

Andrea Ferri

Il piano nella liquidazione giudiziale con esercizio provvisorio

**Aggiornato con il Correttivo del CCII,
la l. 159/2020 e la l. 176/2020**



G. Giappichelli Editore

Premessa

L'esplosione della pandemia da Covid-19 sta incidendo pesantemente sulle economie di tutto il mondo a causa del *lockdown* di intere aree geografiche nazionali e continentali.

Gli interventi adottati dai governi nazionali a livello di disciplina emergenziale sono molteplici e di grande rilevanza¹. Tuttavia, appare inevitabile che molte imprese saranno costrette a chiudere le proprie attività o a chiedere aiuto al Tribunale per proteggere la continuità aziendale.

È innegabile che, a prescindere dagli aiuti stanziati, molte piccole e medie imprese saranno destinate a fronteggiare l'inevitabile insolvenza².

Gli interventi adottati sinora hanno quasi tutti natura assistenziale e dilatoria degli obblighi previsti dalla disciplina societaria, ai fini della conservazione dell'integrità del capitale sociale durante la gestione liquidatoria e sono, comunque, funzionali a risolvere, seppure momentaneamente, il problema della liquidità. Non si rinviene, di converso, né un'anticipazione dell'entrata in vigore del Codice della Crisi d'Impresa e dell'insolvenza né la previsione di istituti anche di ispirazione passata volti a fronteggiare la crisi attraverso la preservazione della continuità aziendale diretta (*automatic stay* dell'imprenditore incolpevole insolvente)³.

Assistiamo ad interventi “*flash*” volti a risolvere precedenti dimenticanze del

¹ Cfr. E. Ricciardiello, *Dal codice della crisi dell'impresa e dell'insolvenza alla disciplina emergenziale covid-19: la necessità di intervento del mercato*, in *Mercato Concorrenza e Regole*, 2020; M. Irrera, *Procedura semplificata di composizione assistita della crisi: Uno strumento indispensabile per le PMI nell'attuale situazione di emergenza economica*, proposta legislativa 7 maggio 2020, reperibile sul sito www.ilcaso.it; v. anche G. Corno, L. Panzani, *Proposta di legge per una moratoria straordinaria volta a gestire l'emergenza, tramite l'istituzione della procedura di “amministrazione vigilata”*, 2020, in www.ilcaso.it.

² D.l. 8 aprile 2020, n. 23 “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”.

³ S. Ambrosini, *La “falsa partenza” del codice della crisi, le novità del decreto liquidità e il tema dell'insolvenza incolpevole*, articolo reperibile sul sito www.ilcaso.it, 2020.

Legislatore o ad introdurre, con effetto immediato, articoli del CCII, la cui portata viene ritenuta essenziale in questo momento storico⁴.

Il presente lavoro si pone come obiettivo l'approfondimento dell'istituto dell'esercizio provvisorio nel passaggio dalla disciplina della legge fallimentare al CCII, in tutti gli istituti ed i presidi in cui la giurisprudenza e la dottrina lo hanno valorizzato, implementato e ne hanno sviluppato le *best practice*. La convinzione dell'autore è che, grazie al superamento della *querelle* tra continuità soggettiva diretta e continuità oggettiva indiretta sia possibile preservare i valori produttivi dell'economia attraverso la valorizzazione del ruolo

⁴ Legge 27 novembre 2020, n. 159 di conversione del d.l. n. 125/2020 che prevede importanti modifiche in tema di transazione fiscale e previdenziale, introducendo nella legge fallimentare le disposizioni di cui agli artt. 48, comma 5, 63 e 88 CCI. Le norme – che modificano gli artt. 180 e 182 *bis* l.f. – entrano in vigore dal 4 dicembre 2020 (art. 7, d.l. n. 125/2020 conv. in legge n. 159/2020) e possono essere applicate anche alle procedure pendenti purché non sia già spirato il termine per la modificazione della proposta. È stata inoltre disposta l'abrogazione del d.m. 4 agosto 2019 (ossia del provvedimento adottato ai sensi dell'art. 32, comma 6, d.l. n. 185/2008, conv. in legge n. 2/2009) che regolava la transazione da parte degli enti previdenziali negli accordi di ristrutturazione e nei concordati preventivi. All'art. 3: al comma 1, le parole: “recante ‘Misure urgenti per il sostegno e il rilancio dell'economia’” sono sostituite dalle seguenti: “convertito, con modificazioni, dalla legge 13 ottobre 2020, n. 126”; dopo il comma 1 sono aggiunti i seguenti: 1 *bis*. In considerazione della situazione di crisi economica per le imprese determinata dall'emergenza epidemiologica da COVID-19, al regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, sono apportate le seguenti modificazioni: a) all'art. 180, comma 4, è aggiunto, in fine, il seguente periodo: “Il tribunale omologa il concordato preventivo anche in mancanza di voto da parte dell'amministrazione finanziaria o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie quando l'adesione è determinante ai fini del raggiungimento delle maggioranze di cui all'art. 177 e quando, anche sulla base delle risultanze della relazione del professionista di cui all'art. 161, terzo comma, la proposta di soddisfacimento della predetta amministrazione o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie è conveniente rispetto all'alternativa liquidatoria”; b) all'art. 182 *bis*, comma 4, è aggiunto, in fine, il seguente periodo: “Il tribunale omologa l'accordo anche in mancanza di adesione da parte dell'amministrazione finanziaria o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie quando l'adesione è decisiva ai fini del raggiungimento della percentuale di cui al primo comma e quando, anche sulla base delle risultanze della relazione del professionista di cui al medesimo comma, la proposta di soddisfacimento della predetta amministrazione o degli enti gestori di forme di previdenza o assistenza obbligatorie è conveniente rispetto all'alternativa liquidatoria”; c) all'art. 182 *ter*: 1) al comma 1, secondo periodo, dopo le parole: “natura chirografaria” sono inserite le seguenti: “anche a seguito di degradazione per incapienza”; 2) al comma 5, il secondo periodo è sostituito dal seguente: “In tali casi l'attestazione del professionista, relativamente ai crediti tributari o contributivi, e relativi accessori, ha ad oggetto anche la convenienza del trattamento proposto rispetto alla liquidazione giudiziale; tale punto costituisce oggetto di specifica valutazione da parte del tribunale”; 3) al comma 5, dopo il terzo periodo è inserito il seguente: “Ai fini della proposta di accordo su crediti aventi ad oggetto contributi amministrati dagli enti gestori di forme di previdenza ed assistenza obbligatorie, e relativi accessori, copia della proposta e della relativa documentazione, contestualmente al deposito presso il tribunale, deve essere presentata all'ufficio competente sulla base dell'ultimo domicilio fiscale del debitore”.

degli organi delle procedure concorsuali (su tutti il curatore ed il commissario giudiziale).

Il teorema è quello del Codice della Crisi e dell'Insolvenza: rapidità, efficienza e ritorno al valore con esdebitazione se l'imprenditore non ha commesso atti in frode e fa emergere la crisi tempestivamente – mediante un piano di risanamento attestato e poi ritenuto ammissibile dal Tribunale.

Dopo la liberalizzazione delle forme e delle trattative tra debitore e creditori della Riforma del 2005/2006 il Legislatore oggi crede nel rafforzamento del controllo pubblico (*i.e.* del tribunale) che si rende necessario quale presidio di garanzia a fronte dei finanziamenti con risorse pubbliche che saranno stanziati⁵.

È proprio in questo periodo che l'esercizio provvisorio, se utilizzato con sapienza, potrebbe rivelarsi utile a traghettare l'impresa decotta verso una nuova fase di ripresa. Grazie al potenziamento della vigilanza degli organi della procedura l'esercizio provvisorio potrebbe, altresì, essere utilizzato su richiesta del debitore in crisi o insolvente per consentire, nel distinguo tra insolvenza colpevole ed incolpevole, la retrocessione dell'azienda allo stesso imprenditore a seguito di un processo di stabilizzazione mediante la nuova liquidazione giudiziale (con esdebitazione – *fresh start* – in assenza di atti in frode).

Questo lavoro oltre ai profili di analisi della disciplina *de jure condendo* in previsione dell'entrata in vigore del nuovo CCII tiene conto dell'esperienza vissuta sul "campo" quale curatore di procedure fallimentari, anche transfrontaliere, che hanno evidenziato l'efficienza dell'istituto, ma anche quello di consulente *e/o advisor* di imprese che si accingono ad adire all'autorità giudiziaria, per non disperdere completamente il valore aziendale salvaguardando così il ceto creditorio.

L'esercizio provvisorio non è istituito di nuovo conio poiché è sempre esistito all'interno della legge fallimentare; dapprima nell'art. 90, comma 1 in cui veniva previsto che: "*il tribunale dopo la dichiarazione di fallimento, poteva disporre la continuazione temporanea dell'attività economica del debitore ove dalla sua improvvisa interruzione potesse derivare un danno grave e irreparabile*".

Al comma 2 veniva, poi, stabilito che la prosecuzione dell'attività d'impresa potesse essere disposta anche dopo il decreto di esecutività dello stato passivo, previo parere favorevole del comitato dei creditori.

Nonostante l'esercizio provvisorio fosse già funzionale alla conservazione dei valori aziendali e, conseguentemente, del patrimonio destinato a soddisfare i creditori sociali, nella pratica veniva preferito l'affitto d'azienda o di uno dei

⁵ L'autore esamina anche l'esercizio provvisorio cosiddetto atipico nella legge n. 3/2012 nella liquidazione del patrimonio poi liquidazione controllata nel CCII, del micro-imprenditore e del professionista, dell'imprenditore agricolo.

suoi rami poiché consentiva di addossare il rischio di gestione su di un soggetto terzo ed estraneo alla procedura concorsuale.

Il mancato utilizzo dello strumento, quindi, andava ravvisato più nell'atteggiamento, timoroso ed eccessivamente prudente, degli organi della procedura e del curatore che non per le criticità dell'istituto in sé⁶.

Tenuto conto dell'importanza della tempestività delle decisioni da assumere in questa fase, l'esercizio provvisorio è sicuramente preferibile all'affitto d'azienda prendendo in considerazione la difficoltà a reperire terzi operatori economici concretamente interessati al compendio aziendale, nell'imminenza dell'apertura del procedimento. Ciò anche alla luce dell'obbligo derivante dalla legge fallimentare di collocare, a mezzo di procedure competitive, i compendi aziendali in un momento storico in cui appare improbabile, se non impossibile, reperire sul mercato soggetti *in bonis* disposti a rilevare aziende decotte con vincoli stringenti sulla continuità⁷.

Già a partire dalle crisi economiche del ventennio che hanno travolto l'intero sistema (iniziate col default delle Dotcom e con l'attentato alle Torri Gemelle e culminate, nel 2008, con il Chapter 11 della Lehman Brothers) gli operatori del settore e abitualmente designati curatori, si sono ritrovati a "rivestire i panni" del consulente di impresa utilizzati dalle società in difficoltà, come esperti per individuare le soluzioni più adatte alla risoluzione della crisi. Nel caso in cui sia troppo tardi per l'utilizzo degli strumenti light (piano attestato, ADR, accordi di moratoria), a consigliare la procedura concorsuale più adatta alla salvaguardia degli *assets* aziendali e alla tutela del ceto creditorio.

Questo mutato atteggiamento ha fatto sì che il professionista si sia, con gli anni, esercitato a cambiare spesso prospettiva diventando, sempre più versatile ed empatico a diversi business, a diversi piani industriali, a diverse crisi, a diversi scenari di risanamento.

L'esercizio provvisorio, oggi, non si pone più in diretta concorrenza con l'affitto d'azienda, configurandosi, piuttosto in termini di strumentalità con quest'ultimo.

L'art. 211 del futuro CCII per la cui entrata in vigore, proprio a causa dell'attuale situazione di emergenza, occorre ancora attendere il 1° settembre 2021, non ha nella sostanza modificato l'attuale art. 104 l.f. così come mutato ed integrato ad opera della riforma della legge fallimentare del 2006; salvo nel diritto

⁶Quantomeno fino al 2007/2008 dopo una certa sedimentazione delle norme emanate con la riforma Trevisanato – vedasi dati al Tribunale di Bologna esercizi provvisori dichiarati in tale epoca fino al 2019 oltre un centinaio – dati statistici ODCEC BO – Tribunale di Bologna.

⁷Basti pensare che il nuovo CCII, ai fini della qualificazione del concordato in continuità aziendale, richiede la conservazione di almeno la metà della media dei posti di lavoro in forza nei due esercizi precedenti – art. 84, punto 2, CCII.

del debitore ad una istruttoria prefallimentare dedicata alle prospettive di ripristino della continuità aziendale immediata e conseguente alla sentenza di fallimento – comma 1, art. 211, CCII – “L’apertura della liquidazione giudiziale non determina la cessazione dell’attività d’impresa quando ricorrono le condizioni di cui ai commi 2 e 3”.

Capitolo 1

Le crisi economico finanziarie dal 2000 al 2020 da Covid-19

1.1. Premessa

L'imponente processo di globalizzazione dell'economia avviato negli anni '70-'80 dello scorso secolo ha portato a tassi di crescita dell'economia mondiale sconosciuti in tutte le epoche precedenti.

Gli uffici studi internazionali stimano che l'economia globale sia cresciuta ad un tasso annuo reale medio superiore al 3,5% dagli anni '80 ad oggi.

Si tratta di una creazione di ricchezza senza precedenti, che ha portato interi Paesi e molte centinaia di milioni di cittadini ad uscire dal sottosviluppo e dalla fame, e ad intraprendere un processo irreversibile di sviluppo economico, grazie alla massiccia immissione di moneta da parte delle Banche centrali.

La globalizzazione, dal punto di vista storico, ha superato e soppiantato il precedente sistema dei commerci internazionali – basato su commerci privilegiati fra Paesi “amici” e l'imposizione di dazi per impedire la provenienza di prodotti da Paesi terzi –, dimostrando nei fatti di essere estremamente più efficiente nel processo di allocazione delle risorse e, conseguentemente, di promozione dello sviluppo.

La spinta decisiva al processo di internazionalizzazione dell'economia si è registrato a metà anni '80, quando la Cina ha intrapreso il suo percorso di creazione di un sistema capitalistico fortemente dirigistico.

Da allora l'internazionalizzazione della produzione, basata sullo spostamento degli stabilimenti produttivi nei Paesi emergenti e sulla forte riduzione dei dazi, si è sempre più consolidato.

Oltre la Cina, anche molti altri Paesi asiatici hanno iniziato il percorso dello sviluppo, seguiti dall'America Centrale e dal Sud America.

Più recentemente si sono avviati allo sviluppo anche molti Paesi del continente africano.

In questi 40 anni si è trattato di un “gioco win-win” – quello in cui tutti i

giocatori vincono contemporaneamente – per quanto riguarda la formazione di ricchezza per i vari Paesi, ma l’effetto collaterale negativo è che si sono creati squilibri crescenti nella distribuzione della ricchezza all’interno dei Paesi stessi.

Si è creata quindi una situazione di forte polarizzazione della ricchezza all’interno delle diverse fasce sociali, in quanto una percentuale di popolazione sempre più ridotta gode di fette sempre crescenti di ricchezza.

Lo spostamento delle fabbriche nei Paesi emergenti ha creato fasce di disoccupazione, nei Paesi sviluppati, nella forza lavoro meno qualificata, creando nuova occupazione (ma in numero molto inferiore) nei servizi e produzioni con maggior valore aggiunto.

L’effetto “nuova povertà” nei Paesi ricchi è stato a lungo mitigato dalla crescente disponibilità di beni a prezzi assai ridotti (prodotti altrove a costi più bassi ed importati senza dazi), che davano alla popolazione la sensazione di godere dello stesso potere d’acquisto in termini reali.

Col passare degli anni le crescenti esportazioni di manufatti dalla Cina e dai paesi emergenti più aggressivi verso l’Europa e, soprattutto, gli Stati Uniti, hanno creato enormi disavanzi commerciali cronici che ora stentano ad essere riasorbiti.

Gli enormi introiti valutari derivanti dalle esportazioni ed i forti investimenti diretti dall’estero hanno permesso a questi Paesi, in particolare Cina e Corea, di creare una forte base produttiva anche in settori industriali e servizi a più alto valore aggiunto, insidiando in questa maniera la stessa leadership tecnologico-industriale di Europa e Stati Uniti.

È per questo motivo che il meccanismo apparentemente virtuoso “win-win” rischia di incepparsi e non trainare più, come prima, la crescita economica globale.

È cronaca recente il ritorno ai dazi commerciali degli Stati Uniti nei confronti della Cina, insieme al divieto di trasferimento di tecnologia, ed altre misure protezionistiche.

Il tentativo in corso, da parte degli Stati Uniti, di invertire il trend sempre crescente del disavanzo commerciale nei confronti di Cina, Europa, Corea, Giappone, Messico ecc., induce gli economisti a ritenere che nei prossimi anni il tasso di crescita del commercio internazionale si ridurrà.

Questo rallentamento produrrà una decelerazione anche nella crescita economica globale, determinando tensioni commerciali crescenti fra i Paesi leader – USA contro Cina, USA contro Europa, Europa contro Cina.

Il minor tasso di crescita del PIL mondiale si trasmetterà in maniera asimmetrica sulle diverse economie, che torneranno ad essere fra loro antagoniste.

USA, Europa, Cina, India, Russia saranno in competizione commerciale continua tra loro, cercando di attrarre investimenti tecnologici e finanziari a scapito

degli altri, nonché assicurarsi quote crescenti di mercati di sbocco per le proprie produzioni fra i Paesi minori.

In questo contesto è chiaro che la competizione ruota attorno alla disponibilità dei tre fattori chiave a disposizione dei contendenti, ossia le risorse finanziarie, tecnologiche ed umane.

Si ritiene che al momento solo gli Stati Uniti, la Cina e l'Europa godano della massa critica – in termini di disponibilità di capitali finanziari, di risorse tecnologiche ed umane, nonché di ampiezza del mercato interno – necessaria per aspirare ad esercitare la leadership economica mondiale.

Tutti gli altri Paesi dovranno necessariamente negoziare condizioni di scambio bilaterali con i tre diversi attori principali, ed è evidente che in un mondo basato su relazioni bilaterali, anziché multilaterali, la parte più forte prevale.

Molti dubitano che la stessa Europa, che non è certo monolitica, possa essere ancora una entità in grado di lottare alla pari con USA e Cina, e che già oggi, in realtà, solo questi ultimi due Paesi siano i veri aspiranti alla leadership economica mondiale.

Il rallentamento della crescita globale produce a cascata il rallentamento della crescita delle singole economie nazionali, anche se in misura asimmetrica, e quindi anche i presupposti per l'insorgere di crisi economiche e finanziarie.

Negli ultimi 20 anni, pur in presenza di ottimi tassi di sviluppo economico, si sono verificate nel mondo diverse crisi finanziarie di cui si dirà in seguito.

È logico prevedere che nei prossimi anni, nel caso in cui esplodano davvero le guerre commerciali che oggi stanno montando, il minor tasso di sviluppo economico complessivo da queste generato, produca l'insorgere di nuove crisi finanziarie ancora più gravi di quelle finora sperimentate.

1.2. Le crisi economiche e finanziarie del periodo 2000-2020

Si vogliono di seguito ricordare brevemente le principali crisi avvenute negli ultimi venti anni, precedentemente a quella in corso.

Tutte queste crisi hanno la caratteristica comune di essersi create negli Stati Uniti, capitale economica e finanziaria del mondo, e poi trasmesse a tutti gli altri Paesi¹.

È interessante, infatti, raffrontare le loro caratteristiche con quelle della crisi in corso, nonché le misure adottate allora per uscirne, e quelle che sono in corso di adozione oggi.

¹ Atti al Corso di Alta Formazione e aggiornamento per Gestori della crisi da sovraindebitamento 2020, ex d.l. 22 giugno 2020, n. 202/2014, E. Franzoni, *L'esercizio provvisorio nella liquidazione del patrimonio – Crisi da Covid-19 e soluzioni per evitare il default sistemico*.

1.3. La bolla finanziaria Internet (crisi delle Dotcom) – anno 2000

Si trattò di una crisi puramente finanziaria che si materializzò quando “esplose”, nel marzo 2000, la bolla speculativa iniziata nel 1997, che aveva gonfiato a dismisura le quotazioni delle società, quotate al Nasdaq, legate all’insorgente rivoluzione tecnologica e commerciale provocata dall’avvento di Internet.

Enormi capitali speculativi si riversarono su queste società, spesso appena costituite (*start up*), che promettevano di assicurare, in caso di affermazione del modello di business da loro proposto, la generazione di enormi profitti.

Quando il mercato si svegliò e si rese conto che non tutte queste *start up* potevano avere successo, e che molti modelli di business erano del tutto irrealistici, la bolla si sgonfiò rapidamente senza causare danni rilevanti all’economia, salvo il fallimento di molte *start up* e di qualche loro incauto finanziatore.

Si trattò di una crisi puramente finanziaria, basata però su fattori reali sottostanti estremamente concreti ed importanti, ossia l’affermazione definitiva di Internet e dei suoi effetti per gli anni a venire.

È interessante notare che fra le aziende interessate dalla bolla, i cui prezzi azionari si gonfiarono e sgonfiarono repentinamente, c’era anche Amazon, che però sopravvisse alla crisi ed oggi è una delle società di maggior valore al mondo.

Essendo la finanza mondiale estremamente interconnessa, la bolla dei titoli tecnologici si trasferì anche nelle Borse degli altri Paesi, anche se in misura molto più contenuta, essendo gli Stati Uniti la vera culla della rivoluzione tecnologica.

1.4. La crisi finanziaria conseguente all’attentato del 11 settembre 2001 alle Twin Towers

Mentre gli Stati Uniti, per facilitare l’uscita dalla crisi finanziaria delle Dotcom, avevano da poco ridotto il tasso d’interesse del dollaro dal 6,5% al 3,5%, l’attentato alle torri gemelle a New York provocò un ulteriore blocco dell’attività economica negli USA.

Anche in questo caso, al fine di superare la crisi in maniera velocissima, la banca centrale americana procedette ad ulteriori ribassi del tasso di interesse, che arrivò in tempo breve al 1%, un livello mai visto negli States dal dopoguerra.

Un tasso di interesse tenuto bassissimo per troppo tempo, insieme ad una politica fiscale molto espansiva, soprattutto incentrata sulla concessione ai cittadini di sgravi fiscali ed agevolazioni per l’acquisto di case, crearono in quel momento le condizioni per la formazione della successiva bolla finanziaria, destinata ad esplodere nel 2008.

In realtà molti economisti non considerano quella del 2001 una vera e propria crisi finanziaria; secondo loro si trattò di un episodio di guerra gravissimo, foriero di conseguenze militari enormi, ma non di una crisi finanziaria.

Ci furono violenti ribassi nelle quotazioni di Borsa, e la città di New York impiegò un po' di tempo per riuscire a ripartire, ma tutto sommato le conseguenze economiche furono limitate.

Quello che invece importa, nell'analisi di quella crisi, furono l'impiego massiccio e contemporaneo, per la prima volta nei tempi recenti, di politiche monetarie (tassi bassi) e fiscali (riduzioni di imposte e maggior spesa pubblica) ultra espansive.

Quella del periodo 2001-2005 fu in sostanza la prima applicazione contemporanea di pesanti provvedimenti monetari e fiscali per far ripartire velocemente l'economia in un momento di rallentamento.

Lo stesso modello è stato adottato negli Stati Uniti, in dosi però sempre più massicce, in occasione delle successive crisi del 2008 e del 2020.

1.5. La crisi economico finanziaria dei *sub prime loans* – anni 2007-2008

Questa crisi si determinò negli anni 2007 e 2008 negli Stati Uniti e si propagò a tutti gli altri Paesi.

Fu determinata dallo scoppio della bolla immobiliare causata dalle politiche monetarie e fiscali troppo espansive messe in atto dalle autorità per uscire velocemente dalle crisi delle Dotcom e delle Twin Towers, e dal comportamento eccessivamente speculativo delle grandi società finanziarie americane.

Anche negli Stati Uniti, al pari di tutti gli altri Paesi, il settore immobiliare ha un peso rilevante per la crescita dell'economia.

La grande liquidità messa a disposizione degli investitori privati in quegli anni provocò un boom immobiliare trainato dalla costruzione e vendita a credito di immobili a privati che disponevano di scarso merito creditizio (mutui *sub prime*, appunto).

I singoli mutui erogati a clienti potenzialmente insolventi venivano poi ceduti, dalle banche locali che li avevano erogati, alle grandi banche e società finanziarie, che a loro volta li "impacchettavano" in strumenti finanziari destinati alla rivendita e circolazione, inclusa la quotazione nei mercati ufficiali.

Alla fine, quei mutui concessi a cattivi debitori finivano nelle gestioni patrimoniali e fondi d'investimento sottoscritti dalla generalità degli investitori mondiali.

Quando le quotazioni del mercato immobiliare iniziarono a scendere, i debitori furono chiamati a rimborsare i prestiti ricevuti (nella prassi bancaria americana l'entità del prestito in essere deve essere sempre inferiore al valore

dell'ipoteca, cioè del valore stesso dell'immobile); i casi di insolvenza divennero sempre più frequenti fino a provocare la caduta dell'intero "castello di carta".

Divenne a quel punto evidente che titoli per miliardi di dollari erano stati emessi sulla base di quotazioni immobiliari eccessive e circolavano da anni nei portafogli di tutti i grandi investitori mondiali.

Fallirono banche di ogni dimensione, anche quelle che si riteneva non potessero fallire perché "*too big to fail*", assicurazioni e intermediari finanziari; l'immagine simbolo di quella crisi rimane quella dell'impiegato di Lehman Brothers, licenziato, che lascia gli uffici della sede con lo scatolone delle sue carte in mano.

La crisi si trasmise subito anche all'economia reale, con fallimenti a raffica fra le società industriali meno solide finanziariamente, e la conseguenza della creazione di un numero di disoccupati come non si vedeva dai tempi della grande crisi del 1929.

Essendo l'economia mondiale strettamente interconnessa, la crisi, nata negli Stati Uniti, si estese con effetti analoghi a tutto il mondo.

Per uscire rapidamente dalla crisi, la banca centrale americana iniettò nell'economia risorse finanziarie in una misura mai vista prima.

Venne inaugurata in maniera massiccia la stagione del "*quantitative easing*", ossia l'immissione di liquidità nel sistema tramite l'acquisto di titoli, sia pubblici che privati, mentre il tasso di interesse veniva azzerato.

Anche le misure fiscali prese dal governo furono ultra espansive, con contributi sia ad imprese che famiglie, finalizzati a sostenere sia l'apparato produttivo che i consumi dei privati cittadini.

Il risultato di queste efficaci manovre fu una ripresa economica molto sostenuta, che fece uscire gli States dalla crisi in tempi assai più rapidi di quanto stava avvenendo nel resto del mondo.

Una volta superata la fase acuta della crisi, quelle misure straordinarie monetarie e fiscali vennero gradualmente ridotte, fino ad essere di fatto abbandonate negli anni 2017-2019.

1.6. La crisi del 2007-2008 in Europa ed in Italia

Gli effetti della crisi in Europa ed Italia furono simili a quelli registrati negli Stati Uniti: numerosi fallimenti di banche ed imprese industriali, crollo dei consumi e nuova disoccupazione in grande quantità.

Quella che fu molto diversa fu l'uscita dalla crisi.

L'Europa, si sa, non è uno stato federale, è solo un'area di libero scambio e circolazione di merci e cittadini ed è dotata di una moneta comune.

Poiché una moneta comune non può reggere, alla distanza, se le economie reali sottostanti sono tra loro troppo divergenti, l'Europa si è dotata di un complesso apparato normativo-esecutivo per cercare di ridurre gradualmente le differenze di crescita economica fra i Paesi.

Il grande filosofo sociologo Max Weber diceva, oltre cento anni fa, che uno Stato si forma e prospera solo se dispone di almeno due poteri: il potere di imporre tasse e quello di poterle riscuotere.

Del resto, la storia insegna che anche la nascita reale della Federazione degli Stati Uniti fu possibile solo quando anche gli stati più recalcitranti furono convinti (costretti) ad accettare una forte base fiscale comune, quale preconditione per l'istituzione di una moneta comune e di un debito comune.

La crisi del 2008 ha messo in luce la debolezza della costruzione europea fin qui raggiunta.

Negli Stati Uniti la forza dei provvedimenti unici federali ha fatto uscire dalla crisi rapidamente sia la California che l'Arkansas, per citare due Stati con differenze di reddito almeno pari a quelle che esistono in Europa fra la Germania e la Grecia.

In Europa, invece, ogni Stato ha dovuto provvedere autonomamente, esclusivamente con risorse proprie.

I Paesi che all'inizio della crisi godevano di una posizione fiscale solida (basso rapporto debito/PIL e basso disavanzo annuale di bilancio) hanno potuto reagire incrementando la spesa pubblica, a differenza di quelli più deboli che non potevano aumentare eccessivamente il loro già alto livello di indebitamento.

La Germania e gli altri Stati forti (inclusa la Spagna, che pur non essendo uno Stato molto forte dal punto di vista economico, godeva a quel tempo di un livello di indebitamento molto basso) sono usciti rapidamente dalla crisi ed hanno ricominciato a crescere con buoni tassi di sviluppo.

L'Italia, al contrario, era entrata nella crisi con un rapporto debito/PIL già attorno al 105%, e nel giro di due anni si è ritrovata oltre il 135%, pur avendo potuto aumentare la spesa pubblica in maniera assai inferiore a quanto deliberato dagli altri Paesi.

Il livello del 135% era considerato allora dal mercato un punto di non ritorno, e solo il massiccio intervento di quantitative *easing* della Banca centrale europea ha salvato l'Italia dalla speculazione, dalla uscita forzata dalla moneta comune e dal ritorno alla vecchia lira.

Il rispetto dei rigidi parametri di disavanzo annuale ed indebitamento complessivo hanno però costretto l'Italia a mantenere politiche fiscali restrittive per tutti gli anni successivi fino ai nostri giorni, col risultato di avere tassi di crescita economica più bassi di tutti gli altri.

In tutti gli anni dal 2010 al 2019 il tasso di crescita annuo dell'Italia è sempre stato oltre un punto per cento inferiore alla media europea.

Nel 2019 l'Italia era l'unico Paese europeo che non aveva ancora raggiunto il livello di PIL ante crisi, e giova ricordare che nel 2001, anno di adozione della moneta comune, l'Italia aveva un reddito pro-capite superiore alla media europea, mentre oggi è molto inferiore.

Per avere un'altra immagine efficace del declino economico dell'Italia, è anche utile ricordare che nei primi anni '80 il reddito pro-capite italiano aveva superato quello del Regno Unito, e praticamente raggiunto quello della Francia, rimanendo inferiore solo a quello della Germania pre-unificazione.

È difficile riscontrare, nella storia recente, casi di impoverimento di una nazione così veloci.

1.7. La crisi dei Debiti Sovrani nel 2011 – insediamento del governo Monti (governo dei tecnici)

La crisi si è manifestata in tutta la sua gravità a partire dai primi giorni di luglio 2011, quando ha investito anche l'Italia (terza economia dell'Unione) e in minor misura la Spagna (quarta economia dell'Unione). Con riferimento all'Italia, il rendimento dei Btp decennali ha raggiunto livelli prossimi al 7 per cento, con il conseguente innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico. Il differenziale di rendimento rispetto al Bund tedesco (il cosiddetto spread) è passato in pochi mesi da valori inferiori ai 200 punti base a valori superiori ai 500 punti base (570 punti nel mese di novembre). Un incremento così consistente dello spread si è determinato per l'effetto combinato da un lato dell'incremento della percezione del rischio sovrano italiano e dall'altro della preferenza degli investitori verso i titoli tedeschi, considerati più sicuri (cosiddetto *flight to quality*).

Tutt'altro che trascurabile è risultata, inoltre, la componente legata all'effetto contagio, ossia la quota di spread che non deriva dalla situazione macroeconomica e di finanza pubblica del singolo paese, ma dalla "crisi di fiducia" degli operatori di mercato. Come mostra uno studio della Consob del 2012, a partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008, alcuni paesi europei hanno sperimentato una crescente penalizzazione registrando differenziali di rendimento dei relativi titoli pubblici rispetto al Bund tedesco, sempre meno guidati dall'andamento dei fondamentali economici e fiscali e sempre più legati a fenomeni di rischio default. Per l'Italia ciò ha comportato una penalizzazione costante e progressivamente crescente con l'aggravarsi della crisi, fino a raggiungere, nella prima metà del 2012, un sovrapprezzo sui rendimenti dei suoi titoli, stimabile in circa 180 punti base.

L'Unione europea è intervenuta, tramite il Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF) costituito dai membri dell'Area euro nel 2010 al fine di aiutare

gli Stati membri in difficoltà, fornendo prestiti, ricapitalizzando banche e comprando titoli di debito sovrano. Tali iniziative hanno determinato un'attenuazione solo temporanea delle tensioni sul debito sovrano europeo, rivelandosi quali interventi poco risolutivi.

Le forti pressioni sui titoli bancari europei e le condizioni di crescente stress sul mercato interbancario hanno poi spinto la BCE ad adottare una serie di misure volte a sostenere la liquidità degli intermediari e a evitare che le turbolenze dei mercati compromettessero il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Agli strumenti di rifinanziamento esistenti si sono affiancati le aste a scadenza annuale con soddisfacimento illimitato e l'acquisto di titoli di Stato della area euro sul mercato secondario.

Successivamente con le due Long Term Refinancing Operations (LTROs) si sono avuti effetti positivi parziali arginando la crisi. L'OMT di settembre 2012, con l'acquisto illimitato di titoli governativi, ha rappresentato un forte segnale da parte della BCE. Nel settembre 2014 la BCE ha assunto due misure straordinarie, il Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO) e l'acquisto di titoli ABS e Covered Bond, misure attraverso le quali la BCE e gli organismi internazionali hanno dimostrato di essere in grado di contrastare quella crisi.

Le condizioni di mercato eccezionali generate dalla crisi dei debiti sovrani hanno ostacolato, tuttavia, la trasmissione all'economia reale delle azioni di stimolo adottate dalla BCE. In particolare la frammentazione del mercato finanziario unico ha impedito alle misure di politica monetaria di generare un miglioramento delle condizioni di accesso al finanziamento per le banche dei paesi più esposti alla crisi. Inoltre, le tensioni che le banche hanno sperimentato sul fronte della redditività (in un contesto di bassi tassi di interesse), della provvista e del deterioramento degli attivi legato al peggioramento della qualità del credito, hanno ridotto la propensione degli istituti bancari a ridurre il costo dei prestiti a famiglie e imprese.

1.8. La crisi da Covid-19 del 2020

La crisi in corso è stata determinata dalla sospensione forzata dell'attività produttiva (cosiddetto *lockdown*) provocata, a sua volta, dal manifestarsi della pandemia causata da un nuovo virus assai pericoloso, il Covid-19, contro il quale la disponibilità di vaccini efficaci è appena all'inizio.

Il propagarsi dell'epidemia da un Paese all'altro ha già determinato, finora, un forte rallentamento in Cina, dove il virus si è manifestato per la prima volta, poi in Europa, in Iran, in Russia e nel nord America; più recentemente il contagio si è esteso all'intero sud America, all'India e sta lambendo l'Africa.