospensione delle norme sullo scioglimento della società per il venir meno del capitale sociale era già stata introdotta dal legislatore delle plurime novelle della legge fallimentare con l'art. 182-*sexies*¹², con riguardo però al caso che pendesse una domanda di accesso a procedura di concordato preventivo. In tale ipotesi, l'impresa che chiede di accedere alla composizione della crisi è autorizzata ad operare fuori dai limiti dell'equilibrio finanziario imposto dalle regole sul capitale e soltanto entro un limite di tempo ben preciso (l'intervallo tra il deposito della domanda e l'omologazione giudiziale), esauritosi il quale essa dovrà tendere a ristabilire quello stesso equilibrio, direi quale ulteriore presupposto di vaglio e omologazione della proposta¹³.

Sicché, la “sterilizzazione” delle norme sul capitale da “codice della crisi” rende neutro il *deficit* finanziario *medio tempore* verificatosi, perché l'informativa ai creditori

¹¹ Cfr. lo stesso L. SALAMONE, *Crisi patrimoniali e finanziarie*, cit., *passim*; cfr. anche il Tribunale di Catania del 27.5.2020, Pres. M. Sciacca, est. F. L. Ciruolo, Giudice L. De Bernardin (ined.), che, sull'interpretazione dell'art. 6 del D.L. 23/2020 e dei suoi limiti temporali, ha definito un caso di delibera di aumento di capitale adottata *ex art.* 2447 c.c. nel gennaio 2020, il cui termine di efficacia scadeva a seguito della entrata in vigore della norma emergenziale citata. Il tema era quello se “la fattispecie” (di cui all'art. 6 sopra citato) si fosse concretizzata prima o dopo l'entrata in vigore del decreto legge n. 23/2020. Il Tribunale etneo ha concluso per l'inapplicabilità della normativa sopravvenuta; v. poi A. PAOLINI e M. GARCEA, *Sospensione degli obblighi di riduzione del capitale ed emergenza Covid-19 (D. l. 8 aprile 2020, n. 23)*, in CNN Notizie, 19 maggio 2020; G. D'ATTORRE, *Disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale ed obblighi degli amministratori di società in crisi*, in *Fallimento*, 2020, p. 597 ss.; G. COVINO, A. AURICCHIO, L. JEANTET e P. VALLINO, *La ristrutturazione al tempo del covid-19: prime riflessioni*, in *Il Fallimentarista*, 24 aprile 2020; AA.VV., *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, *passim*; N. ABRIANI, *Il diritto delle imprese nell'emergenza*, in *papers dell'Osservatorio sulla Crisi d'Impresa (OCI)*, Maggio 2020; N. ABRIANI e P. RINALDI, *Emergenza sanitaria e tutela proporzionata delle imprese: oltre la domanda tricolore*, in *IlCaso.it*, 4 giugno 2020.

¹² Così, l'art. 182-*sexies* l.fall.: «I. Dalla data del deposito della domanda per l'ammissione al concordato preventivo, anche a norma dell'articolo 161, sesto comma, della domanda per l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione di cui all'articolo 182 bis ovvero della proposta di accordo a norma del sesto comma dello stesso articolo e sino all'omologazione non si applicano gli articoli 2446, commi secondo e terzo, 2447, 2482-bis, commi quarto, quinto e sesto, e 2482-ter del codice civile. Per lo stesso periodo non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484, n. 4, e 2545-duodecies del codice civile. II. Resta ferma, per il periodo anteriore al deposito delle domande e della proposta di cui al primo comma, l'applicazione dell'articolo 2486 del codice civile.

¹³ Cfr. D. LATELLA, in *I nuovi oneri dagli adempimenti societari e di bilancio: perdite, continuità aziendale, finanziamenti dei soci. Rapporti con l'insolvenza ed effetti sulle prospettive concorsuali*, webinar a cura dell'Osservatorio della Crisi d'Impresa, 20 aprile 2020, sul sito *osservatorio-oci.org*.

viene ampiamente sostituita e, anzi resa più intensa, dagli obblighi accessori alla procedura avviata. La norma “Covid” (art. 6, d.l. n. 23/2020, conv. in l. n. 40/2020), al contrario, non pone alcuna ineranza tra permanenza della crisi e sospensione degli obblighi di riduzione del capitale, così peraltro lasciando aperta la possibilità di una sua proroga, o estensione, dipendente dalle contingenze future e suscettibile di applicazione generalizzata.

L’ottica pienamente “finanziaria” dell’approccio alla gestione dell’impresa e, in particolare, alla regolazione della sua crisi, è stata resa esplicita dalla codificazione del 2019 (D.Lgs. n. 14/2019¹⁴), che ha introdotto una lettura del dissesto totalmente sbilanciata sui flussi aziendali¹⁵, per altro verso concentrando la nozione di “netto patrimoniale” soltanto sulla disciplina della responsabilità degli organi societari e della quantificazione del correlativo danno (tra gli altri, cfr. artt. 14, 378, d.lgs. n. 14/2019), così quindi assegnando una funzione squisitamente “normativa” al capitale sociale.

Il capitale sociale legale è divenuto, in altri termini, uno strumento di selezione di precisi obblighi gestionali, piuttosto che una grandezza economica idonea a misurare la capienza patrimoniale o la solvibilità dell’impresa.

1.1. Segue: il rinvio dell’entrata in vigore del Codice della Crisi e l’inadeguatezza degli indicatori di natura finanziaria.

¹⁴ La riforma della disciplina della crisi d’impresa, come è noto, è contenuta nel D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (*G.U.* del 14 febbraio 2019, n. 38, S.O.), emanato in attuazione della legge delega 19 ottobre 2017, n. 155 (*G.U.* 30 ottobre 2017, n. 254) e subirà le modificazioni e integrazioni che perverranno dalla attuazione dell’art. 1, L. 8 marzo 2019, n. 20, a sua volta immediatamente emanata per delegare il Governo, entro due anni dalla data di entrata in vigore dell’ultimo dei decreti legislativi adottati in attuazione della delega di cui alla predetta L. 19 ottobre 2017, n. 155 e nel rispetto dei principi e criteri direttivi da essa fissati, all’adozione di “disposizioni integrative e correttive” dei decreti legislativi medesimi. La necessità di emanare una nuova legge delega in materia scaturisce dal fatto che la L. 19 ottobre 2017, n. 155, non ha previsto la possibilità di adottare decreti integrativi e correttivi.

¹⁵ Ne sono una testimonianza emblematica le norme sui controlli di allerta e prevenzione (artt. 13 ss.), oltre che gli indicatori emanati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (leggili su *Il Sole 24 ore* del 11 e 12 settembre 2019 e sul sito del CNDCEC). Sottoposti a un test di efficacia, dimostrano che oltre il 50% delle imprese sarebbe già insolvente, rispetto al totale di quelle oggetto di segnalazione. Secondo quanto previsto dalle bozze a disposizione è necessario considerare l’adeguatezza del patrimonio netto e del DSCR (*Debt Service Coverage Ratio*); in caso di indisponibilità di quest’ultimo occorre calcolare i seguenti indici: oneri finanziari su ricavi; patrimonio netto/debiti totali; attività a breve/passività a breve; *cash flow*/attivo; indebitamento previdenziale e tributario/attivo.

Ogni disposizione che oggi utilizzi come criterio di *enforcement* un indicatore di natura finanziaria deve fare i conti con questa non superata crisi del capitale¹⁶. Non poteva farvi eccezione, appunto, il Codice della Crisi (d.lgs. n. 14/2019), la cui matrice eminentemente finanziaria non poteva reggere alla prova dell'emergenza pandemica; quest'ultima ha infatti determinato la frantumazione di molte regole di conduzione dell'impresa in *going concern* e, per questa via, avrebbe generato crisi congiunturali che non potevano assicurare alcun tipo di selezione virtuosa.

In questo contesto, il rinvio in blocco al 1° settembre 2021 della entrata in vigore della parte residua delle norme che il Codice della Crisi dedica alla gestione della ristrutturazione aziendale (art. 5 d.l. n. 23/2020, conv. in l. n. 40/2020) non rappresenta altro che l'inevitabile approdo di un ripensamento invero già avviato con la bozza di decreto correttivo al Codice della Crisi, approvato dal Consiglio dei Ministri il 13 febbraio 2020. Questo prevedeva all'art. 41 che gli obblighi di segnalazione provenienti sia dall'organo di controllo societario o del revisore e diretto verso l'OCRI (art. 14, comma 2), sia dai creditori qualificati circa le esposizioni debitorie rilevanti (art. 15), operassero unicamente a partire dal 15 febbraio 2021 per le imprese che negli ultimi due esercizi non avessero superato alcuno dei noti limiti (attivo patrimoniale o ricavi superiori ai 4 milioni, o dipendenti impiegati nell'esercizio in misura maggiore di 20 unità).

Già questo stratificarsi di “calendari” costituisce un indizio assai significativo di come lo scenario disegnato dal legislatore della riforma della crisi risulti ormai profondamente disallineato, non soltanto – come è ovvio – rispetto ai tempi del Covid-19, ma ancor prima rispetto all'andamento della congiuntura economica e finanziaria sulla quale il Codice avrebbe dovuto incidere. Certo, è evidente che in una situazione in cui l'intero tessuto economico è gravemente intaccato – e l'innesco di un nuovo *going concern* mondiale tarderà –, la ricaduta pratica dei già severi indicatori disponibili non potrebbe che generare la falciatura anticipata e generalizzata di un eccezionale numero di imprese, provocando un fenomeno di “estinzione della specie”, piuttosto che – come ho detto – di selezione virtuosa¹⁷.

¹⁶ Cfr. J. HASKEL e S. WESTLAKE, *Capitalism Without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton, 2018, spec. cap. 2.

¹⁷ Cfr. per riferimenti, D. LATELLA, *Ruolo del professionista e assetto dei controlli interni*, in *Dir. fall.*, 2020, 366 ss.

Questo disallineamento tra i tempi di emanazione delle norme e la loro entrata in vigore potrebbe anche essere il sintomo di una resistenza al cambiamento. Ma basti osservare qual è l'atteggiamento degli ordinamenti stranieri in questo momento, per verificare come tutti abbiano approntato misure di congelamento o sospensione dei presidi posti a tutela della emersione tempestiva della crisi: in Germania, è stato sospeso l'obbligo di chiedere l'apertura di una procedura di insolvenza fino al settembre 2020; in Francia, la cessazione dei pagamenti andrà valutata dal Tribunale solo fino al 12 marzo scorso, così esimando il debitore dall'obbligo di richiedere la procedura concorsuale per il caso in cui tale circostanza si sia verificata in data successiva; in Italia, come sappiamo, la misura prescelta è stata singolarmente quella della declaratoria di improcedibilità dei ricorsi per dichiarazione di fallimento, forse così spostando sul piano della mera amministrazione della giustizia un problema che, in realtà, dovrebbe essere di irrilevanza temporanea e giustificata dei sintomi esterni della crisi¹⁸.

Non a caso, la linea ispiratrice dei provvedimenti emergenziali sembra essere quella della stretta inerenza dello stato di illiquidità o di sovraindebitamento rispetto all'emergenza Covid-19 (così, espressamente, ad esempio, nella decretazione tedesca; ma non può ragionevolmente ritenersi che la sola sovrapposizione temporale tra emergenza e crisi possa da sola giustificare il beneficio normativo di volta in volta invocato).

Se allora inseriamo la situazione italiana nel contesto mondiale di riferimento, l'origine causale dei rinvii annunciati e decisi non mi sembra tale da far pensare a un semplice "rifiuto del nuovo". Mi pare, tuttavia, che dai tentennamenti anche "pre-Covid" emerga una preoccupante assenza di consapevolezza circa le mutazioni che l'economia reale ha compiuto negli ultimi decenni, durante i quali le energie delle imprese e le stesse modalità di percezione della forza imprenditoriale – ancora una volta – si sono radicalmente spostate dalla visione patrimoniale a quella finanziaria.

Ritorno allora sull'interrogativo iniziale per domandarmi "*a cosa serve il capitale sociale?*", se poi l'intero impianto normativo di regolazione dell'andamento della gestione d'impresa e della sua eventuale crisi è poggiato sull'analisi dei flussi finanziari.

¹⁸ Così l'art. 10 del "decreto liquidità": «Disposizioni temporanee in materia di ricorsi e richieste per la dichiarazione di fallimento e dello stato di insolvenza. 1. Tutti i ricorsi ai sensi degli articoli 15 e 195 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267 e 3 del decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270 depositati nel periodo tra il 9 marzo 2020 ed il 30 giugno 2020 sono improcedibili».

Le mutazioni che l'economia reale ha compiuto negli ultimi decenni, nei quali le energie delle imprese e le stesse modalità di percezione della forza imprenditoriale si sono modificate, mi sembra che meritino di essere considerate come il perno intorno al quale verificare – mutuando metaforicamente il nostro linguaggio tecnico di settore – la stessa “fattibilità” del Codice della Crisi. Ecco, la mia sensazione è quella di una grave e mal celata assenza di consapevolezza circa il fatto che l'intera impalcatura della prevenzione e dell'allerta si regge sulle fragili gambe di un atleta ormai stanco di correre. Imporre quindi allenamenti ancora più duri significa soltanto eliminare l'atleta dal gioco.

Fuor di metafora, la rivisitazione del Codice meriterebbe, anzitutto, un intervento di vigorosa correzione degli indicatori, sia nella definizione normativa a monte, che in quella regolatoria a valle da parte del Consiglio Nazionale dei Commercialisti. In secondo luogo, la politica degli incentivi alla emersione anticipata della crisi andrebbe convertita dalla mera induzione dei controllori alla delazione interna (per lucrare il beneficio dell'esonero dalla responsabilità), al conseguimento di vantaggi sul piano dello scrutinio di fattibilità dei concordati o di parziale conservazione delle risorse a favore del debitore. Infine, anche al prezzo di una entrata in vigore ulteriormente selettiva per gruppi di norme di maggiore qualità (gruppi di imprese), il rinvio potrebbe consentire di allineare il Codice alla direttiva “*restructuring*”¹⁹, per esempio intervenendo ancora sull'alleggerimento della fase di gestione negoziale dell'allerta, che nella direttiva è di fatto assente.

Cavalcare oggi l'onda del merito finanziario, anche per finalità di selezione delle aziende da ristrutturare, significa cogliere il lato peggiore del ciclo economico dell'impresa e, per tale via, conseguire risultati distorsivi delle finalità prefisse. Secondo le analisi di S&P, i bilanci delle imprese a livello globale si sono appesantiti negli ultimi dieci anni di un ulteriore 15% di leva finanziaria, così conseguendo il risultato record del 93% nel rapporto tra debito e GDP mondiale (Gross Domestic Product). Negli Stati Uniti, le misure introdotte dal governo Trump puntano alla disseminazione di *seed capital* che, sebbene in questo momento destinato ad essere veicolato mediante i canali

¹⁹ Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva (UE) 2017/1132 (direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza).

del credito, attingerà direttamente alle scorte della Federal Reserve. Tuttavia, è allo studio un meccanismo di somministrazione di risorse finanziarie differenziato per piccole e medie imprese, le quali ovviamente avranno accessi ai canali del credito estremamente più faticosi di quanto possa fare la *public company*²⁰.

Ci dobbiamo aspettare che i prossimi anni saranno caratterizzati da numerosi “fallimenti Covid”, la cui matrice causale non risiederà soltanto nel deterioramento delle energie finanziarie provocato dall’attuale *cash crunch*, ma anche nell’applicazione di criteri selettivi del merito imprenditoriale che, pur non avendo ormai nulla a che fare con il “capitale societario”, ne mantengono tuttavia la rilevanza formale e trattengono quella forza evocativa del richiamo alla responsabilità gestoria, probabilmente anch’esso da ridimensionare.

2. Quale funzione per il capitale sociale.

La sensazione che allora appare legittimo coltivare, nel connettere le diverse linee di evoluzione dell’economia alle reazioni dei legislatori nazionali di fronte alla crisi pandemica, è quella di una sostanziale inadeguatezza della norme giuridiche che, per un verso, pretendono di utilizzare la regola della indisponibilità del netto patrimoniale quale criterio di protezione formale dei terzi e, per altro verso, omettono di valorizzare l’unico indicatore di affidabilità che l’economia reale adopera almeno nelle contrattazioni massive, ossia la capacità di *solvency*.

Un esempio concreto di come questa inadeguatezza abbia pesato nella recente storia economica è rappresentato dal caso dei mutui cc.dd. *subprime*, che negli (e dagli) Stati Uniti ha determinato nel 2006 l’innesco della più grave crisi finanziaria moderna. Alla base del fenomeno, e al di là delle distorsioni che ne sono derivate in termini speculativi globali, sta l’esplosione di una “bolla” nel mercato della casa che si è presto evoluta in una stretta creditizia di ampiezza planetaria. In quel caso, la percezione che il prezzo degli immobili potesse soltanto salire ha creato un ambiente favorevole all’allentamento dei criteri di prestito e ha indotto le istituzioni bancarie a correre il rischio

²⁰ M. HARMON e V. IVASHINA, *Managing the Liquidity Crisis*, in *Harvard Business Review*, April 9, 2020; basti leggere il rapporto del WORLD ECONOMIC FORUM, realizzato in collaborazione con Marsh & McLennan e Zurich Insurance Group, *COVID-19 Risks Outlook. A Preliminary Mapping and Its Implications*, 2020, per verificare come siano valutati consistenti i rischi economici legati alla pandemia e il verificarsi di una prolungata recessione globale per i prossimi diciotto mesi; sono inoltre considerati probabili cambiamenti strutturali e soprattutto l’accumularsi di debito che si scaricherà sui *budget* aziendali per molti anni.

dell'inadempimento dei mutuatari. La maggior parte delle banche non era preparata a fronteggiare le costose inadempienze che si sono manifestate e, già alla fine del 2007, molte di esse chiedevano di essere esentate dall'applicazione di una regola che si sarebbe rivelata improvvisamente "miope", ossia lo *Standard 114* del *Financial Accounting Standards Board*, che imponeva la valorizzazione dei crediti in sofferenza sulla base del valore attuale del *cash flow* futuro²¹.

La spiegazione offerta da Robert Shiller è stata quella di una larga impreparazione del sistema bancario di fronte al (prevedibile) crollo dei prezzi del "mattone" americano, che ha influito sui bilanci delle imprese legate al circuito immobiliare determinando, per un verso, il congelamento finanziario delle linee di credito concesse e, per altro verso, l'indebolimento strutturale di un intero comparto produttivo. Fino al punto che le esternalità generate dalla crisi immobiliare si sono propagate ai costumi sociali e alla stessa tenuta delle regole giuridiche angloamericane. Non senza un curioso apprezzamento per la nostra tradizione giuridica, il premio Nobel per l'economia è arrivato a teorizzare l'introduzione di clausole automatiche di contrattazione fondate su istituti tipici del diritto continentale, quali l'ipoteca e l'assistenza legale obbligatoria del notaio, quasi a recuperare (con un singolare senso di novità) la portata di regole che vengono al contrario considerate un freno alla modernità e alla libera concorrenza²².

Naturalmente, non si può fare delle regole sulla ricchezza una variabile dipendente da circostanze imprevedibili, come possono essere una crisi pandemica o l'esplosione di una bolla speculativa; anche perché, come si è visto, le spinte che stanno al di sotto della maturazione delle "bolle", così come quelle che cavalcano una crisi di natura sanitaria, sono in grado di frantumare in pochi istanti le norme poste a presidio della ricchezza ogni qualvolta la loro permanenza sia invece in grado di generare effetti distorsivi.

²¹ Così lo Standard 114: «... *It requires that impaired loans that are within the scope of this Statement be measured based on the present value of expected future cash flows discounted at the loan's effective interest rate or, as a practical expedient, at the loan's observable market price or the fair value of the collateral if the loan is collateral dependent...*».

²² R.J. SHILLER, *The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*, Princeton, 2008 (nella trad. it. *Finanza shock*, Milano, terza ed. 2018, 89 ss.: «Un'altra possibile clausola di applicazione automatica sarebbe costituita dal requisito che ogni mutuatario ipotecario sia assistito da un professionista affine a un notaio. Questa pratica è comune in molti paesi, ma non negli Stati Uniti. In Germania, per esempio, il notaio legge ad alta voce e interpreta il contratto e, prima di attestare l'autenticità delle firme, fornisce consulenza legale a entrambe le parti. Questo approccio è particolarmente utile per coloro che non si avvalgono di una consulenza legale competente e obiettiva. La partecipazione di una simile figura pubblica alla stipula del prestito ipotecario renderebbe più difficile per i prestatori privi di scrupoli pilotare i propri clienti verso avvocati compiacenti, che non mettono adeguatamente in guardia il cliente contro i rischi che corre»).

Questa è la ragione per cui la gestione di siffatti rischi potrebbe essere efficacemente rimessa a meccanismi assicurativi, piuttosto che di mero *bail-out*, almeno per ciò che attiene alle ripercussioni avvertibili sulle soglie di sussistenza compromesse a seguito della perdita dei posti di lavoro e del manifestarsi delle diverse esternalità negative della crisi²³.

Analoga reazione scomposta si registra, appunto, con le regole sul capitale sociale.

Esse vengono da tempo disinvoltamente depotenziate (ne sono un altro esempio in Italia le disposizioni sull'abbassamento del capitale "minimo", o sulle società a "semplificazione" variabile²⁴), fino a essere del tutto neutralizzate per la semplice incapacità di sostituirle con presidi di salvaguardia effettiva della capacità di *solvency* e nella pervicace convinzione che esse possano garantire il rispetto del perimetro esterno o minimale della condotta gestoria in situazione di crisi aziendale. Detto altrimenti, è come se le regole sul capitale potessero assicurare che gli amministratori, quanto tutto è ormai perso (in termini di capacità patrimoniale di adempimento), pensino almeno a salvare la corrispondenza nominale tra il netto effettivo e quello nominale, proponendo la ricapitalizzazione della società, oppure la sua liquidazione. E tutto questo, (soltanto) sotto la minaccia della loro responsabilità.

²³ E' la proposta di R.J. SHILLER, *The Subprime Solution*, cit. (nella trad. it. *Finanza shock*, cit., 109 ss.).

²⁴ Il c.d. decreto competitività (d.l. 91/2014), pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 144 del 24.06.2014, ed entrato in vigore il 25 giugno 2014, ridusse la soglia minima di capitale per la costituzione di una società per azioni da 120.000,00 euro a 50.000,00 euro. La s.r.l. può invece costituirsi in forma "ordinaria", con capitale minimo a euro 10.000,00, oppure in forma semplificata, ossia con capitale minimo di 1 euro.

Sintomo eloquente dell'abbandono del legame "giuridico" tra consistenza capitalistica e tipo societario è quello rappresentato dal Decreto legge 24 aprile 2017, n. 50 (Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo), convertito in Legge 21 giugno 2017, n. 96, attraverso cui il legislatore nazionale ha voluto estendere a tutte le PMI in forma di società a responsabilità limitata ("s.r.l.") la possibilità di derogare ad alcuni principi in materia di diritto societario previsti, in origine, per le sole *start-up* innovative e poi successivamente estese anche alle PMI innovative costituite in forma di s.r.l. Così facendo, si è voluto offrire una disciplina flessibile e consentire alle imprese di finanziarsi attraverso canali alternativi a quelli tradizionali ed in particolare all'*equity crowdfunding*. Di fatto, la veste giuridica della s.r.l. può arrivare ad assumere, per scelta statutaria, connotazioni notevolmente simili a quella delle società per azioni, in termini di *governance* e di finanziamento, come pure di circolazione delle quote sociali, a prescindere dal carattere innovativo dell'attività da essa svolta. Il tutto, mantenendo soglie capitalistiche estremamente ridotte. Basti considerare, ad esempio, che il legislatore, con l'obiettivo di contrastare il fenomeno del "sottofinanziamento", consente oggi di reperire capitali tra il pubblico attraverso il ricorso a strumenti alternativi (appunto, l'*equity crowdfunding*), così superando il tradizionale baluardo che vedeva la s.r.l. tendenzialmente blindata e non propensa ad aprire il proprio capitale a terzi nuovi soci.

Ritorna, allora, quello scetticismo sulla funzione del capitale, che è stato pur osteggiato da chi riconosce che la rilevanza del “netto” non debba stare necessariamente nella rappresentazione della sussistenza di poste di attivo in grado di bilanciare quelle del passivo, oppure in quella di tutelare i creditori in via “reale”, ossia predisponendo mezzi sufficienti all’adempimento²⁵. Che le imprese insolventi siano oggi selezionate (*rectius*, escluse dal novero delle solvibili) dalla corretta applicazione delle regole sul capitale, peraltro, è affermazione ai limiti della retorica, che probabilmente nessuno sarebbe in grado di dimostrare. Anche nel contesto pandemico in cui stiamo scrivendo, come si è detto, i legislatori hanno deciso di sospendere la vigenza delle principali regole sulla connessione tra capitale e sopravvivenza della società non certo (soltanto) per evitare l’emersione di insolvenze contabili, quanto piuttosto per impedire che le già traballanti finanze delle aziende possano determinare un numero abnorme di “falsi positivi”, o addirittura virare sull’innalzamento delle soglie di azzardo morale tipico delle situazioni ad altissima criticità²⁶. E quindi, come è stato anticipato, forse il vero problema è stabilire in termini di politica legislativa se affidare le sorti della protezione dei creditori alla prevalenza di uno *standard* o di una *rule*: «... ove si opti per una *rule*, si offre una protezione ai fornitori di *equity* e di capitale di debito avversi al rischio; se, invece, si scelga uno *standard*, si privilegia l’interesse di quelli propensi al rischio»²⁷.

Ciò che tuttavia la storia recente ha portato allo scoperto è il pericoloso squilibrio tra il fabbisogno di liquidità che il modello di impresa ha determinato e la disponibilità

²⁵ Così, F. DENOZZA, *A che serve il capitale?*, cit. 586 ss.

²⁶ Cfr. la Relazione al d.l. n. 23/2020 (art. 6): «L’attuale stato di emergenza e crisi economica di dimensioni eccezionali determinato dall’epidemia di COVID-19 sta determinando una situazione anomala che coinvolge anche imprese che, prima dell’epidemia, si trovavano in condizioni economiche anche ottimali, traducendosi in una patologica perdita di capitale che non riflette le effettive capacità e potenzialità delle imprese coinvolte. Di riflesso, e nonostante le massicce misure finanziarie in corso di adozione, si palesa una prospettiva di notevole difficoltà nel reperire i mezzi per un adeguato rifinanziamento delle imprese. In quest’ottica la previsione in esame mira a evitare che la perdita del capitale, dovuta alla crisi da COVID-19 e verificatasi nel corso degli esercizi chiusi al 31 dicembre 2020, ponga gli amministratori di un numero elevatissimo di imprese nell’alternativa - palesemente abnorme - tra l’immediata messa in liquidazione, con perdita della prospettiva di continuità per imprese anche performanti, ed il rischio di esporsi alla responsabilità per gestione non conservativa ai sensi dell’articolo 2486 del codice civile. La sospensione degli obblighi previsti dal codice civile in tema di perdita del capitale sociale, per contro, tiene conto della necessità di fronteggiare le difficoltà dell’emergenza COVID-19 con una chiara rappresentazione della realtà, non deformata da una situazione contingente ed eccezionale. Resta invece ferma la previsione in tema di informativa ai soci, peraltro prevista, per la società per azioni, dall’art. 58 della Direttiva 1132/2017».

²⁷ R. SACCHI, *Capitale sociale*, cit., 155.

effettiva di quella liquidità²⁸. L'abbandono del valore degli *assets* tangibili in favore dei prodotti della leva creditizia non ha soltanto spostato il perno intorno al quale è costruita l'economia reale, ma ha altresì generato una richiesta di denaro largamente superiore a quella presente nel circuito bancario. Detto altrimenti, gli *stocks* di denaro necessari per far funzionare un'economia nazionale (come anche una micro-economia imprenditoriale) devono ormai essere considerati al lordo del fabbisogno finanziario necessario non per conseguirne il ricavo, quanto piuttosto per ottenerne il prestito.

Il sistema circolatorio finanziario, cioè, è ormai indipendente dai legami commerciali, perché nella “nuova finanza” la liquidità che si può ottenere non è una

²⁸ Cfr. A. TOOZE, *Lo schianto. 2008-2018. Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Milano, 2019, spec. 240 ss. (trad. it. di *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*, New York, 2018), ove l'A. esamina con un'altissima ricchezza di dettagli gli eventi successivi alla crisi del settembre 2008 e l'insieme degli interventi degli stati per rincorrere l'emergenza della carenza di liquidità. L'analisi dimostra che i flussi finanziari sono ormai largamente indipendenti dalla politica nazionale, e i poli messi in rapporto non hanno niente a che vedere con piccole unità di una supposta realtà di perfetta concorrenza. In una logica di circuito monetario, la questione che viene messa in rilievo è che non ha (più) troppo senso focalizzare lo sguardo sui flussi di capitale netti: semplificando, sottrarre alla “moneta” che entra via esportazioni la “moneta” che esce via importazioni. Bisogna invece porre attenzione ai flussi lordi di capitale, visto che ogni spesa deve essere finanziata, anche quando tali flussi si “coprano”. Essi possono essere volatili o costruire condizioni instabili e/o insostenibili. La rilevanza per il discorso sulla crisi globale ed europea è immediata. La crisi fu prevista, ma era quella sbagliata. Si riteneva che il problema principale fosse l'enorme passivo commerciale degli Stati Uniti rispetto alla Cina. Si sarebbe trattato di un “eccesso di risparmio globale”, che sarebbe affluito negli Stati Uniti alla caccia di titoli di stato “sicuri”, abbattendo i rendimenti sui *treasury bills* e scatenando la caccia a rendimenti più elevati: di qui la crisi dei *subprime*. Secondo Tooze, per quanto diffusa, una idea del genere è altrettanto sbagliata di quella secondo cui la crisi sarebbe dovuta al debito pubblico: fu invece dovuta all'implosione di un debito privato divenuto enorme.

Mentre negli Stati Uniti la Federal Reserve pompava da subito liquidità nel sistema bancario, nell'eurozona erano gli stati patrimoniali delle banche ad assorbire il debito sovrano. Negli Stati Uniti per aiutare Main Street, cioè le attività reali, si è voluta salvare Wall Street, la finanza. La focalizzazione esclusiva sul sistema finanziario ha mobilitato tutte le risorse che lo stato aveva a disposizione per salvare l'infrastruttura finanziaria della società dal rischio di implosione sistemica, assimilato a un'emergenza militare. Se il mondo è sfuggito al ripetersi di un crollo come quello degli anni trenta del Novecento lo deve in parte a questo salvataggio finanziario, ma anche essenzialmente all'imponente manovra espansiva cinese (di impronta tradizionalmente keynesiana) e agli “stabilizzatori automatici”. Anche per quel che riguarda la stabilizzazione europea, lo sguardo di Tooze si volge alla finanza transatlantica, e mostra come gli Stati Uniti si siano riaffermati come il centro dominante, imponendosi come l'unico stato-nazione che poteva non soltanto parare i colpi all'interno, ma anche imporre una soluzione globale.

Cfr., per una visione in parte differente sulle implicazioni di natura teorica, R. BELLOFIORE, F. GARIBALDO, M. MORTÁGUA, *Euro al capolinea? La vera natura della crisi europea*, Torino, 2019, ove gli AA. definiscono come «sussunzione reale del lavoro alla finanza» l'effetto determinato dalle paure disseminate dalla crisi del 2007. Il timore dell'insolvenza si trasforma in insolvenza reale, incidendo sul mercato del lavoro, sia sotto forma di allungamento della giornata lavorativa, sia sotto forma di ingresso di nuovi lavoratori nel mercato (entrambi i fenomeni imputabili alla necessità di accrescere i redditi familiari per rimborsare i prestiti ricevuti dalle banche). Essi sono ben attenti a evitare la distinzione fra una finanza “cattiva” e un'economia “reale” buona, ma condividono con Tooze l'idea che, data la stretta interconnessione della finanza su scala globale, la crisi fu esportata dagli USA all'Europa facendo sì che le passività bancarie delle banche statunitensi diventassero anche passivi nei bilanci delle banche europee. Allo stesso modo, considerano che gli interventi di ‘salvataggio’ contribuiscono a far crescere il volume del debito e, data la contrazione del Pil, anche il rapporto debito/Pil.

somma fissa, limitata dai fondamentali della cosiddetta economia reale, bensì una somma altamente variabile e “drogata” dal peso del debito.

Questo disallineamento sclerotizza ulteriormente la nozione di capitale sociale, fino probabilmente a rendere obsoleta anche la tesi sulla fungibilità tra funzione di garanzia e *solvency test*, che è stata l’innescò della polemica citata in principio²⁹. Se, anzi, assumendo che il capitale non possa fungere da argine all’insolvenza e si accetta che il rischio del *default* trasli interamente sui creditori – e, dunque, sulla percezione che essi hanno della capacità di adempimento della singola società e del corretto adempimento dei doveri gestori da parte degli amministratori –, è probabile che si ottenga un effetto ancor più distorsivo, atteso che i terzi non possono conoscere esattamente quale sia il costo reale dell’indebitamento che la società deve sostenere per procurarsi la provvista finanziaria richiesta. In altri termini, anche il *solvency test*, nella sua accezione di base, potrebbe rivelarsi più che fallace avendo a riferimento i dati provenienti dalla tradizionale analisi di bilancio, peraltro come rappresentati dall’organo amministrativo³⁰. E’ in tal senso di dominio comune che il bilancio delle aziende non lascia adeguatamente emergere le nuove consistenze patrimoniali, come ad esempio molti degli *intangibles values*, per i quali tuttavia le imprese sostengono costi rilevanti, ancora appostati prevalentemente tra le spese correnti piuttosto che tra gli investimenti.

Prendere atto di queste modificazioni radicali nell’economia reale sarebbe uno dei primi passi da compiere per assicurare la transizione dal sistema del capitale nominale a

²⁹ In particolare, L. ENRIQUES, *Capitale sociale*, cit., 623, afferma: «A mio avviso, tuttavia, la soglia fino alla quale consentire le distribuzioni dovrebbe essere sganciata dai dati contabili e, traendo spunto dalle indicazioni del rapporto dell’*Interdisciplinary Group on Capital Maintenance* coordinato da Jonathan Rickford, dovrebbe essere individuata nei termini di un *solvency test*: gli amministratori dovrebbero compiere sotto la propria responsabilità una valutazione circa il fatto che la società sia in grado di adempiere le proprie obbligazioni per un lasso di tempo ragionevole, nonostante la distribuzione agli azionisti, tenuto conto delle sue attendibili prospettive e non invece di sviluppi straordinari e imprevedibili; nel nostro sistema, in cui le distribuzioni agli azionisti sono subordinate a una deliberazione dell’assemblea, si può pensare anche a un’invalidità della delibera che sia fondata su una valutazione di cui è *ictu oculi* riconoscibile l’irragionevolezza, con conseguente possibilità di ripetere i dividendi illegittimamente percepiti, salva l’ipotesi di buona fede del socio».

Si interroga, da ultimo, sulla attualità e sull’adeguatezza dei *solvency tests*, K. JUDGE, *Stress Testing During Times of War*, in *European Corporate Governance Institute, Law Working Papers* n. 529/2020, scaricabile da http://ssrn.com/abstract_id=3633310, oppure da <https://ecgi.global/content/working-papers>.

³⁰ Rischio, questo della manipolazione dei dati, che F. DENOZZA, *A che serve il capitale?*, cit., 598 ss., ravvisa particolarmente significativo per togliere valenza all’argomentazione di Enriques e Macey; ancora, ID., *Le funzioni distributive del capitale*, cit., 503, afferma che «Se si opta per un sistema retto da una regola, e però si vogliono adottare parametri diversi dal confronto tra attivo e passivo risultanti dal bilancio, resta comunque ferma la necessità di scegliere parametri che non siano agevolmente manipolabili e così vaghi da far sì che la risultante regola collassi in uno *standard*».

un modello più moderno di rappresentazione della ricchezza³¹; sempre che, come anche si è autorevolmente sostenuto, non sia più equo ritornare a una nozione patrimonialistica pura del capitale³².

3. L'eclissi del capitale sociale, o di ciò che ne resta.

Da quando, nel 2007, la crisi finanziaria ha contaminato le economie mondiali, in letteratura non si è perduta occasione per recitare il “*de profundis*” del capitale e del capitalismo³³.

In verità, la nozione di capitale che viene utilizzata ai fini della quantificazione del netto patrimoniale che una società si impegna a segregare in favore dei suoi creditori è più circoscritta rispetto a quella che viene comunemente impiegata per identificare il perno ontologico dell'economia liberista. Le due nozioni hanno tuttavia una base comune, perché attingono entrambe alla legittima esclusione della massa dal godimento di uno *stock* di risorse utilizzate per le finalità egoistiche di pochi (i soci, gli imprenditori, i privati).

Le “forme” del capitalismo si traducono poi in tipologie concrete di risorse capitalistiche, che vanno dalla terra coltivata, alla proprietà intellettuale, passando per la *blockchain* o gli strumenti finanziari derivati. Chi decida cosa debba considerarsi “capitale” sociale è vicenda che può risultare determinante ai fini di questa breve digressione, visto che la stessa regola di sottrazione di alcune risorse alla disponibilità diretta dei soci, come si è visto, è stata messa sovente in crisi.

³¹ Per riferimenti, sia consentito il rinvio a D. LATELLA, *Riserve First Time Adoption e regime dell'avviamento acquisito a titolo oneroso*, in *RDS*, 2017, 54 ss.; cfr. ancora J. HASKEL e S. WESTLAKE, *Capitalism Without Capital*, cit., 325 ss.

³² Cfr. l'ormai classico T. PIKETTY, *Il capitale nel XXI secolo*, Milano, 2014, per il quale è noto come la disuguaglianza sia un problema sistemico del capitalismo contemporaneo, che determina un superamento costante del lucro rispetto alla crescita, soprattutto perché i periodi di crisi – nei quali il lucro supera costantemente la crescita – sono sempre più frequenti e duraturi. Secondo Piketty la società umana è divisa sostanzialmente in quattro parti: un 50 % di persone che non possiedono praticamente nulla; un 40 % di *middle class* relativamente patrimonializzata; un 9 % di ricchi che possiedono molto e il famoso 1 % di ricchissimi che possiedono moltissimo. La tesi dello studioso francese si articola in una serie di proposte di riequilibrio, tra le quali probabilmente la più nota è legata alla introduzione di una tassa globale sul capitale, in quanto in grado di colpire il fattore di disuguaglianza più forte tra quelli esaminati.

³³ Cfr. per riferimenti, sia pure in ottica “macro”, M. MAZZUCATO e M. JACOBS, *Ripensare il capitalismo*, Bari-Roma, 2017 (trad. it. di *Rethinking Capitalism. Economics and Policy for Sustainable and Inclusive Growth*, Hoboken, 2016); P. MASON, *Postcapitalismo. Una guida al nostro futuro*, Milano, 2016, per il quale il capitalismo in sé è un sistema adattivo che ha raggiunto il massimo grado di adattamento possibile.

Secondo una interessante tesi formulata da Katharina Pistor, ad esempio, il capitale (inteso nel suo generico significato di ricchezza sottoposta a privativa) è costituito da due ingredienti: un bene (in senso molto ampio, incluso qualsiasi oggetto, abilità o idea) e il suo “codice legale”³⁴. Il “codice” si riferisce alle leggi di proprietà, contratti, *trust*, intermediari finanziari e società che sono in grado di trasformare un bene qualsiasi in capitale e, quindi, generare ricchezza privata in un sistema capitalistico. Ci sono diversi attributi chiave comuni del capitale, vale a dire: priorità, durata, universalità e convertibilità. La priorità classifica le posizioni legali, privilegiando determinati titoli di un detentore di attività rispetto ad altri. Inoltre, i diritti sulle attività possono essere estesi nel tempo, conferendo loro la durevolezza e consentendo la crescita del capitale nel tempo. L'universalità garantisce che la priorità e la durevolezza siano sostenute contro forze avverse. Infine, grazie alla convertibilità, i detentori di attività hanno un'opzione per convertire le loro attività in valore. Mediante questi attributi che sono codificati nelle leggi, qualsiasi attività può essere trasformata in capitale e, quindi, creare o aumentare la ricchezza per i detentori di attività.

In un dialogo ideale di risposta a Thomas Piketty, che ha notoriamente rilevato come le disuguaglianze dipendano oggi dall'incremento eccessivo del capitale³⁵, Pistor assume che la legge aiuta a creare sia la ricchezza, che la disuguaglianza. E una delle tecniche di maggiore impatto nella creazione di disuguaglianza è rappresentata dalla sottrazione legale di risorse ai creditori. Il che rinvia a una delle tecniche legali di conversione di beni immateriali in capitale, ossia la “capitalizzazione” di una qualsiasi entità in netto patrimoniale societario.

Seguendo il ragionamento di Pistor, «non ci sarebbe nulla di nuovo nel “nuovo capitalismo”». Il volto mutevole del capitalismo, compreso il suo recente passaggio alla “finanziarizzazione”, potrebbe essere spiegato con il fatto che le vecchie tecniche di codificazione prima applicate alle risorse reali, come la terra, ora si applicano ai cc.dd. *intangibles*. La codificazione giuridica si pone così alla base del valore delle risorse e, quindi, sia della creazione che della distribuzione della ricchezza. Nel caso delle attività finanziarie e dei diritti di proprietà intellettuale, che non esistono al di fuori della legge, ciò è del tutto evidente. Ma per Pistor ciò vale anche per risorse meno complesse che

³⁴ K. PISTOR, *The Code of Capital. How the Law creates Wealth and Inequality*, Princeton and Oxford, 2019, *passim*.

³⁵ V. *supra* T. PIKETTY, *Il capitale nel XXI secolo*, cit.

sono state i prototipi della codificazione legale, come appunto la terra o i beni in senso materiale.

3.1 Segue: un'ipotesi di lavoro.

Orbene, coltivando questi ultimi stimoli, sembra allora che l'*eclissi* non riguardi il capitale in sé, quanto piuttosto la funzione che gli viene riconosciuta. Ove si tengano ferme le premesse svolte, l'obiettivo (egoistico) della sottrazione di risorse alla esecuzione dei creditori – perseguito mediante la sottoposizione dei beni a uno specifico regime legale segregativo – non risulta affatto raggiunto, almeno in quegli ordinamenti giuridici che abdicano facilmente alla imperatività delle regole sul capitale, o comunque le neutralizzano mediante la riduzione esasperata dei vincoli su porzioni del “netto”.

Si può forse sostenere che la sterilizzazione delle regole assecondi in certe situazioni una esigenza contingente, come è accaduto mediante la legislazione “Covid”; ma può allo stesso tempo sostenersi come l'intero sistema del capitale societario – almeno fuori dai settori regolati – sia messo in ombra dalla sua pura funzione normativa, ossia quella di misurazione del grado di adempimento degli obblighi gestori.

Se, quindi, i creditori non sono privati delle risorse sottoposte al regime del “netto” e, allo stesso tempo, non sono neanche garantiti dalla segregazione di patrimonio escutibile, non si comprende affatto quale spazio residui per il capitale societario così concepito.

E allora – lo dico con tutta l'approssimazione di una conclusione sulla quale ancora meditare – la protezione efficace dei creditori dall'evento della insolvenza delle società potrebbe invece essere trattata come un rischio assicurabile, al pari di quanto accade diffusamente in molti micro-settori o per singoli affari³⁶. Si tratterebbe non tanto di

³⁶ Qualsiasi riferimento in letteratura sarebbe sempre riduttivo, ma si vedano K. J. ARROW, *Insurance, Risk, and Resource Allocation*, in ID., *The Economics of Information*, Oxford, 1984, 78 ss; A.M. POLINSKY, *An Introduction to Law and Economics*, Boston-Toronto, 1983, 51; E. MACKAAY, *Economics of Information and Law*, Boston-The Hague-London, 1982, 107 ss.; H. R. VARIAN, *Microeconomia*, 3° ed., trad. It., Venezia, 1993, 202 ss.; R. COOTER, T. UULEN, i, 3° ed., Glenview-London, 2000, 44 ss.; R. COOTER, U. MATTEI, P. MONATERI, R. PARDOLESI, T. ULEN, i, Bologna, 1999, 66 ss.; J. HIRSHLEIFER, J. G. RILEY, *The Analytics of Uncertainty and Information. An Expository Survey*, in *J. of Ec. Lit.*, (17) 1979, 1375 ss.; ID., *The Analysis of Uncertainty and Information*, Cambridge, 1992, *passim*; S. SHAVELL, *Economic Analysis of Accident Law*, Cambridge – London, 1987, 190 ss.; R.A. POSNER, *Economic Analysis of Law*, 4° ed., Boston-Toronto-London, 1992, 103 ss.; e naturalmente L. KAPLOW, *General Characteristics of Rules*, 1999, scaricabile da <http://ecsocman.hse.ru/data/007/784/1216/9000book.pdf>; e F. DENOZZA, *Rules vs. Standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni virtuali*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 327.

implementare il già florido mercato delle polizze per l'assicurazione del rischio di inadempimento che taluno tema di correre nella contrattazione commerciale, quanto piuttosto di verificare la possibilità di creare un mercato dell'assicurazione del rischio di erosione del capitale che incombe sugli imprenditori commerciali e che andrebbe costruito come una sorta di "sistema di assicurazione della responsabilità patrimoniale" a carattere obbligatorio e generalizzato (quindi mediante premi che ciascun imprenditore pagherebbe sostenendo un costo tendenzialmente calmierato da appostare sulla spesa corrente e tarato, ad esempio, sulla entità dell'indebitamento), oppure a carattere facoltativo e selettivo (quindi mediante premi basati sulla libera negoziazione tra assicurato e assicuratore, che verrebbero sottoposti a un libero giudizio di convenienza da parte del terzo beneficiario chiamato a concedere credito e potrebbero essere tarati sulla variegata rischiosità del settore d'affari considerato, o sulla singola tipologia del credito oggetto di assicurazione).

L'ipotesi di lavoro succintamente accennata, piuttosto che realizzare una integrale (e quanto mai ardita) sostituzione del sistema delle garanzie patrimoniali e personali con quello dell'assicurazione della responsabilità da debito (il che, evidentemente, genererebbe un costo sociale forse insopportabile, o un mercato dei premi altrettanto volatile), si proporrebbe di consentire il superamento della costruzione del capitale sociale in termini di frazione indisponibile del netto "reale" posto a garanzia dei terzi e si potrebbe idealmente collocare nella scia della disciplina dettata in tema di polizze assicurative o fideiussorie prestate dal socio d'opera di società a responsabilità limitata, le quali garantiscono l'adempimento (da parte del socio) dell'obbligazione conferita e non la corretta valutazione della stessa.

Si tratta, allo stato, di suggestioni "post Covid", che tuttavia trovano una ragione di approfondimento non soltanto a causa del velo d'ombra che la predatoria economia finanziaria ha ormai gettato sulla consistenza reale del "netto" societario, e che doverosamente andrebbe sollevato, ma anche per i possibili sviluppi che sono prospettabili sul piano scientifico³⁷. Non si dimentichi, infatti, che le soluzioni adottate al fine di conseguire una razionale ripartizione dei costi generati dalle attività

³⁷ Per alcuni riferimenti su temi limitrofi, v. lo stesso R. SHILLER, *The Subprime Solution*, cit., spec. 77 ss.; ancora M. LUTTER, *Legal Capital in Europe*, cit., 229 ss.; e ancor prima P. HALPERN, M. TREBILCOCK, S. TURNBULL, *An economic analysis of limited liability in corporation law*, in *Univ. of Toronto Law Journal*, (30) 1980, 117.

economiche (non solo in termini di responsabilità civile, ma evidentemente anche sul piano del rischio di insolvenza e, quindi, di responsabilità patrimoniale) hanno sempre costituito la base del giudizio circa la loro “efficienza”³⁸.

³⁸ D’obbligo il riferimento e la riscoperta in tal senso di P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961, spec. ss. e 277 ss.; G. CALABRESI, *Costo degli incidenti e responsabilità civile. Analisi economico-giuridica*, Milano, 1975, *passim*; ID., *A Broader View of the Cathedral: The Significance of the Liability Rule, Correcting a Misapprehension*, in *Law and Contemporary Problems*, Vol. 77, No. 2, 2014, *Yale Law & Economics Research Paper No. 503*.