

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

1 / 2021 - SUPPLEMENTO

ISSN: 2036-4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione
R. Masera - F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

L. Ammannati, E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, E. Cardi, A. Cilento, M. Clarich, A. Clarizia, R. Cocozza, G. Colavitti, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, C. G. Corvese, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, G. Di Gaspare, F. Guarracino, F. Di Porto, G. Di Taranto, V. Donativi, M. V. Ferroni, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, C. Irti, R. Lener, M. Libertini, L. Ludovici, N. Lupo, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, S. Martuccelli, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, S. Monticelli, G. Napolitano, G. Niccolini, A. Niutta, M. Passalacqua, M. Pellegrini, M. Proto, M. Rabitti, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, A. Romolini, C. Rossano, G. Ruotolo, C. Russo, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, G. Sicchiero, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

A. Sacco Ginevri, M. Sepe

INDICE

FRANCESCO CAPRIGLIONE – <i>Presentazione</i> (Introduction).....	1
LUCREZIA CIPRIANI – <i>Covid-19 e finanza UE. Il recovery fund e le altre misure a confronto come piano di rinascita per l’Europa</i> (Covid-19 and European Finance. The comparison between the Recovery Fund and other measures in the quest to revitalize Europe).....	5
NICOLÒ DI FAUSTO – <i>Investimenti sostenibili: analisi empirica e tradizionale dei fattori ESG</i> (Sustainable Investments: ESG’s empirical and traditional analysis).....	32
MARTINA GAGLIARDI – <i>Secondary markets for npls: stato dell’arte e prospettive future</i> (Secondary markets for NPLs: state-of-the art and future prospects).....	63
ANNA GIULIA PIERSANTI – <i>La disintermediazione bancaria</i> (Banking Disintermediation).....	87
FRANCESCO SCAFURI – <i>La tokenizzazione degli asset come strumento per l’efficientamento delle operazioni di smobilizzo dei crediti deteriorati</i> (The tokenization of assets: a way to enhance the efficiency of the impaired loans disposal methods).....	112

PRESENTAZIONE

(Introduction)

1. In continuità con una consolidata tradizione che vede la Rivista interessata a supportare gli esiti della ricerca di alcuni valorosi giovani partecipanti al Master in “Regolazione dell’attività e dei mercati finanziari” (organizzato dall’Università LUISS G. Carli di Roma in associazione con la Fondazione G. Capriglione Onlus), vengono qui pubblicate alcune tesine presentate a conclusione del decorso anno accademico.

I lavori selezionati, sulla base di criteri rigorosamente meritocratici, offrono una rassegna di tematiche che, per qualità e specificità dei contenuti, evidenziano il livello d’eccellenza conseguito con gli insegnamenti del Master che, da oltre un decennio, si prefigge l’obiettivo di offrire un significativo contributo alla formazione di giovani laureati che intendono perfezionarsi nella disciplina assicurativa, bancaria e finanziaria. Posso, infatti, con soddisfazione dire che esso ha assunto, nel tempo, la configurazione di un laboratorio culturale, divenendo sede di un dibattito scientifico professionale che consente a giovani laureati in discipline economiche e giuridiche di conseguire una conoscenza delle tematiche oggetto di studio, che va ben oltre l’approfondimento teorico delle stesse.

Come nel passato, la peculiare estensione del programma di studi e la specifica rilevanza degli interventi di docenza - effettuati non solo da accademici bensì anche da protagonisti ed esperti del settore - hanno fatto sì che i discenti abbiano potuto fruire di un insegnamento che raccorda, in modalità significative, il ciclo delle lezioni all’esame della realtà socio politica, domestica ed internazionale, di riferimento. Il Master ha mostrato, quindi, ancora una volta, la validità del suo impianto sistemico orientato a dar vita ad un incontro nel quale i partecipanti svolgono un ruolo di protagonisti, alimentando con quesiti e proposte il processo conoscitivo dell’intero gruppo.

Di ciò è conferma negli scritti che i discenti presentano a fine corso; elabo-

rati che - al di là della loro finalità contingente di consentire all'Università LUISS la valutazione relativa alla profittevole frequenza del corso - dimostrano vuoi l'elevato livello di conoscenza conseguito in ordine alle linee di sviluppo della politica economica, vuoi la presenza di una significativa capacità nel valutare le misure adottate in sede tecnico/politica per l'attivazione degli investimenti pubblici e per la realizzazione di una fiscalità che riduca le disuguaglianze. Più in generale, essi evidenziano il conseguito livello di una maturità conoscitiva, indispensabile, tra l'altro, per comprendere le crescenti difficoltà che connotano il processo di integrazione europeo.

Mi piace ricordare ancora una volta che la LUISS, con la realizzazione di tale Master, offre ad un'ampia platea di laureati la possibilità di confrontare gli apporti di culture differenti, di valutare le esperienze maturate da appartenenti alle istituzioni finanziarie del Paese, arricchendo il loro apparato informativo anche con elementi di natura extra-giuridica, che consentono forme di approfondimento non conseguibili diversamente.

Si individua, in tal modo, la premessa logica dei risultati positivi e del successo conseguiti, dopo la partecipazione al Master, da un gran numero di discenti i quali, anche grazie alla formazione teorico e pratica realizzata nel corso, hanno potuto superare con facilità difficili prove concorsuali presso primarie istituzioni pubbliche e private del Paese. Si segnala, al riguardo, l'attuale collocazione di alcuni di essi in prestigiosi posti di lavoro, tra i quali rilevano a livello nazionale quelli in 'organismi pubblici di controllo' in ambito finanziario (Banca d'Italia, Consob, Ivass) ovvero in società (Eni, Enel) e studi professionali di primaria importanza; laddove, in campo internazionale, si ritiene significativo l'inserimento di alcuni di essi nell'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo (Bce ed Esma).

Se ne deduce la particolare validità del Master che nel tempo ha consolidato in modalità ottimali una sperimentale conciliazione negli insegnamenti impartiti

tra i diversi profili del diritto e dell'economia, offrendo soluzioni coerenti col divenire dei processi e con i cambiamenti dell'ordine del mercato.

2. Mi preme sottolineare che gli elaborati qui di seguito pubblicati (relativi ad argomenti trattati durante il corso) si caratterizzano non solo per la buona qualità dei risultati, ma per la capacità d'indagine e la particolare attitudine alla ricerca che essi dimostrano.

Gli Autori dei contributi, oltre a distinguersi per il profitto e la diligenza dimostrati durante l'intera durata del Master, dimostrano di saper pervenire nella loro indagine a risultati convincenti sia per la compiuta ricostruzione delle fattispecie in esame, sia per taluni spunti di originalità individuabili nell'analisi. Essi consentono di sperare che il nostro Paese potrà far affidamento su nuove generazioni in grado di mettere a disposizione della società civile un patrimonio culturale arricchito da saperi acquisiti a livello teorico e poi trasfusi nella concretezza operativa di un agire che si rifà ai valori della conoscenza che, ove venga condivisa con gli altri, è pervasa da eticità.

Conforta, quindi, il pensiero di aver contribuito, con il Master, alla formazione di giovani studiosi che, inserendosi nel dibattito riguardante la materia economico finanziaria, possono offrire riflessioni rilevanti ai fini della ricostruzione dei modelli e degli strumenti proponibili. Come nel passato, ritengo opportuno condividere con i lettori della Rivista trimestrale di diritto dell'economia i saggi presentati; la specificità delle tematiche trattate, unitamente a taluni spunti di originalità (dianzi menzionati) costituiscono, a mio avviso, giustificata motivazione per diffonderne la conoscenza.

Come, nei decorsi anni, la pubblicazione degli scritti dei partecipanti al Master trova la propria ratio nell'ausilio che detti lavori possono recare all'interpretazione del cambiamento che il Paese sta vivendo: essi contribuiscono, infatti, a superare numerose incertezze causate da una regolazione (di prevalente provenienza europea) sempre più copiosa e, talora, caratterizzata da aspetti con-

tradditori. Al presente, la complessità che connota le scelte economico politiche, gravate dalle angustie della crisi pandemica, lascia intravedere uno scenario nel quale ai giovani si prospetta un cammino in salita; questo potrà essere percorso solo ove si disponga di un bagaglio culturale aperto alla lettura del «nuovo» inteso in un'accezione particolarmente ampia, per cui la regola diviene strumentale alla definizione di una fenomenologia operativa protesa verso l'obiettivo di una sostenibilità estesa ai diversi settori della sfera economica.

A ciò si aggiunga il mio personale convincimento, in più occasioni espresso, che l'apertura ai giovani di una Rivista di consolidata tradizione - la quale è divenuta col passare degli anni punto di riferimento culturale per gli studiosi di diritto dell'economia - rappresenta la modalità ottimale per assicurare a quest'ultima una crescita futura, qualificata da un particolare legame alla realtà, quale solo i giovani sanno realizzare.

Roma, ottobre 2021

Francesco Capriglione

COVID-19 E FINANZA UE. IL RECOVERY FUND E LE ALTRE MISURE A CONFRONTO COME PIANO DI RINASCITA PER L'EUROPA *

(Covid-19 and European Finance. The comparison between the Recovery Fund and other measures in the quest to revitalize Europe)

ABSTRACT: *The spread of coronavirus (COVID-19) showed a lack of European cohesion, which brought up questions pertaining 'European solidarity'.*

As much as the temporary suspension of European constraints and the measures outlined in the Next Generation EU Plan (NGUE) have been warmly welcomed, many issues related to the incomplete information about COVID-19 still remain, casting fears of potential loss of Member States' sovereignty.

Against this backdrop, the main objective of this analysis is twofold. First, it aims to analyse the structure and the functioning of the Recovery Fund, as well as the three pillars of the Recovery Plan, the core of which is represented by the Recovery and Resilience Facility (RRF). Second, it is projected at comparing the advantages and disadvantages of adopting NGUE Plan or the European Stability Mechanism (ESM).

Moreover, the study will investigate the main measures adopted to support businesses and workers both at European and National level (such as the European Investment Bank Fund and the Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency).

The main findings suggest that Europe should not rely on short-term measures that have limited duration. Rather, it should attempt to grasp the opportunity to take that long-awaited step towards economic and social integration.

SOMMARIO: 1. Esplosione dell'emergenza pandemica e mobilitazione dell'Europa – 2. Il Recovery

*Contributo approvato dai revisori.

Fund tra iter di elaborazione e caratteristiche innovative – 3. Il Dispositivo per la Ripresa e la Resilienza (RRF) e gli altri due pilastri alla base del Next Generation EU – 4. Strumenti a sostegno di imprese e lavoratori sul piano europeo: European Investment Bank (EIB) e Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE) – 5. La linea di credito speciale del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) – 6. MES e Recovery a confronto. Conclusioni.

1. Come pensiamo di fronteggiare il Coronavirus e i suoi effetti sull'economia reale e sul mondo della finanza? C'è un modo? Se sì, l'abbiamo trovato? Cosa ci aspetterà adesso?

La crisi causata dal COVID-19, definito 'pandemia' dall'OMS nel mese di marzo 2020, ha portato a riscoprire la salute come bene pubblico essenziale (tutelato dalla Costituzione), e si è rivelata prodromica ad uno dei cambiamenti più dirompenti della storia: trattasi di una vera e propria crisi dell'economia e della finanza, che ha coinvolto l'intera Unione Europea.

È indubbio che le conseguenze dell'epidemia siano di grande rilievo e investano l'intero sistema economico mondiale, trattandosi non solo di un problema di gestione interna ai singoli Stati, ma anche di una questione avente natura transfrontaliera.

Ad una mancanza iniziale di solidarietà da parte della Presidente Lagarde, la quale aveva affermato «*we are not here to close spreads*», è seguito un atteggiamento più in linea con quello di Mario Draghi (del quale si ricorda la celebre affermazione «*Whatever it takes*»¹), tanto è vero che la stessa Presidente su

¹Il 26 luglio 2012 Mario Draghi, all'epoca a capo della Banca Centrale Europea da poco più di un anno, pronunciò uno dei suoi discorsi più famosi, contenente l'ormai storica frase «*whatever it takes*», in riferimento agli sforzi che la BCE avrebbe compiuto per difendere l'euro dalla crisi economica che stava colpendo l'eurozona. All'epoca, infatti, i Paesi dell'Eurozona stavano attraversando una delle congiunture più difficili dall'introduzione della moneta unica (basti pensare all'altissimo spread di molti Paesi, alla Grecia a rischio default e al forte sentimento di euroscetticismo che, quattro anni dopo, avrebbe portato alla Brexit nel Regno Unito). Con il suo «*whatever it takes*» Mario Draghi ha dato l'avvio ad un pacchetto di misure fiscali e monetarie che avrebbero protetto l'euro: tra queste, il «*quantitative easing*», cioè un'iniezione di liquidità nel sistema bancario europeo grazie all'acquisto, da parte della Bce, di azioni, obbligazioni e titoli di Stato.

Twitter ha poi smentito il precedente orientamento dichiarando: «tempi straordinari richiedono azioni straordinarie. Non ci sono limiti al nostro impegno per l'euro».

All'alba della crisi, la risoluzione e la gestione dell'emergenza sono state lasciate in mano ai singoli Governi, che hanno optato per progressive misure di restrizione della libertà di circolazione e movimento². Al dilagare della crisi, i singoli Stati Membri hanno sollecitato Bruxelles ad intervenire, al fine di sostenere i propri sistemi economici: la risposta è arrivata il 2 marzo 2020 dalla Presidente della Commissione Ursula von der Leyen, la quale ha proposto l'istituzione di una vera e propria *task force*: il *Coronavirus Response Team*, basato «su tre pilastri: il primo è la risposta in campo medico [...]. Il secondo si occupa dei temi legati alla mobilità [...]. Il terzo è costituito dall'economia». Con riferimento al primo pilastro, è chiaro che solo la messa in campo di una risposta comune da parte dell'UE contro l'emergenza sanitaria potrà consentire la realizzazione del programma di rinascita economico-finanziaria, che anima tutt'ora anche il Governo italiano³.

Gli effetti del discorso di Draghi si rifletterono sui mercati, dove lo spread tra titoli di stato italiani e bund tedeschi passò da 520 a 473. Nel lungo periodo, invece, le decisioni della BCE contribuirono a sostenere il mercato dei titoli pubblici europei, a finanziare politiche di investimento, a ridurre la disoccupazione e a mantenere bassa l'inflazione.

²Cfr. ROSSI, *Luci e ombre sull'intervento dell'Unione Europea a fronte dell'emergenza del Covid-19*, in *Quadrimestrale di teoria generale, diritto pubblico comparato e storia costituzionale*, NOMOS 1-2020, p. 1, *op. cit.*

³Rileva, a tal proposito, il d.l. n. 18/2020, c.d. Cura Italia, contenente misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19, a cui si aggiungono ulteriori misure a sostegno della liquidità attraverso il sistema bancario, volte a dare supporto alle PMI italiane (si pensi al Fondo centrale di garanzia, iniziativa dello Stato per agevolare l'accesso al credito da parte delle PMI attraverso la garanzia statale). In particolare, le misure riguardano: a) un più diffuso e facile accesso al Fondo Centrale di Garanzia per le PMI (art. 49); b) la concessione di un credito di imposta alla società che ceda a titolo oneroso, entro il 31 dicembre 2020, «crediti pecuniari vantati nei confronti di soggetti che si sono resi inadempienti a causa di un mancato pagamento che si è protratto per oltre novanta giorni dalla data in cui era dovuto» (art. 54); c) sostegno finanziario alle PMI colpite dall'epidemia di COVID-19, le cui esposizioni debitorie non siano classificate come esposizioni creditizie deteriorate, a queste parificando le inadempienze probabili (art. 55); d) la possibilità di una garanzia dello Stato per le esposizioni assunte da 'Cassa depositi e prestiti S.p.A.' in favore di banche che erogano finanziamenti ad imprese che, a causa dell'emergenza da coronavirus, hanno sofferto una riduzione del fatturato (art. 56).

A tal proposito, occorre precisare che l'intervento europeo può essere azionato per il tramite dell'art. 222 TFUE. Tale norma, denominata 'clausola di solidarietà', concerne la mobilitazione di aiuti nei confronti di uno Stato Membro. In particolare, la lettera b) del comma 1 dispone che l'UE può mobilitare tutti gli strumenti messi a sua disposizione per «prestare assistenza a uno Stato Membro [...] in caso di calamità naturale o provocata dall'uomo». Accanto alla riflessione circa l'opportunità di attivare tale clausola, la Commissione europea nel marzo 2020 ha proposto anche l'attivazione *sine die* della 'clausola di salvaguardia generale' di cui agli artt. 5, par. 1, 6, par. 3 e 9, par. 1 Reg. (CE) n. 1466/97, che consente agli Stati Membri di adottare le misure di coordinamento delle politiche economiche previste dal Patto di Stabilità e Crescita (PSC), pur discostandosi dai requisiti di bilancio normalmente applicabili. Pertanto, i Ministri dell'economia e delle finanze, riuniti in videoconferenza il 23 marzo 2020, hanno concordato con la valutazione della Commissione circa la sussistenza delle condizioni per l'attivazione della relativa clausola⁴.

Da coordinare con il quadro appena delineato vi sono le misure di politica monetaria intraprese dalla BCE. Per contrastare i gravi rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, nel marzo 2020 il Consiglio Direttivo della BCE ha avviato il programma di acquisto di emergenza pandemico (PEPP)⁵.

⁴Il Patto di Stabilità e Crescita (PSC) è un accordo internazionale stipulato nel 1997 dai paesi membri dell'Unione europea, inerente al controllo delle rispettive politiche di bilancio pubbliche, al fine di mantenere fermi i requisiti di adesione all'Unione Economica e Monetaria. Lo stesso rinviene il suo fondamento normativo negli artt. 121 e 126 TFUE (sorveglianza multilaterale e procedura per i disavanzi eccessivi) ed è costituito da due regolamenti, cui si aggiunge una risoluzione del Consiglio Europeo. Tra il 2011 e il 2012, i regolamenti sono stati modificati: si pensi al "Six-Pack" e al "Two-Pack", cui si aggiunge un Trattato (c.d. "Fiscal Compact"), contenente disposizioni fiscali più rigorose rispetto al Patto di stabilità e crescita. Sull'attivazione della clausola v. SERVIZIO STUDI DEL SENATO. *Note su atti dell'Unione europea*, nota n. 44, 24 marzo 2020.

⁵Il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) si pone quale scopo «to counter the serious risks to the monetary policy transmission mechanism and the outlook for the euro area posed by the outbreak and the escalating diffusion of the coronavirus, COVID-19». Cfr. BANCA D'ITALIA, *ECB announces a new Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) to counter the serious risks posed by the coronavirus*, visionabile sul sito: www.bancaditalia.it/media/notizia/

Si tratta di una misura di politica monetaria non standard, avente a oggetto l'acquisto temporaneo di titoli del settore pubblico e privato, adottata con la decisione (UE) 2020/440 della BCE. Con riferimento all'ambito di applicazione di tale programma, giova menzionare l'art. 4 della decisione che, con riguardo agli importi degli acquisti, consente alla BCE di agire nella misura ritenuta proporzionata a contrastare le difficoltà connesse alle straordinarie condizioni economiche e di mercato⁶. Di conseguenza, la BCE ha deciso che i tradizionali limiti al programma di acquisto di attività (c.d. *asset purchase programme* o APP) non si applicano alle quote ai fini del PEPP⁷. In ogni caso, oltre ai titoli di Stato sono acquistabili anche le emissioni della Banca europea degli investimenti (Bei) e del Meccanismo europeo di stabilità (Mes). Per quanto concerne, invece, i programmi relativi alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO), questi offrono agli enti creditizi dell'Eurozona finanziamenti con scadenze pluriennali, volti a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria⁸. Tali programmi costituiscono uno strumento di politica monetaria espansiva della BCE non convenzionale, mirato a iniettare liquidità nell'economia reale dell'Eurozona: imprese non finanziarie e famiglie ricevono, in tal modo, denaro, attraverso l'erogazione del credito nei confronti delle banche.

Il tasso di interesse al quale la BCE presta questo denaro dipende

ecb-announces-a-new-pandemic-emergency-purchase-programme-pepp-to-counter-the-serious-risks-posed-by-the-coronavirus.

⁶Tra gli obiettivi del mandato non vi è più soltanto il raggiungimento di una crescita dei prezzi inferiore al 2% annuo, ma soprattutto la stabilità del sistema finanziario dell'eurozona nel suo complesso, la disponibilità di credito per l'economia reale e la difesa dell'euro. Cfr. SABELLA. *Bce: Pepp, che cos'è il nuovo programma di acquisto titoli di Stato e perché riesce ad abbattere lo spread*, in: www.corriere.it/economia/finanza/20_marzo_26.

⁷Il Consiglio direttivo terminerà gli acquisti di attività nette nell'ambito del PEPP solo al termine della fase di crisi pandemica, ma in ogni caso non prima del giugno 2021. I pagamenti del capitale in scadenza dei titoli acquistati nell'ambito del PEPP saranno reinvestiti entro la fine del 2022.

⁸A differenza del TLTRO, il programma di allentamento monetario noto come *Quantitative Easing* o QE (lanciato nel 2015 dall'ex Presidente della BCE Mario Draghi) non prevede la collaborazione diretta con le singole banche, ma permette alla BCE di acquistare direttamente sul mercato titoli finanziari già emessi e acquistati dalle banche, come ad esempio titoli di Stato, abbassando così il tasso di interesse e fornendo liquidità al sistema bancario.

dall'entità dei prestiti effettuati dalle stesse banche: maggiore è la quantità dei prestiti concessi, minore diventa il tasso d'interesse pagato sulle TLTRO, che può scendere fino al livello del tasso sui depositi. Ad aprile 2020, il Consiglio direttivo ha stabilito un ulteriore allentamento delle condizioni applicate con riferimento al tasso di interesse e al meccanismo di incentivazione. Inoltre, alle controparti i cui prestiti idonei netti, tra marzo 2020 e marzo 2021, siano almeno uguali ai rispettivi livelli di riferimento (*benchmark net lending*) è riconosciuta una riduzione del tasso, fino a un livello pari a quello delle operazioni di deposito presso la Banca Centrale prevalente nel corso della rispettiva operazione⁹.

2. La pandemia di Covid-19 ha portato l'UE a cercare soluzioni adeguate circa la realizzazione di un piano per il rilancio dell'economia europea, fondato sulla pietra miliare della 'solidarietà' tra gli Stati Membri. A tal proposito, nel maggio 2020 l'Eurogruppo ha proposto uno strumento innovativo di emergenza, con dotazione di 750 miliardi di euro, per fronteggiare la crisi economica e rafforzare la resistenza dell'UE dinanzi al verificarsi di eventi di tal guisa. Si tratta di un fondo garantito dal bilancio a lungo termine dell'Unione Europea (2021-2027) e costituito da una gamma di pacchetti di ripresa economica, strutturati per ripristinare la situazione ante pandemica¹⁰.

L'unanimità in seno al Consiglio Europeo è stata raggiunta dopo una lunga trattativa, in quanto il piano elaborato dalla Commissione ha suscitato il disaccordo dei cosiddetti «paesi frugali» (Paesi Bassi, Austria, Danimarca, Svezia).

⁹Il 9 giugno 2020 il Consiglio direttivo ha rilevato che le modifiche ai parametri TLTRO-III - attuate mediante le Decisioni BCE/2020/13 e BCE/2020/25 - giustificano la deroga alle condizioni che consentono modifiche alla composizione del gruppo TLTRO-III, come stabilito nella Decisione BCE/2019/21. I gruppi TLTRO-III hanno potuto, conseguentemente, includere ulteriori enti creditizi a condizione che tali nuovi membri non avessero partecipato ad alcuna operazione TLTRO-III individualmente o mediante la capofila di un altro gruppo TLTRO-III riconosciuto.

¹⁰Cfr. COMMISSIONE EUROPEA. *Proposal for a Council Regulation establishing a European Union Recovery Instrument to support in the aftermath of the COVID- 19 pandemic*, 28 maggio 2020; *Europe's moment: Repair and prepare for the next generation*, 27 Maggio 2020; Consiglio dell'UE, *A recovery plan for Europe*, 2020. Si consulti per approfondimenti il sito: www.consilium.europa.eu.

Gli Stati contrari al piano si opponevano, in primo luogo, alla gestione di una porzione delle risorse mediante l'emissione di debito comune da parte della Commissione, che può emettere eccezionalmente obbligazioni per conto dell'Unione¹¹. Le obiezioni sul rischio di una mutualizzazione del debito derivano vuoi da preoccupazioni di carattere economico (legate al timore che Paesi meno 'virtuosi' si comportino da *free riders*, scaricando sugli altri Stati i costi di politiche contrassegnate da un eccessivo aumento della spesa) vuoi da timori di natura giuridica, stanti le previsioni dell'art. 125 TFUE (c.d. clausola no *bail-out*)¹².

È chiaro che la condivisione del debito da parte di Nazioni con una maggiore stabilità economica comporta l'immissione nel mercato di titoli del debito pubblico con tassi di interesse più bassi¹³. Si è dunque accettata l'idea di una mutualizzazione del rischio per quanto concerne il debito futuro, con esclusione di quello pregresso.

I risparmiatori (banche, risparmiatori, fondi privati, etc.) acquistano, pertanto, i titoli immessi sul mercato, ottimizzando l'investimento grazie al riconoscimento di uno specifico tasso di interesse, e gli Stati membri, di contro, ottengono la liquidità necessaria a fronteggiare l'attuale crisi economico-sociale.

I paesi frugali, inoltre, non approvavano – in un primo momento – neppure l'idea di sostenere un trasferimento di risorse dagli Stati membri più ricchi a

¹¹Significativo l'atteggiamento della Germania, la quale anziché valutare positivamente una misura siffatta, ha costantemente osteggiato la realizzazione di tali progetti per il timore di rischi di *moral hazard*, e per l'intento di non rinunciare alla possibilità di finanziarsi individualmente a tassi vicini allo zero. RICCOBONO. *Un «salto di specie per l'UE? La solidarietà europea alla prova della crisi pandemica»*, in A. GARILLI (a cura di), *Dall'emergenza al rilancio. Lavoro e diritti sociali alla prova della pandemia*, Torino, 2020, pp. 181-220.

¹²Ai sensi dell'art. 125 TFUE «l'Unione non risponde né si fa carico degli impegni assunti dalle amministrazioni statali, dagli enti regionali, locali, o altri enti pubblici, da altri organismi di diritto pubblico o da imprese pubbliche di qualsiasi Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto economico specifico. Gli Stati membri non sono responsabili né subentrano agli impegni dell'amministrazione statale, degli enti regionali, locali o degli altri enti pubblici, di altri organismi di diritto pubblico o di imprese pubbliche di un altro Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto specifico». A fronte di tale obiezione, si è affermato che non vi sarebbe incompatibilità col TFUE quando l'intervento sia volto a preservare la stabilità della zona euro nel suo complesso.

¹³Cfr. AMANTEA. *Recovery fund, MES e Coronabond: cosa sono e come funzionano*, 28 aprile 2020, in: www.lavoroediritti.com/soldi-e-diritti/coronabond-mes-recovery-fund.

quelli più danneggiati dal virus; ed invero, l'aspetto più significativo del Fondo consiste nella ripartizione delle risorse tra gli Stati dell'UE. Inizialmente, infatti, era previsto che ben 500 miliardi avrebbero dovuto essere oggetto di trasferimenti diretti alle economie più colpite dalla pandemia, sotto forma di garanzie a fondo perduto (*grants*), mentre i restanti 250 miliardi avrebbero dovuto essere erogati a titolo di prestiti, da restituire all'UE a partire dal 2027. L'opposizione al criterio del 'maggior bisogno'¹⁴ da parte dei paesi frugali rispetto agli Stati dell'Europa meridionale ha portato il Consiglio a ridimensionare gli importi delle sovvenzioni e dei prestiti, da un lato riducendo i 500 miliardi di euro di sovvenzioni a 390, e dall'altro aumentando i 250 miliardi di euro di prestiti a 360¹⁵.

Sotto il profilo finanziario, è opportuno sottolineare che la Commissione, per finanziare il Fondo, deve aumentare temporaneamente il 'tetto delle risorse proprie' del bilancio comune dell'UE, *i.e.* l'ammontare massimo degli impegni finanziari dei singoli Stati membri in un anno per finanziare la spesa europea¹⁶, espresso in percentuale del reddito nazionale lordo dell'UE. La differenza tra questo massimale e la spesa effettiva definisce il margine di manovra di bilancio, necessario per sostenere passività addizionali e per fungere da garanzia per le attività di erogazione di prestiti dell'Unione.

Nello specifico, l'incremento temporaneo sarà pari allo 0,6% del reddito nazionale lordo dell'Unione, che si aggiungerà all'aumento permanente del massimale delle risorse proprie (pari all'1,4% del RNL dell'UE), sicché il risultato consisterà, in fin dei conti, in un innalzamento temporaneo del massimale al 2% per consentire alla Commissione di contrarre prestiti sui mercati finanziari gra-

¹⁴Cfr. AGEF, *il pacchetto di recupero: Next Generation EU*, 2020, in: www.aebr.eu.

¹⁵Cfr. CAMERON, *Dopo la maratona di cinque giorni, i leader dell'UE si accordano sul piano di recupero di 750 miliardi di euro*, presso lo Yale MacMillan Center, 22 luglio 2020, www.macmillan.yale.edu.

¹⁶Decisione 2014/335/UE del Consiglio relativa al sistema delle risorse proprie dell'Unione europea; comunicazione COM (2018) 325 del 2 maggio 2018 della Commissione; proposta di decisione (CE) 2018/0135 (CNS) del Consiglio relativa al sistema delle risorse proprie dell'Unione europea.

zie all'alto *rating* creditizio¹⁷.

Chiaramente, gli investitori dovranno successivamente essere rimborsati attraverso i bilanci futuri dell'Unione a partire dal 2028 e, comunque, non oltre il 2058 (ciò comporterà, inevitabilmente, un maggiore prelievo fiscale¹⁸).

Il progetto di decisione sulle risorse proprie interviene anche in altri ambiti: i dazi peseranno di più, grazie alla riduzione dal 20% al 10% della percentuale che gli Stati membri attualmente trattengono come spese di riscossione, e l'IVA verrà semplificata. Vengono poi introdotte una serie di risorse proprie, già proposte dalla Commissione europea insieme al QFP 2021-27, e i futuri proventi derivanti dalle politiche dell'Unione europea devono confluire nel bilancio UE. Infine, si prevede l'impegno a eliminare i *rebates* sui contributi al QFP a favore di Danimarca, Germania, Paesi Bassi, Austria e Svezia, che il Consiglio europeo di luglio 2020 ha confermato per avere il consenso dei paesi frugali al Recovery fund¹⁹.

Pertanto, solo qualora la Commissione non riesca ad ottenere risorse attraverso i propri strumenti, verranno introdotte imposte a livello europeo una *plastic tax*, una *carbon tax* per ridurre l'emissione di carbonio, una *digital tax*²⁰ e

¹⁷Cfr. SEGRETARIATO GENERALE del CONSIGLIO, Riunione speciale, 17-21 luglio 2020.

¹⁸Cfr. RICCOBONO. *Un «salto di specie per l'UE? La solidarietà europea alla prova della crisi pandemica»*, in A. GARILLI (a cura di), *Dall'emergenza al rilancio. Lavoro e diritti sociali alla prova della pandemia*, Torino, 2020, pp. 181-220.

¹⁹Cfr. PRESTIGIACOMO. *La Svezia rinvuole indietro i fondi versati all'UE. Ma l'Italia non ci sta*, 6 febbraio 2020, in: <https://europa.today.it>. I *rebates* sono sconti al bilancio risalenti a una concessione fatta al Regno Unito (ormai Paese terzo) negli anni '80 del secolo scorso, di cui godono i paesi più restii alla solidarietà.

²⁰La *digital tax* è una tassa sui servizi dell'economia digitale, che si ispira alla proposta di Direttiva COM (2018) 148 final. In attesa del debutto della *web tax* europea, l'Italia si dota di una propria imposta sulla fornitura servizi digitali, con aliquota del 3%. Soggetti passivi della *digital tax* sono gli esercenti attività d'impresa, anche non residenti, che nel corso dell'anno in cui sorge il presupposto impositivo hanno realizzato, ovunque nel mondo (singolarmente o a livello di gruppo), ricavi non inferiori a 750.000.000 di euro, di cui almeno 5.500.000 nel territorio dello Stato. Trattasi, quindi, di una tassa digitale che comunque si baserebbe sul lavoro dell'Ocse per la tassazione delle imprese con una «presenza digitale significativa». Il provvedimento dell'Agenzia delle Entrate del 15 gennaio 2021 dà quindi ufficialmente il via alla *web tax* italiana. Nel 2023 dovrebbe invece vedere la luce la *digital tax* sui colossi del web come Google o Facebook che potrebbe fruttare fino a 1 miliardo di euro l'anno. V. www.ilfattoquotidiano.it/2020/07/21/recovery-fund-tassa-sulla-plastica-e-riforma-dei-diritti-di-emissioni-nocive-per-aumentare-i-fondi-della-commissione.

una *financial tax* sulle transazioni finanziarie (Ttf)²¹.

L'Italia sarà il Paese che riceverà la quota maggiore del Fondo, ovverosia 208,8 miliardi, di cui 81,4 a fondo perduto e 127,4 di prestiti. Pertanto, il nostro paese potrebbe trasformarsi da «contributore netto» del bilancio europeo a «beneficiario netto», ricevendo più di quanto ha versato; basti pensare, a titolo di esempio, che nel periodo 2014-2020 l'Italia ha ricevuto circa 44,8 miliardi di euro, ma tra entrate e uscite, alla fine, ha perso circa 28 miliardi, confluiti nel bilancio UE²².

3. Il pacchetto di aiuti del *Next Generation EU* si basa fondamentalmente su tre pilastri, di seguito elencati²³:

1) strumenti a supporto degli sforzi degli Stati membri per la ricostruzione dopo la crisi;

2) misure per incentivare gli investimenti privati e sostenere le aziende in sofferenza;

3) rafforzamento dei programmi europei per rendere il mercato unico più resiliente.

Il fulcro del primo pilastro è rappresentato dal Dispositivo per la ripresa e la resilienza (*Recovery and Resilience Facility* o RRF), che assorbirà circa 672 miliardi di euro tra sussidi e prestiti: di questi, il 70% sarà erogato entro il 2022, mentre il restante 30% nel 2023. In teoria, il volume massimo dei prestiti per

²¹Una proposta per una tassa di questo tipo era stata presentata già nel 2013 con l'obiettivo di armonizzare le iniziative fiscali finanziarie non coordinate degli Stati Membri, causa di frammentazione del mercato unico dei servizi finanziari. Secondo le stime della commissione, le entrate annuali sarebbero di 30 miliardi di euro. Cfr. sul punto ECHEBARRIA FERNANDEZ. *A critical analysis on the European Union's measures to overcome the economic impact of the Covid-19 Pandemic*, in *European Forum*, 16 gennaio 2021, pp. 1-25.

²²Cfr. PRESTIGIACOMO. *Recovery Fund, quanto "guadagna" davvero l'Italia. E quando arriveranno i primi soldi*, in: <https://europa.today.it/recovery-fund-soldi-tempi>.

Si consulti anche il sito: www.today.it/politica/recovery-fund.

²³Cfr. RICCOBONO. *Un «salto di specie per l'UE? La solidarietà europea alla prova della crisi pandemica»*, in A. GARILLI (a cura di), *Dall'emergenza al rilancio. Lavoro e diritti sociali alla prova della pandemia*, Torino, 2020, pp. 181-220.

ciascuno Stato membro non supererà il 6,8% del suo RNL²⁴. Il Dispositivo verrà integrato nel semestre europeo e sarà reso disponibile per tutti gli Stati membri, sebbene il sostegno verrà maggiormente concentrato nei paesi con maggiori esigenze di ripresa, e rappresenta una grande opportunità per creare iniziative-faro europee con benefici tangibili sia per l'economia che per i cittadini europei.

Per beneficiare del Dispositivo e accedere a questi fondi, i singoli Governi devono presentare Piani Nazionali per la Ripresa e la Resilienza (PNRR) che espongano il programma nazionale di riforme e investimenti, in linea con le raccomandazioni specifiche per Paese elaborate dalla Commissione²⁵. Tali piani, valutati dalla Commissione entro due mesi dalla presentazione, saranno riesaminati nel 2022 per tener conto della ripartizione definitiva dei fondi per il 2023. Dopo un primo esame da parte della Commissione, spetta al Consiglio Europeo l'approvazione del piano a maggioranza qualificata²⁶, entro otto settimane dalla presentazione della proposta della Commissione, che chiede anche il parere del Comitato economico e finanziario.

Nella valutazione dei Piani si terrà conto dei criteri di coerenza con le raccomandazioni specifiche per paese, nonché del rafforzamento del potenziale di crescita. In via eccezionale, uno o più Stati possono sollevare dubbi per gravi scostamenti dai *target* intermedi e finali, chiedendo al Presidente del Consiglio europeo di sottoporre la questione al successivo Consiglio (c.d. *freno di emergenza*): la parola finale, in ogni caso, spetterà alla Commissione, che adotterà la decisione sull'erogazione o sospensione dei contributi finanziari secondo la 'procedura d'esame' nel quadro della comitatologia²⁷.

L'RRF è aperto a un'interpretazione ampia di 'investimento', avente a og-

²⁴Consiglio europeo, 21 luglio 2020, www.consilium.europa.eu.

²⁵<https://ec.europa.eu/italy/news/20210125>.

²⁶L'approvazione del PNRR darà agli Stati la possibilità di accedere immediatamente al 10% del finanziamento totale. Cfr. CARLI. *Recovery Fund, tutto quello che c'è da sapere in 10 domande e risposte*, in www.ilsole24ore.com

²⁷Il processo sarà conforme all'art. 17 TUE e all'art. 317 TFUE.

getto il capitale fisso, il capitale umano e il capitale naturale²⁸.

Il primo si riferisce, ad esempio, a investimenti in infrastrutture, edifici, ma anche in alcuni beni immateriali (es. ricerca e sviluppo, brevetti o software). Il capitale umano è accumulato, invece, attraverso la spesa per la sanità, la protezione sociale, l'istruzione e la formazione. Da ultimo, il capitale naturale è potenziato da azioni volte ad aumentare la quota di risorse naturali rinnovabili, a proteggere o ripristinare l'ambiente e ad attenuare i cambiamenti climatici.

Accanto agli investimenti, anche le riforme previste dall'RRF dovrebbero essere intese in senso lato, come processi volti a migliorare nel lungo periodo il funzionamento dei mercati, delle strutture istituzionali, delle amministrazioni pubbliche, o le politiche ad essi attinenti, quali la duplice transizione verde e digitale²⁹.

I progetti faro che la Commissione incoraggia di includere nel PNRR abbracciano, in altri termini, i seguenti settori:

1. *Power up* – accelerare la diffusione di tecnologie pulite e l'uso delle rinnovabili;
2. *Renovate* – migliorare l'efficienza energetica di edifici pubblici e privati;
3. *Recharge and refuel* – accelerare l'uso di sistemi di trasporto sostenibili;
4. *Connect* – diffondere servizi rapidi a banda larga, comprese le reti in fibra e 5G;
5. *Modernise* – modernizzare la digitalizzazione della P.A. e dei servizi pubblici;
6. *Scale-up* – aumentare lo sviluppo di processori all'avanguardia e sostenibili;
7. *Upskill* – adattare i sistemi di istruzione per sostenere le competenze digitali.

²⁸Tali investimenti necessari saranno finanziati attraverso: i) un QFP ampliato, ii) i fondi e gli strumenti finanziari dell'UE già esistenti, nonché iii) tramite obbligazioni (*recovery bonds*) a sostegno della ripresa.

²⁹https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/qanda_20_1659.

Per quanto riguarda l'Italia, le raccomandazioni specifiche prevedono il rafforzamento del coordinamento tra le autorità nazionali e regionali in tema di sanità, il perseguimento di politiche fiscali prudenti nel medio termine e la sostenibilità del debito, nonché l'applicazione delle misure che forniscono liquidità all'economia reale e ad evitare ritardi nei pagamenti. Vanno promossi, infine, investimenti per la ripresa con un *focus* sul *green*³⁰ e la digitalizzazione, senza tralasciare la questione dell'efficienza del sistema giudiziario e della pubblica amministrazione³¹.

Pur mantenendo invariati i principi fondamentali della proposta della Commissione, già nel dicembre 2020 sono state apportate alcune modifiche al testo del regolamento, sicché ad oggi (marzo 2021) il dispositivo si articola su sei pilastri, vale a dire: transizione verde, trasformazione digitale, crescita e occupazione intelligenti, sostenibili e inclusive, coesione sociale-territoriale, salute e resilienza, istruzione e formazione³².

Gli Stati membri dovranno dimostrare che ciascun Piano proposto contribuisce con almeno il 37% della dotazione totale all'obiettivo climatico e con almeno il 20% alla transizione digitale. L'utilizzo dei fondi, ad ogni modo, sarà oggetto di relazioni annuali che la Commissione presenterà al Parlamento europeo e al Consiglio (e la Corte dei conti avrà la possibilità di effettuare controlli sull'utilizzo degli importi versati).

Nell'ambito dei programmi NGUE volti a sostenere gli Stati per riprendersi dalla crisi, sarà inoltre potenziata la politica di coesione, attraverso la creazio-

³⁰L'Italia diviene infatti protagonista del *Green Deal* europeo, secondo gli obiettivi indicati dalla Presidente Ursula Von der Leyen: ridurre le emissioni inquinanti; aumentare i posti di lavoro nell'economia verde; migliorare l'efficienza energetica degli immobili; sostenere i processi industriali della transizione verde.

³¹Cfr. TRABUCCO. *Gli strumenti economico-finanziari dell'Unione Europea per fronteggiare le conseguenze della pandemia causata dal Covid-19: un rafforzamento dell'ordo neoliberista con ripercussioni "silenti" sulla forma di Stato e sulla tenuta dell'ordinamento comunitario. Verso un'Europa a "due velocità"?* in *Diritto Pubblico Europeo Rassegna Online*, Fascicolo 2/2020.

³²Come evidenziato da Banca d'Italia nell'audizione del 7 settembre 2020 presso la V Commissione della Camera dei deputati, l'accordo non specifica la durata e il tasso dei finanziamenti concessi dall'UE ai Paesi membri attraverso il Dispositivo. Si consulti il sito www.senato.it.

ne di un nuovo strumento per la redistribuzione dei fondi europei, denominato REACT-EU³³: in questo contesto, la Commissione ha raccomandato agli Stati Membri di programmare l'impegno di almeno il 15% del Fondo sociale europeo nelle politiche a sostegno della disoccupazione giovanile e al contrasto alla povertà. Trattasi di 55 miliardi di euro di finanziamenti supplementari per la politica di coesione, forniti attraverso sovvenzioni flessibili e senza alcun cofinanziamento nazionale. Vengono poi previsti finanziamenti aggiuntivi per il *Just Transition Fund*, mirato alla realizzazione del *Green Deal* europeo per favorire ed accelerare la transizione verso la neutralità climatica.

Il secondo pilastro³⁴ attiene al rilancio dell'economia europea mediante l'incentivazione degli investimenti privati nei settori strategici legati agli obiettivi climatici e digitali dell'Unione: è dunque prevista l'istituzione di un nuovo strumento di sostegno temporaneo alla solvibilità delle imprese in difficoltà a causa della crisi da coronavirus (*Invest EU*), volto ad evitare possibili insolvenze legate alla carenza di liquidità e capitali. Il criterio di ripartizione delle risorse è basato sulla domanda ed è a disposizione di tutti gli Stati membri, con speciale riguardo, tuttavia, ai paesi meno in grado di intervenire con aiuti di Stato³⁵.

Il terzo pilastro prevede, infine, l'elaborazione di un nuovo programma per la salute, affinché l'Unione sia preparata a gestire nuove crisi sanitarie attraverso strumenti volti a prevenire eventuali future crisi epidemiologiche (*EU4Health*)³⁶, nonché il rafforzamento della capacità di sostegno dell'Unione in materia di protezione civile per rispondere ad esigenze su vasta scala (*rescEU*).

Alla luce di quanto detto fino ad ora, può affermarsi che la Commissione incoraggerà principalmente gli investimenti a beneficio del mercato unico, svol-

³³Cfr. RICCOBONO. *Un «salto di specie per l'UE? La solidarietà europea alla prova della crisi pandemica»*, in A. GARILLI (a cura di), *Dall'emergenza al rilancio. Lavoro e diritti sociali alla prova della pandemia*, Torino, 2020, pp. 181-220.

³⁴[Http://www.senato.it](http://www.senato.it).

³⁵[Https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/about_the_european_commission/eu_budget/2020.2138](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/about_the_european_commission/eu_budget/2020.2138).

³⁶Il programma in questione rispetta la ripartizione delle competenze tra Unione e Stati membri e prevede sovvenzioni concesse direttamente ai beneficiari dalla Commissione europea.

gendo un ruolo di coordinamento, soprattutto qualora siano coinvolti altri programmi europei.

Nel discorso programmatico per la fiducia al Senato, Draghi ha puntualizzato che «la strategia per i progetti di *Next Generation* non può che essere trasversale e sinergica, basata sul principio dei co-benefici, cioè sulla necessità di impattare più settori in maniera coordinata. Dovremmo imparare a prevenire più che a curare, non solo utilizzando tutte le tecnologie a disposizione, ma anche investendo sulla consapevolezza che ogni azione ha una sua conseguenza»³⁷.

Alla base del *Recovery Plan* resteranno, comunque, i programmi e gli obiettivi strategici previsti dal Governo Conte, in particolare: innovazione, digitalizzazione, competitività, cultura, transizione ecologica, infrastrutture per la mobilità sostenibile, formazione e ricerca, equità di genere e territoriale, salute e relativa filiera produttiva.

Verranno invece rafforzati i programmi concernenti l'energia e le fonti rinnovabili³⁸, la rete ferroviaria veloce, la digitalizzazione e le reti di comunicazione a 5G. In ogni caso, è opportuno chiarire che il *Recovery Plan* indicherà obiettivi non solo per il superamento della pandemia, bensì con valenza per tutto il prossimo decennio, e con una tappa intermedia per l'anno finale del NGUE, il 2026. Il programma del governo Draghi avrà quindi come obiettivo finale la missione della «coesione sociale».

4. Allo stato, risulta necessario più che mai provare a ricostruire il puzzle degli interventi attuati. Ed invero, l'asincronia tra la rapidità dei cambiamenti economici, da un lato, e la lentezza dei processi di decisione che riguardano la politica e il diritto, dall'altro, si interfacciano con una realtà in continuo cam-

³⁷*Recovery Plan, Draghi: "Il precedente governo ha svolto grande mole di lavoro. Le missioni del programma resteranno le stesse"*, 17 febbraio 2021, www.ilfattoquotidiano.it.

³⁸Nel 2050 l'Unione Europea intende arrivare a zero emissioni nette di CO2 e gas clima alteranti.

biamento: da qui la 'corsa alla regolazione' e la costante situazione di precarietà delle leggi e frammentarietà della disciplina, che portano a riflettere sui benefici di una più flessibile cornice normativa, basata su una disciplina di principi³⁹.

È evidente che la recessione in corso tenda a ridurre il tasso di crescita potenziale dell'economia. Le ragioni sono varie: da un lato, la debolezza degli investimenti delle imprese, frenati dalla carenza di domanda, dall'incertezza, dalla riduzione dei profitti e dal maggiore indebitamento, rallenta la crescita dello stock di capitale e l'adozione di nuove tecnologie; dall'altro, la disoccupazione potrebbe aumentare in maniera persistente, accrescendo i rischi di scoraggiamento. Infine, gli interventi di sostegno alle imprese, pur fondamentali, potrebbero portare al mantenimento in vita imprese ormai prive di prospettive.

Uno degli strumenti a sostegno delle imprese proposti dal Governo consiste nel rafforzamento delle linee di credito garantite dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) per le imprese stesse, per un totale di 200 miliardi.

La BEI è un'istituzione finanziaria multilaterale, finanziata attraverso i contributi degli Stati Membri, che offre prestiti alle piccole e medie imprese (PMI⁴⁰), e dà luogo a investimenti in tutta Europa tramite il Fondo di Investimento Europeo.

I prestiti concessi dalla BEI sono in larga misura rivolti a progetti che otterrebbero condizioni più rigide sul mercato: il finanziamento sul mercato del credito a costi molto bassi è spiegato dalla garanzia fornita dagli Stati membri. Ed invero, lo strumento fornisce garanzie sugli strumenti di debito, come i prestiti per le PMI da parte di banche locali e altri intermediari finanziari, i quali in tal modo potranno erogare finanziamenti senza che la stabilità finanziaria venga

³⁹Tale riflessione nasce dalle osservazioni svolte da LEMMA, in *Il Fintech e le nuove frontiere dell'innovazione finanziaria*, p. 304. Sul punto cfr. anche ROSA. *Social acceleration: ethical and political consequences of a desynchronized high-speed society*, in *Constellations*, 2003, p. 1.

⁴⁰Secondo la definizione della Commissione europea, sono PMI le imprese con meno di 250 dipendenti e con fatturato inferiore a 50 milioni di euro, oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro. Sono ricompresi nella definizione, inoltre, i lavoratori autonomi titolari della partita IVA. V. www.mef.gov.it.

messa in pericolo. In particolare, il piano della BEI, proposto ad aprile 2020 dall'Eurogruppo (insieme al MES sanitario e al programma SURE), prevede l'istituzione di un fondo di garanzia paneuropeo di 25 miliardi, che le imprese potrebbero sfruttare per indebitarsi fino a 200 miliardi di euro.

Divenuto operativo da giugno dello scorso anno, tale somma è messa a disposizione come 'prestito' a condizioni vantaggiose per tutte le PMI europee⁴¹. I finanziamenti di cui sopra coprono il 90% dei costi connessi agli eventuali progetti (dunque ai prestiti sottostanti) e possono essere restituiti a tassi estremamente agevolati. Alle imprese italiane potrebbero così arrivare circa 40 miliardi di euro⁴².

Seppur il Fondo sia destinato a sostenere principalmente le imprese ad alto rischio a causa del Covid-19, va tenuto presente che per ricevere tali risorse tali imprese dovrebbero comunque essere redditizie nel lungo periodo, sicchè sono prese in considerazione solo le imprese che in assenza della pandemia sarebbero prevedibilmente state in grado di rispondere ai requisiti richiesti dagli intermediari finanziari. Ad ogni modo, poiché le operazioni sono garantite congiuntamente da tutti i paesi membri partecipanti (il cui contributo al Fondo è proporzionato al rispettivo contributo al capitale della BEI), sembra che si possa parlare di una mutualizzazione del rischio di credito tra gli stessi Stati, i quali prenderanno parte alla *governance* del Fondo attraverso il c.d. Comitato dei contributori⁴³. Resta comunque da precisare che lo strumento, avendo natura temporanea, potrà garantire solo i prestiti concessi fino al dicembre 2021, per un massimo di sei anni⁴⁴.

Per quanto concerne, invece, il *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* (SURE), si tratta di un fondo straordinario e tempora-

⁴¹Oltre alle PMI, si prevede che fino a circa il 20% andrà alle aziende con più di 250 dipendenti e fino al 7% sarà destinato ad investimenti in capitale di rischio.

⁴²Si segnala, sul punto, che il Trentino-Alto Adige è stata la prima Regione italiana ad aver annunciato di voler utilizzare alcuni di questi fondi per progetti di edilizia pubblica.

⁴³Sul punto vedi www.consilium.europa.eu/it/policies/coronavirus/covid-19-economy.

⁴⁴*Ibidem*.

neo istituito nel mese di aprile 2020 dalla Commissione per mitigare i rischi di disoccupazione nell'emergenza, dunque concepito per tutelare i posti di lavoro durante il *lockdown* e le successive fasi di ripresa. Il SURE può quindi essere definito un fondo «anti-disoccupazione» per sostenere i costi della cassa integrazione nazionale: ogni Stato verserà, in particolare, una quota in proporzione al proprio Pil, fornendo garanzie fino a 25 miliardi di euro⁴⁵. Tale deposito verrà utilizzato successivamente come garanzia per raccogliere sul mercato del credito fino a 100 miliardi di euro attraverso l'emissione di bond tripla A⁴⁶ da parte della Commissione per conto dell'UE⁴⁷. Pertanto, tale somma verrà data in prestito quasi 'a tasso zero' ai Paesi europei costretti a far fronte a grandi aumenti della spesa pubblica per tutelare i livelli occupazionali, affinché possano finanziare una spesa maggiore senza indebitarsi individualmente tramite l'emissione di titoli nazionali. Lo scopo principale del SURE è infatti quello di consentire alle imprese in difficoltà di ridurre il numero di ore lavorate, senza istituire una CIG europea, bensì estendendo l'utilizzo degli ammortizzatori sociali esistenti. SURE sarà dunque complementare agli strumenti nazionali, e gli Stati membri dovranno fornire garanzie liquide, irrevocabili ed esigibili. Ovviamente, la Commissione avrà il diritto di presentare ulteriori richieste di garanzie allo Stato Membro che contrae un prestito: qualora uno Stato membro faccia richiesta di assistenza finanziaria da parte del SURE, avverrà infatti una consultazione tra lo stesso e la Commissione UE, volta a verificare l'entità del provvedimento e a valutare le condizioni del prestito. Terminata la consultazione, la Commissione formulerà

⁴⁵<https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/coronavirus-response>. Cfr. anche VILAFRANCA, *L'accordo europeo ai raggi X tra MES, Sure e BEI*, visionabile su www.ispionline.it/it/pubblicazione/laccordo-europeo-ai-raggi-x-tra-mes-sure-e-bei-25752. Cfr. anche *Domande e risposte: La Commissione propone SURE, un nuovo strumento temporaneo del valore di 100 miliardi di EUR per aiutare a proteggere i posti di lavoro e i lavoratori*, visionabile su <https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail>.

⁴⁶Trattasi di obbligazioni sociali, così definite in quanto intese a garantire agli investitori che i fondi così mobilitati saranno destinati a scopi sociali. V. <https://ec.europa.eu/commission>.

⁴⁷Si consideri che già alla fine del 2020 il sostegno finanziario approvato ammontava a 90,3 miliardi di euro. V. www.consilium.europa.eu/it.

una proposta da presentare al Consiglio europeo, che avrà la facoltà di approvare o meno la richiesta di assistenza. Tuttavia, l'aspetto del SURE che potrebbe risultare problematico è celato nel fatto che le garanzie degli Stati Membri sono versate su base volontaria. Del resto, il SURE presenta una «potenza di fuoco» abbastanza limitata, vuoi per l'esiguo ammontare del finanziamento conseguibile, vuoi per la specifica destinazione funzionale di tale intervento⁴⁸.

5. Da circa un anno a livello europeo si sta discutendo circa l'opportunità di adottare un MES con condizioni meno stringenti e con tassi di interesse più bassi.

Partiamo, dunque, da una breve ricostruzione della struttura e delle funzionalità del Meccanismo.

Con la recessione avvenuta nel 2008, il dubbio circa la sostenibilità del debito pubblico di molti paesi dell'UE ha portato all'aumento del premio per il rischio richiesto dagli investitori sui titoli di Stato, che ha messo in bilico le stesse fondamenta dell'Unione⁴⁹.

All'epoca, il Consiglio Europeo decise quindi di adottare un pacchetto di misure concernenti il rafforzamento di meccanismi preventivi e correttivi degli squilibri economico-finanziari che avrebbero potuto provocare conseguenze sistemiche: per prevenire la diffusione della crisi finanziaria di uno o più Stati europei nel 2012 fu allora istituito lo *European Stability Mechanism* (ESM o MES), mediante l'apposita aggiunta di un paragrafo all'art. 136 TFUE, approvata dal Consiglio Europeo del 24-25 marzo 2011⁵⁰.

La base giuridica così introdotta ha autorizzato gli Stati Membri ad istituire un meccanismo di aiuti permanente, assimilabile ad una sorta di Fondo Mo-

⁴⁸Cfr. CASTALDO. *Come funzionano dietro le quinte Mes, Sure, Bei e Recovery Fund*, in www.milanofinanza.it.

⁴⁹Cfr. GUALANDRI. *Crisi finanziaria e «capital adequacy degli intermediari»*, introduzione, in *Banca, impr. soc.*, 2010, p. 184.

⁵⁰L'Italia ha ratificato la modifica dell'art. 136 con Legge n. 115/2012.

netario Internazionale (FMI) per l'area dell'euro.

Creato in sostituzione del Fondo europeo di stabilità finanziaria (EFSF) e del Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (EFSM) istituito con il regolamento UE n. 407/2010 per fornire sostegno ai paesi UME che versavano in difficoltà eccezionali, il Meccanismo Europeo di Stabilità è un'organizzazione intergovernativa regolata dal diritto pubblico internazionale⁵¹, avente il fine di emettere prestiti in situazioni di crisi, volti ad assicurare la stabilità finanziaria vuoi dei singoli Paesi vuoi dell'intera zona Euro.

L'obiettivo del Mes - recita il trattato - è quello di «mobilizzare risorse finanziarie e fornire un sostegno alla stabilità, secondo condizioni rigorose commisurate allo strumento di assistenza finanziaria scelto, a beneficio dei membri del Mes che già si trovino o rischino di trovarsi in gravi problemi finanziari, se indispensabile per salvaguardare la stabilità finanziaria della Zona euro nel suo complesso e quella dei suoi Stati membri». In base al trattato istitutivo del MES, al bilancio dell'istituzione contribuiscono i Paesi membri in modo proporzionale alla loro popolazione e al loro PIL; in particolare, la Germania contribuisce per il 27%, mentre l'Italia per il 17%, sicché il nostro paese fornisce garanzie per eventuali necessità future per circa 125 miliardi⁵².

Il MES ha un capitale sottoscritto di 700 miliardi di euro: di questi, 80 sono versati direttamente sotto forma di capitale fornito dagli Stati membri dell'Eurozona, mentre i restanti 620 sono raccolti sui mercati finanziari attraverso l'emissione e la conseguente sottoscrizione di *bond*⁵³. Per erogare i propri prestiti ai Paesi membri che ne fanno richiesta, il MES si rivolge ai mercati finanziari emettendo obbligazioni a tassi molto più bassi rispetto a quelli che ogni

⁵¹L'organizzazione ha sede a Lussemburgo. Gli Stati membri che non appartengono all'Eurozona possono partecipare su base *ad hoc*. V. Camera dei Deputati, Ufficio Rapporti con l'Unione Europea, 1° febbraio 2018.

⁵²L'Italia ha versato finora solamente 14,331 miliardi del capitale sottoscritto. V. www.bancaditalia.it

⁵³V. www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/efsf-esm-185-html.

Paese membro in crisi otterrebbe singolarmente.

Ciò in quanto il Meccanismo gode di un rating molto alto rispetto ai Paesi in potenziale dissesto⁵⁴. Mentre i fondi che il MES ottiene dagli investitori vengono destinati ai Paesi che ne fanno richiesta sotto forma di prestiti a tassi agevolati, il denaro dei contribuenti fa parte del bilancio dell'organizzazione, investito in *assets* di più alta qualità e garanzia per continuare a ottenere prestiti a tassi estremamente bassi.

Il Meccanismo, oltre ad acquistare titoli di debito sul mercato primario (così da garantire la collocazione degli stessi e facilitare il rientro nel mercato per i Paesi in difficoltà) ha la capacità di intervenire anche sul mercato secondario delle obbligazioni sovrane, per combattere effetti *spillover* in situazioni di instabilità del mercato⁵⁵. Va precisato, tuttavia, che l'assistenza finanziaria rappresenta solo un '*liquidity bridge*', in attesa che lo Stato membro prenda le misure necessarie per riassetare la situazione; *qua re*, il tasso di interesse a cui vengono concessi i prestiti risulta più alto di quello di mercato in condizioni normali (assistenza fornita su termini '*non concessional*', ovvero sia non attrattivi, che fungono da incentivi per il ritorno al finanziamento di mercato). Ancora, per evitare forme di *moral hazard* e mantenere alti gli incentivi del Paese, l'assistenza è suddivisa in *tranches*, condizionate all'aderenza dello Stato in difficoltà ai *targets* del programma di aggiustamento.

Per completare il quadro, aggiungiamo che a controllare le sue decisioni sono il *Board of Directors* e il *Board of Governors* (composto dai ministri delle Finanze dell'Eurozona e con a capo il Presidente dell'Eurogruppo), che decide all'unanimità sull'erogazione di prestiti finanziari⁵⁶.

Orbene, con riferimento alla nuova linea di credito, il 15 maggio del 2020

⁵⁴L'Italia, ad esempio, è stabile a BBB, vale a dire nove gradini più in basso sulla scala di riferimento.

⁵⁵V. ECB Monthly Bulletin, *The European Stability Mechanism*, luglio 2011, p. 77.

⁵⁶Nei casi di eccezionale urgenza - tali da minare la sostenibilità finanziaria dell'euro - il Board of Governors decide con una maggioranza dell'85% dei voti. [www.wallstreetitalia.com/cos-e-mes-fondo-salva-stati/Battaglia: capire il Mes in 10 domande e risposte](http://www.wallstreetitalia.com/cos-e-mes-fondo-salva-stati/Battaglia:capire-il-Mes-in-10-domande-e-risposte), dicembre 2019.

è stata approvata la cosiddetta *Pandemic Crisis Support*, consistente in circa 240 miliardi di euro, pari al 2% del Pil 2019 di tutti i 19 Paesi membri (per l'Italia, questa cifra corrisponde a circa 36 miliardi). La novità di tale linea di credito consiste nel fatto che i prestiti non comportano riforme programmatiche macroeconomiche, ma sono vincolati unicamente all'utilizzo delle risorse per la copertura di spese sanitarie dirette e indirette fino alla fine del 2022, al netto di eventuali evoluzioni in negativo dell'emergenza.

Resta aperto il problema delle condizionalità legate al rientro del prestito, tra cui l'applicabilità dell'art. 7, comma 5, Reg. n. 472/2013 (il secondo del *Two Pack*), il quale menziona *apertis verbis* la facoltà per il *board*, su proposta della Commissione europea, di approvare a maggioranza qualificata modifiche al programma di aggiustamento macroeconomico al fine di garantire la sostenibilità del debito.

Il Mes sanitario rappresenta, quindi, una delle modalità di reperimento delle risorse per la copertura delle spese previste nel comparto sanitario, già approvate con la legge di bilancio. La proposta dell'Eurogruppo, comunque, non si basa sulla modifica del trattato intergovernativo. Inoltre, l'ammontare di tali spese è indipendente dalle modalità con cui le si finanzia: non si tratta, infatti, di ricevere 36 miliardi di euro, bensì della possibilità di finanziare una parte della spesa deliberata per il Servizio Sanitario Nazionale attraverso il Meccanismo, anziché con l'ordinaria emissione di titoli di Stato. Il vantaggio consisterebbe, in particolare, nei tassi di interesse inferiori; lo svantaggio è invece rappresentato dalle condizionalità⁵⁷.

6. Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, il *Recovery Fund* – attraverso forme di indebitamento comunitario – dà luogo non solo a prestiti a lunghissima scadenza e a tassi più ridotti dei *bond* nazionali, ma consente anche di

⁵⁷<https://ilmanifesto.it/facciamo-chiarezza-su-mes-e-recovery-fund>.

assegnare risorse a fondo perduto: quest'ultimo aspetto contribuisce a rendere più 'solidale' l'aiuto, in quanto i Paesi più ricchi 'accettano' di lasciare parte dei propri contributi ai paesi più colpiti dalla pandemia⁵⁸.

Al contrario del Mes, non si tratta di un'innovazione strutturale senza limiti di durata, quanto piuttosto di un piano di tipo straordinario, nato per rispondere alla pandemia.

In particolare, il piano promosso dalla Commissione UE rientra nel diritto comunitario, in quanto ad aderire sono tutti i Paesi UE, compresi gli Stati fuori dall'Eurozona (laddove a regolare il Fondo Salva-stati, come abbiamo detto, è un trattato intergovernativo).

A differenza del *Recovery Fund*, il Mes non è strumentale alla ripresa sul lungo periodo, bensì a fronteggiare la crisi nel più breve tempo possibile attraverso veri e propri prestiti⁵⁹.

Al tempo stesso, MES e NGUE presentano molteplici similitudini: entrambi erogano prestiti, emettono *bond* comuni per raccogliere risorse sul mercato e hanno una governance *collegiale* con a capo i rappresentanti dei governi europei⁶⁰.

Per quanto concerne le condizionalità, il MES può concedere prestiti agli Stati in difficoltà subordinatamente all'accettazione di un delimitato programma di aggiustamento economico-fiscale, volto a sostenere il debito pubblico: l'accesso all'assistenza finanziaria viene offerto, infatti, nell'ambito di un programma di aggiustamento macroeconomico, sulla base di un'analisi di sostenibilità del debito effettuata dalla Commissione con il FMI e in cooperazione con la BCE.

Lo Stato membro beneficiario è infatti tenuto a realizzare un'adeguata partecipazione del settore privato in funzione delle circostanze specifiche e se-

⁵⁸Si consulti il sito www.repubblica.it/economia/2020/04/23/news/recovery_fund_cos_e.

⁵⁹Cfr. BATTAGLIA. *Recovery Fund e Mes: le differenze principali*, 18 ottobre 2020.

⁶⁰Cfr. BINI, RICCIARDI. *Recovery Fund, MES, SURE e nuovo bazooka BCE: cosa c'è nell'arsenale europeo anticrisi da oltre 2000 miliardi*, 23 aprile 2020.

condo modalità conformi alle prassi del FMI.

Il prestito del Fondo Salva-Stati prevede, di norma, un accordo con il Paese (*memorandum*) che include misure correttive di politica economica; in altri termini, se un Paese ha perso la fiducia dei mercati, a causa di alcune politiche eccessivamente espansive, si possono prevedere misure di austerità. Il Paese che ne fa richiesta deve cioè sottoscrivere una lettera di intenti o un protocollo d'intesa, che viene negoziato con la Commissione europea a nome del Mes: di solito, al paese richiedente viene chiesta l'implementazione di specifiche riforme, che vanno dal consolidamento fiscale (es. tagli di spesa, aumento delle tasse) a riforme strutturali mirate a stimolare la crescita e ad aumentare la competitività, sino a riforme che abbracciano l'intero settore finanziario.

Spetta comunque al Consiglio del Mes definire caso per caso ciò che è più opportuno chiedere al Paese finanziato.

Tutti gli interventi previsti dallo statuto del Mes sono sottoposti ad una severa condizionalità: si parla, in particolare, degli acquisti di titoli sul mercato mirati ad un aggiustamento macroeconomico (soluzione utilizzata finora da Irlanda, Portogallo, Grecia e Cipro); delle linee di credito precauzionali; nonché del prestito per la ricapitalizzazione delle banche tramite prestiti ai governi degli Stati membri: torna dunque alla mente non solo il drammatico caso della Grecia, ma anche gli altri programmi del Mes le cui condizionalità sono state più moderate (come in Spagna)⁶¹.

Ed invero, negli anni passati durante le crisi economiche verificatesi in Grecia o in Spagna, gli Stati richiedenti gli aiuti previsti dal MES si sono dovuti impegnare ad approvare un *Memorandum* di intesa e ad attuare riforme strutturali e tagli alla spesa pubblica, sulla base delle linee-guida dettate dalla c.d. *Troika* (comitato di controllo informale formato dai rappresentanti della BCE, dalla Commissione europea e dal FMI e finalizzato alla supervisione della proce-

⁶¹Recovery Fund, MES & co. *Le misure dell'Ue per la ripresa post Covid-19*, Nomos, 24 luglio 2020.

dura di salvataggio adottata dall'Unione)⁶².

Nel caso del *Recovery Fund* le condizionalità sono del tutto diverse⁶³.

La parte più consistente di fondi viene assegnata sulla base di proposte di riforma elaborate dalle Nazioni che intendono chiedere gli aiuti: l'implementazione delle riforme è, invero, la condizione per poter gradualmente ricevere i fondi previsti per ciascuno Stato.

In alti termini, la Commissione europea approverà lo stanziamento di *tranches* ulteriori dopo l'anticipo di circa 26 miliardi se e soltanto se saranno raggiunti gli obiettivi intermedi, sia qualitativi e quantitativi, e solo nel caso in cui saranno rispettati i costi previsti: ciò rappresenta un incentivo molto forte a rispettare gli impegni, nonostante le difficoltà istituzionali che si frappongono.

Nonostante l'influenza che gli altri Paesi potranno avere nella valutazione della validità dei progetti di riforma, non viene contemplata la possibilità di condizionare l'erogazione dei prestiti a misure di austerità o, più in generale, a piani di politica economica.

Una delle condizioni più discusse al vertice del Consiglio del 17-21 luglio 2020 è stata la previsione del necessario rispetto dello Stato di diritto, per cui si è ribadito che gli interessi finanziari dell'Unione saranno tutelati in conformità dei principi generali sanciti dai Trattati, in particolare dei valori di cui all'art. 2 TUE⁶⁴. Sulla base di tali premesse, sarà introdotto un regime di condizionalità a tutela del bilancio e di Next Generation EU, sicchè in caso di violazioni dello Stato di diritto⁶⁵ che possano compromettere la 'sana gestione finanziaria' del bi-

⁶²[Http://www.salvisjuribus.it/il-meccanismo-europeo-di-stabilita-mes-funzionamento-e-criticita](http://www.salvisjuribus.it/il-meccanismo-europeo-di-stabilita-mes-funzionamento-e-criticita).

⁶³LITURRI. *Che cosa è emerso dalle recenti audizioni parlamentari in materia di Mes, Sure e Recovery Fund*. Approfondimento emerso dalle audizioni parlamentari.

⁶⁴Il voto sulla violazione dei valori fondamentali dell'UE sanciti dall'art. 2 TUE richiede i 4/5 del Consiglio dei Ministri per la sua approvazione. Al principio dello Stato di diritto si legano una pluralità di principi, quali il principio di legalità (intesa come sottoposizione dei poteri pubblici alla legge e divieto di esercizio arbitrario del potere esecutivo), la certezza del diritto e il principio del bilanciamento tra i poteri.

⁶⁵Cfr. DE MESQUITA, *Valori dell'Unione Europea, Stato di diritto e quadro finanziario pluriennale 2021-2027*, in *ERA Forum*, 2018, p. 287 e ss. Negli ultimi anni, il dibattito si è concentrato soprattutto sulle problematiche legate all'efficacia delle attività di monitoraggio,

lancio dell'Unione o la tutela dei suoi interessi finanziari, la Commissione europea proporrà misure sanzionatorie che dovranno essere adottate dal Consiglio a maggioranza qualificata⁶⁶.

In conclusione, nel caso del *Recovery Fund* risulta opportuno e necessario ideare un programma di intervento serio e credibile, che eviti rallentamenti e dispersione di risorse, fermo restando che le stesse andranno impegnate solo a partire da quest'anno (2021) e i prestiti saranno erogati nell'arco di cinque anni.

In base a quanto emerso dalle audizioni alla Commissione Bilancio del Senato di Corte dei Conti, le risorse – disponibili a condizioni vantaggiose – andranno comunque restituite, per cui, se non saranno impiegate in modo produttivo, i problemi saranno aggravati dal maggiore indebitamento. Ciò significa che l'attuazione del Piano andrebbe collocata nell'ottica di una strategia di progressiva riduzione del peso del debito pubblico sul PIL italiano. Secondo l'Ufficio Parlamentare di Bilancio, è inoltre necessario introdurre un sistema di raccolta e analisi di categorie di dati e informazioni con lo scopo di prevenire e correggere irregolarità gravi nella gestione delle risorse erogate dalle autorità europee.

Sul Mes, invece, il nodo da sciogliere è di natura politica⁶⁷: l'Italia ha bisogno di tornare ad investire in sanità dopo anni di tagli; da diverso tempo i 27 Stati membri discutono di una riforma del Trattato, mentre recentemente è scesa in campo l'idea di concedere prestiti del Fondo Salva Stati con l'unico vincolo di investire e destinare tali risorse alla sanità, ma le rigide condizionalità potrebbero rappresentare un ostacolo all'ottenimento dei prestiti nell'arco di pochi mesi, come pur auspicato. Al tempo stesso, il MES evoca le forme d'intervento attuate nel passato e, dunque, l'automatica sottoposizione dei

prevenzione e risposta a livello europeo rispetto al verificarsi di lesioni (anche solo potenziali) del citato principio.

⁶⁶Si consulti il sito www.consilium.europa.eu/it/meetings/european-council/2020/07/17-21.

⁶⁷Perché servono e che cosa sono il Mes e il Recovery Fund, 14 settembre 2020, in: www.lastampa.it/rubriche/il-perche/2020/09/14/news/perche-servono-e-che-cosa-sono-il-mes-e-il-recovery-fund-1.39294567.

paesi beneficiari ad un regime di sorveglianza rafforzata sulla politica di bilancio dei paesi debitori – pienamente incardinata nel quadro normativo dei Trattati – che si sostanzia nel «commissariamento» della politica economica degli stessi.

Pertanto, con riguardo a tale misura, appare pienamente legittima la proposta dell'Italia di accettare di discutere di un MES 'senza condizioni'⁶⁸.

Lucrezia Cipriani

⁶⁸Cfr. l'editoriale intitolato *Anche Parigi rinuncia al Mes. Verso lo slittamento del Recovery Fund*, visionabile su www.huffingtonpost.it/entry/anche-parigi-rinuncia-al-mes-slitta-il-recovery-fund-che-pero-tenta-la-lega.it. Cfr. anche l'editoriale intitolato *Conte: "Lotteremo fino alla fine per gli eurobond". E sul Mes: "Non è adeguato, l'Italia non ne ha bisogno. Falsità da Salvini e Meloni"*, visionabile su www.repubblica.it/politica/2020/04/10/news/mes_m5s_reazioni_governo_eurogruppo. Si fa presente che l'Italia costituisce il terzo creditore per importanza del MES, disponendo fra l'altro di un numero di quote sufficienti per esercitare un autonomo diritto di veto nelle procedure di emergenza.

INVESTIMENTI SOSTENIBILI: ANALISI EMPIRICA E TRADIZIONALE DEI FATTORI ESG *

(Sustainable Investments: ESG's empirical and traditional analysis)

ABSTRACT: *Current financial system must turn around to synthesize economic and social wealth. ESG's factors, focused on an analysis of inclusion or exclusion for various causes, represent a safe, responsible and profitable investment. They are able to trust the retail and business investors.*

There is a need to move from a linear economy to a circular one, characterized by self-consumption and product's regeneration, trying to remove, as much as possible, negative externalities, such the pollution.

"Humanity has the ability to make development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generation to meet their own needs. The concept of sustainable development does imply limits – not absolute limits – but limitations imposed by the present state of technology and social organization on environmental resources and by the ability of the biosphere to absorb the effects of human activities. But technology and social organization can be both managed and improved to make way for a new era of economic growth...further, rapidly growing populations can increase the pressure on resources and slow any rise in living standards; thus sustainable development can only be pursued if population size and growth are in harmony with the changing productive potential of the ecosystem."

SOMMARIO: 1. Introduzione alla finanza sostenibile – 2. Investire responsabilmente: l'impatto sociale – 2.1. Green bond - 2.2. Social Bond. – 3. Analisi dei fattori ESG – 4. Considerazioni conclusive.

*Contributo approvato dai revisori.

1. “That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which will generally be to make as much money as possible while conforming to the basic rule of the society, both those embodied in law and those in ethical custom”¹. Così, l’economista Milton Friedman illustra il connubio tra il massimo profitto possibile derivante da un investimento e il rispetto delle regole istituzionali, etiche e sociali.

Gestire un *business* nel rispetto della volontà dell’azionista per il perseguimento di un mero e puro guadagno non può prescindere dall’osservanza delle leggi e dei valori della società entro cui si opera, soprattutto ai giorni nostri, nei quali gli strascichi della crisi mondiale dei *mutui subprime* sono ancora visibili. Il tessuto sociale ed economico attuale è, non solo ancora afflitto dalle metastasi di quel fatidico 15 Settembre 2008, giorno in cui il gigante Lehmann Brothers crolla portandosi dietro, oltre ai miliardi in fumo, anche la fiducia degli investitori e risparmiatori, ma è pure lacerato dalle esternalità negative che la pandemia globale riversa da ormai un anno.

Ciò che è andato perduto nel corso degli anni della finanza è la fiducia nel sistema economico e nei metodi d’investimento. A sostegno di questa totale mancanza di affidamento nei mercati è l’attenzione riversa nei confronti dei cambiamenti climatici, ambientali e di sviluppo sostenibile. Il futuro, se si osservano i vari studi, non appare di certo roseo. Durante la Conferenza di Parigi COP (Conferenza delle Parti) 21, tenutasi alla fine del 2015, è stato evidenziato che il clima, a causa del progressivo aumento delle concentrazioni di gas ad effetto serra, sta cambiando notevolmente, creando un vortice che attira a sé ambiente, economia e società. I rischi legati al cambiamento climatico hanno importanti conseguenze di tipo economico e finanziario, conseguenze di cui operatori finanziari quali assicurazioni, fondi pensione, banche, nonché almeno una parte della politica e dei comuni cittadini si rendono ormai conto². Gli studi

¹Cfr. FRIEDMAN, *New York Times Magazine*, 13 Settembre 1970, in DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, Torino, Giappichelli Editore, 2019, p. 48.

²Cfr. BONATI, BONAVENTURA, CAPELLI., DAL SANTO, GAMBA, GRASSADONIA,

presentati nella medesima Conferenza hanno stimato che in uno scenario “*business as usual*”, ossia continuando ad incrementare la produzione ed i consumi globali senza apportare modifiche all’attuale modello di sviluppo, le temperature aumenteranno dai 4 ai 5 gradi entro il 2100³. Pertanto, si è reso necessario il raggiungimento di un obiettivo comune per cercare quantomeno di controllare il problema: ridurre entro il 2050 le emissioni di gas serra dell’80%, andando quindi a limitare l’aumento della temperatura entro 1,5 gradi.

Accantonando un attimo, per quel che si può, la situazione COVID-19, e tutto ciò che essa comporta, il mondo della finanza sembra oramai obbligato a guardare verso una direzione innovativa, che nel corso degli anni è sempre stata di contorno e ritenuta quasi visionaria, ma che oggi è salita prepotentemente in cattedra, essendo una speranza per il futuro: la sostenibilità e tutto il suo mondo circostante. Si avverte ormai la necessità di passare da un’economia lineare, basata sulla produzione e sul consumo di grandi quantità di energia a basso prezzo, ad un’economia circolare, dove l’autoconsumo e la rigenerazione dei prodotti ottimizzano il rendimento delle risorse e riducono le varie esternalità negative, come l’inquinamento.

L’attenzione, dapprima delle istituzioni e degli operatori economici ed ora anche del singolo investitore *retail*, si è nettamente spostata su temi di sostenibilità ambientale, sociale e di buon governo, i cosiddetti fattori ESG (“*Environmental*” “*Social*” “*Governance*”), fulcro degli investimenti sostenibili e responsabili.

Il termine finanza sostenibile rappresenta un concetto molto ampio, che abbraccia studi, teorie e politiche d’investimento sviluppatesi e adattatesi nei vari contesti storici e sociali del corso dei secoli. L’unicità di tale vocabolo è

MEDA, ORSAGH, PARDINI, PUCA, SAVIOLO, *Investimenti ESG*, Milano, Open Financial Communication Srl, a cura di CFA Society Italy, Advisor Private, con la collaborazione di AMUNDI Asset Management, 2018, pp. 13 ss.

³Ibidem.

soggetta a molteplici interpretazioni, soprattutto se si tiene conto del grande dibattito economico che vi si è generato grazie ad una sempre più crescente sensibilità su temi ambientali e sociali.

La definizione che più appare omogenea è forgiata dalla *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), per la quale “la finanza sostenibile è quell’insieme di strategie di investimento che considerano i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nella composizione e gestione di portafoglio. Ai fini di questo report globale e per articolare il nostro lavoro nel modo più allargato possibile, GSIA utilizza una definizione inclusiva di finanza sostenibile, senza operare separazione alcuna tra essa e termini o locuzioni associabili, come finanza responsabile o finanza socialmente responsabile. Tutti questi approcci sono collettivamente denominati finanza SR”⁴. Sulla base di questa formulazione, quindi, si etichettano sotto il comun denominatore della definizione in oggetto tutte le strategie d’investimento che, direttamente o indirettamente, hanno l’obiettivo di realizzare un rendimento socialmente condiviso assieme al ritorno economico atteso dall’investimento⁵.

L’elemento che più risalta in tale esposizione è di natura economico scientifica, ossia l’esplicito riferimento ai fattori ESG, poiché rende tutte le strategie di investimento, che vorremmo rientrassero nella definizione di finanza sostenibile, connesse direttamente al *rating* non finanziario degli emittenti, distaccandosi completamente dal concetto di finanza tradizionale.

Per sostenibilità, o più precisamente per sviluppo sostenibile, si intende “lo sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni”⁶. La selezione e la gestione del portafoglio che seguono questa linea guida tengono conto dei fattori ambientali, sociali, di governo aziendale, di capitale umano e di

⁴GSIA Report, 2019.

⁵Cfr. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, op. cit., pp. 7-8.

⁶Cfr. BRUNDTLAND, *Report of the World Commission on Environmental and Development: our Common Future*, United Nations, op. cit.

innovazione. Pertanto, l'esigenza che scaturisce da queste definizioni si concretizza nel collegare in modo chiaro un tipo di finanza "nuova" con l'economia reale. Ricordiamo che la cattiva reputazione di cui gode la finanza tradizionale deriva proprio dal progressivo distacco che intercorre con la realtà economica; gli eccessi speculativi, che hanno visto la finanza investire più sul proprio tornaconto che sui settori produttivi, e i vari scandali legati al mondo manageriale hanno allontanato la finanza dall'economia reale, mettendo in luce quanto pericoloso possa essere il settore finanziario se popolato da operatori poco attenti alle ricadute dei loro atteggiamenti. La cosiddetta finanziarizzazione dell'economia ha spostato progressivamente l'*asset* della ricchezza dal sistema economico reale a quella meramente speculativa⁷. Da questo assunto possiamo accostare l'aggettivo "morale" alla finanza. Ci si rende conto, perciò, che una moralità esiste, e deve esistere, nell'attività finanziaria, così come in tutte le attività umane d'altronde. Si deve pertanto far riferimento alla morale intesa come metodo dell'"*agere* finanziario"⁸. Ne consegue un necessario riferimento all'*etica* che, anche *in subiecta materia*, assurge a funzione equilibratrice, la quale, in relazione alle sue finalità deontologiche, è in grado di recare un indiscusso contributo allo sviluppo sociale ed economico; ciò non solo evitando che questo avvenga a danno di alcune categorie soggettive, ma anche preoccupandosi di tutelare l'interesse generale al raggiungimento di determinati livelli di crescita. "Da qui un'ulteriore conferma della tesi che configura l'*etica* come *legge fondamentale della convivenza*, essendo qualificata da un carattere universale riveniente dall'uso di metodi razionali, che

⁷Cfr. NARDOZZI, *Riflessioni sulla finanziarizzazione dell'economia*, in Economia e politica industriale, 1987, pp. 121 ss.; CIOCCA, *La nuova finanza in Italia*, Torino, Bollati Boringhieri, 2000; MASERA, *La crisi globale: finanza, regolazione. e vigilanza alla luce del rapporto De Larosiere*, in Rivista Trimestrale Diritto dell'Economia, 2009, pp. 147 ss.; CAPRIGLIONE, TROISI, *L'ordinamento finanziario europeo. Dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, Assago, UTET giuridica, 2014.

⁸Cfr. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, Cacucci editore, 2004, p. 47.

richiamano in via generale i principi del diritto naturale”⁹. In tal modo, è possibile delineare un *modus operandi* nel quale la gestione della propria libertà e la cura dei propri interessi non va disgiunta dalla tutela di quella altrui, promuovendo, di conseguenza l’attività finanziaria verso un complesso valoriale in grado di superare gli utilitarismi che spesso ne connotano l’essenza.¹⁰

In un contesto del genere, la sostenibilità si presenta come un *target* che deve essere necessariamente raggiunto conciliando l’equilibrio dei tre pilastri fondamentali: economico, sociale ed ambientale¹¹. Analizzando questi tre concetti più nel dettaglio, si conviene che la sostenibilità ambientale richiede l’equilibrio tra gli input di risorse naturali nei processi di trasformazione e i loro output, in modo da mantenere la produttività e la funzionalità dei sistemi ecologici¹². Ciò significa, ad esempio, che le risorse non rinnovabili, quali petrolio e carbone, dovrebbero essere sfruttate in modo da poter garantire un loro celere rimpiazzo con le energie rinnovabili¹³. La sostenibilità economica, invece, ha come obiettivo principale il mantenimento del capitale, in altri termini consumare il reddito prodotto senza intaccare la sua capacità di continuare a generarne¹⁴. Infine, la sostenibilità sociale pone le sue fondamenta nella sacra osservanza dei diritti umani e nel libero accesso alle opportunità di sviluppo come interazione di equità intergenerazionale¹⁵.

In ogni caso, però è bene tenere sempre a mente la natura di questa

⁹Cfr. CAPRIGLIONE, *Il dopo COVID-19: esigenze di uno sviluppo sostenibile*, in GENNARO, MASERA, *Riflessioni sul futuro dell’Europa*, Canterano, Aracne editrice, 2020, p. 123.

¹⁰Cfr. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, op. cit., AA. VV., *Finanza Impresa e Nuovo Umanesimo*, Bari, Cacucci editore, 2007, cui si rinvia *Dottrina sociale della Chiesa* (PELLERINI); *Etica e profitto* (SEPE); *Creazione di valore* (MASERA); *Corporate Social Responsibility* (ANDENAS e ANTONUCCI); *Globalizzazione* (CONTE); *Tutela del risparmiatore* (TROIANO).

¹¹Cfr. ROSSI, TURRINA, *Gli investimenti sostenibili e responsabili*, Verona, in Working Paper Series, n. 23, Università degli studi di Verona, Dicembre 2013, ISSN 2036 – 4679, p. 3.

¹²Cfr. DAL MASO, BARTOLOMEO, *Finanza e sviluppo sostenibile*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2001, pp. 9-13.

¹³Ibidem.

¹⁴Ibidem.

¹⁵Ibidem.

tipologia di investimenti, differenziandoli da opere di beneficenza o di pura filantropia: la finalità di avere sempre un ritorno economico che motiva l'investitore.

2. La sostenibilità tenta di conciliare la crescita economica con la salvaguardia dell'ambiente e la responsabilità sociale dei fattori umani, al fine di raggiungere una migliore qualità della vita per le generazioni attuali e future¹⁶.

Si deve iniziare a parlare, quindi, di "investitore responsabile", ossia colui il quale opera sul mercato secondo una funzione di utilità aggregata volta alla creazione di un valore allargato ed equamente distribuito su società ed ambiente, con l'intento ultimo di apportare condizioni migliorative al contesto in cui investe¹⁷.

L'investitore responsabile e sostenibile si immette sul mercato finanziario adottando una gestione di portafoglio che segue una logica rigorosamente basata su un'accurata diversificazione etica dell'investimento, selezionando i titoli in base ai fattori ESG. Il riferimento esplicito a queste tematiche rende tali strategie d'investimento direttamente connesse al *rating* non finanziario degli emittenti. Pertanto, le tipologie di analisi che un operatore economico, *retail* o *private* che sia, deve adottare sono molteplici.

Il più antico sistema per integrare la valutazione finanziaria degli investimenti con informazioni extra-finanziarie è rappresentato dalla cosiddetta analisi negativa, ossia un apparato *screening* che mira ad escludere aziende e vari settori ad esse connessi, sulla base delle loro politiche, delle loro condotte e dei prodotti o servizi da loro offerti¹⁸. Si ha per l'appunto una vera e propria

¹⁶Cfr. CATELLO LANDI, *Sostenibilità e rischio d'impresa. Evidenze e criticità dei Rating Esg*, Milano, CEDAM, 2020.

¹⁷Cfr. SCIARELLI, SCIARELLI, *Il governo etico d'impresa*, e CATELLO LANDI, *La finanza etica*, Milano, CEDAM, 2018.

¹⁸Cfr. TEALDI, *Investimenti sostenibili. Integrare analisi tradizionale e indicatori non finanziari: i casi ECPI e GS SUSTAIN*, Milano, Egea, 2010, p. 14.

selezione negativa, per la quale, le società che non soddisfano gli standard minimi sono eliminate dal portafoglio. I criteri di esclusione includono in sé fattori ambientali, sociali, etici e di *governance*. Le esclusioni più comuni riguardano gli investimenti in imprese produttrici di tabacco, alcool, armi e gioco d'azzardo. Altre società vengono fatte fuori dai portafogli degli investitori, perché non sono dotate di un *asset* proprietario ed organizzativo tale da impedire fenomeni di corruzione o conflitti di interesse, in ossequio dei principi sanciti dal *Global Compact*¹⁹. Un aspetto problematico che sorge dalla scelta dello *screening* negativo come tipologia di analisi d'investimento è rappresentato dalla fattispecie in cui gli indici di esclusione possano risultare troppo stringenti. Situazione per la quale si possono verificare delle sensibili divergenze tra il rischio e l'indice di partenza prescelto. Difatti, il "(...) problema legato al criterio per esclusione è che non incoraggia le aziende che operano in settori ritenuti incompatibili con i criteri ESG a migliorarsi. (...) aziende di estrazione del carbone hanno barriere all'uscita. Pertanto esse non possono modificare facilmente in modo radicale la loro attività. Tuttavia, se sono presenti adeguati incentivi, che gli indici per esclusione non danno, alcune di queste potrebbero decidere di minimizzare il più possibile il loro impatto ambientale o sociale, generando quindi effetti positivi relativi rispetto ad altre aziende che operano nello stesso settore, ma che sono meno attente a questi aspetti. Va inoltre osservato che, ammesso che l'azienda di estrazione del carbone riesca a cedere l'attività estrattiva *tucur*, essa ne avrebbe un beneficio in termini di rating ESG, ma l'attività nociva resterebbe comunque nel sistema, anche se spostata per esempio in azienda privata magari non coperta da rating

¹⁹Il *Global Compact* è un'iniziativa dell'ONU per incoraggiare le imprese ad adottare politiche sostenibili e socialmente responsabili e riferire periodicamente sullo stato della loro implementazione. Esso comprende dieci principi in materia di diritti umani, lavoro ambiente e lotta alla corruzione che le aziende aderenti dichiarano di rispettare; vi aderiscono aziende, agenzie ONU, gruppi di lavoro e società civile. Fu annunciato per la prima volta dall'allora Segretario Generale dell'ONU Kofi Annan in un discorso tenuto il 31 Gennaio 1999 al Forum Economico Mondiale e fu lanciato ufficialmente il 26 Luglio 2000 nel quartier generale dell'ONU a New York (www.unglobalcompact.org).

ESG”²⁰. Un caso di recentissima emersione, in linea con quanto appena enunciato, ha visto coinvolte varie imprese di produzione alimentare, tra le quali dei veri e propri colossi mondiali del reparto: l’utilizzo dell’olio di palma. Tale sostanza vegetale proveniente dalla lavorazione di apposite piante dell’Indonesia, Malesia ed Africa è sempre stata molto diffusa nell’industria alimentare, poiché, grazie ai suoi valori nutrizionali riesce a sostituire altri grassi di uso tradizionale, abbattendo rigorosamente i costi, sia di produzione della stessa sia di lavorazione di varie cibarie commerciali presenti negli scaffali dei supermercati e delle cucine di tutto il mondo. Lo scandalo sorto attorno a questo olio vegetale ha permesso di mettere in luce le esternalità negative sull’ambiente e sulla popolazione, causate dalla coltivazione intensiva delle piantagioni di palma, ad opera delle grandi multinazionali. Di conseguenza, le informazioni extra-finanziarie riguardanti gli abusi dell’industria alimentare sui territori di coltivazione hanno sbilanciato in maniera alquanto significativa il *rating* e l’andamento delle azioni delle imprese operanti in questo settore. Pertanto, la maggior parte delle società alimentari hanno adottato una strategia difensiva, ritirando dal commercio i prodotti, principalmente dolciari, contenenti olio di palma ed elaborando nuove ricette per la produzione degli stessi senza l’utilizzo di tale sostanza. Siffatta contromossa, però, ha fatto sì che le industrie accettassero il fatto di aver commesso abusi sull’ecosistema per la produzione dell’olio di palma e perciò gli investitori hanno perso fiducia, ritirando i loro investimenti e reindirizzandoli verso *tranche* di titoli più ecosolidali. Tuttavia, dinanzi ad un’escalation di disapprovazione pubblica e sociale nei confronti della lavorazione ed utilizzo come componente alimentare dell’olio vegetale in questione, solo un’azienda *in primis*, non a caso leader mondiale nel settore

²⁰Cfr. BONATI., BONAVENTURA, CAPELLI, DAL SANTO, GAMBA, GRASSADONIA, MEDA, ORSAGH, PARDINI, PUCA, SAVIOLO, *Investimenti ESG*, Milano, Open Financial Communication Srl, a cura di CFA Society Italy, Advisor Private, con la collaborazione di AMUNDI Asset Management, 2018, p. 42.

dolciario, ha elaborato ed adottato una manovra offensiva, la Ferrero S.p.A. Tale società ha affrontato a viso aperto la problematica relativa all'uso dell'olio di palma, non celando affatto l'intensità della sua produzione bensì dimostrando che le piantagioni possedute sono state lavorate secondo standard qualitativi sostenibili e che i metodi di raffinazione dell'olio sono tali da non creare agenti nocivi sia nell'impiego che nel consumo della sostanza vegetale in questione. La Ferrero S.p.A. invece di indicare l'assenza dell'olio di palma nelle confezioni dei suoi prodotti, ha cominciato a pubblicizzare l'uso responsabile e sostenibile di tale componente alimentare, dimostrando così la sua innocenza sugli abusi all'ecosistema ed alla qualità della vita di chi è solito consumare cibi con olio di palma. Per questo motivo, la Ferrero S.p.A. è riuscita a districarsi in un mare in tempesta, tenendo ben salda la fiducia dei suoi investitori.

Altro sistema, speculare a quello appena esaminato, per analizzare gli investimenti da un punto di vista non finanziario, è rappresentato dall'analisi positiva, il cosiddetto approccio *best in class*. Esso applica indicatori di performance ambientale, sociale e di governance (ESG) per valutare il potenziale complessivo, finanziario e non, delle aziende²¹. Costituisce uno *screening* positivo che include criteri non tradizionali, legati a politiche, operazioni, prodotti o servizi offerti, per selezionare le società in cui investire²². Pertanto, adottando la logica di una selezione positiva, che privilegia i titoli basati su fattori ambientali, sociali, etici e di governance, è possibile stilare una lista di aziende leader, o anche dette "*best in class*", che in termini di performance ESG sono ad altissimo rendimento²³. Gli indici di inclusione esigono l'adozione di determinati fattori sostenibili ma non necessitano dell'esclusione delle società in vari settori o dalla produzione di dati prodotti che non supererebbero lo *screening* negativo. Ad esempio, tornando al caso dell'azienda estrattrice di

²¹Cfr. TEALDI, *Investimenti sostenibili. Integrare analisi tradizionale e indicatori non finanziari: i casi ECPI e GS SUSTAIN*, op. cit., pp. 14 ss.

²²Ibidem.

²³Ibidem.

carbone sopra citata, questa potrebbe essere presente in un indice di inclusione, qualora adottasse politiche e metodologie molto più sostenibili rispetto a quelle delle aziende analoghe operanti nello stesso settore²⁴. Tale tipologia di selezione, però, richiede analisi più approfondite rispetto allo *screening* negativo, in quanto devono essere studiati dal punto di vista ESG tutti i titoli che compongono un indice di partenza. Proprio per questo motivo, il criterio di inclusione produce maggiori costi per le società di gestione e per gli investitori. Tuttavia, secondo recenti studi²⁵, tali costi sono parzialmente in riduzione a causa dell'elevata concorrenza fra le agenzie di rating, la maggiore standardizzazione delle informazioni contenute in bilanci di sostenibilità e il ricorso sempre più diffuso alla tecnologia, come sistemi di intelligenza artificiale che permettono di estrarre ed elaborare informazioni fondamentali per la valutazione delle aziende da un punto di vista ESG.

In un'ottica così inclusiva non possiamo non tener conto degli effetti sociali e finanziari prodotti dalla ricerca sanitaria. L'iniziativa prevista dall'Organizzazione Mondiale della Sanità, la cosiddetta "*Access to Medicine*", sostiene che migliorare l'accesso ai farmaci potrebbe salvare 10 milioni di vite al giorno²⁶. L'OMS, quindi, monitora e valuta l'impegno delle più grandi aziende farmaceutiche al mondo per aiutare a risolvere questa emergenza globale. L'*Access to Medicine Index* persegue tre obiettivi principali: fornire a investitori, governi, ricercatori, organizzazioni non governative e al pubblico informazioni indipendenti, imparziali ed affidabili riguardo agli sforzi delle case farmaceutiche per migliorare l'accesso ai farmaci; distribuire alle imprese farmaceutiche un mezzo con cui valutare, monitorare e migliorare la propria performance, immagine societaria ed investibilità; fornire una piattaforma

²⁴Cfr. BONATI., BONAVENTURA, CAPELLI, DAL SANTO, GAMBA, GRASSADONIA, MEDA, ORSAGH, PARDINI, PUCA, SAVIOLO, *Investimenti ESG*, op. cit., pp. 42 ss.

²⁵Cfr. PUCA, DAL SANTO, SIEGEL, *Effective ESG Investing: An Interview with Andrew Parry*, CFA Institute, 15 Giugno 2018.

²⁶www.atmindex.org.

comune dove tutti gli *stakeholder* possano condividere le migliori pratiche sviluppate a livello internazionale e le proprie esperienze in materia di accesso ai farmaci²⁷. Poi, ogni anno l'indice di riferimento assegna un punteggio alle aziende a seconda del loro rendimento rispetto al possesso o meno di un'ampia gamma di fattori scientifici ed innovativi. Grazie a questo indice, le imprese possono indirizzare i loro sforzi verso le *best practise*, gli investitori possono individuare e scegliere le società più innovative, i media possono premiare le aziende più attive nel campo sociale e solidale e, infine, i governi, i ricercatori e le organizzazioni non governative possono identificare gli operatori economici che sono in grado di rappresentare i partner più efficaci per una collaborazione. Proprio in campo medico, con risvolti assolutamente sociali, sono stati raggiunti risultati molto importanti, frutto dell'incessante ricerca scientifica e dell'innovazione tecnologica. Una delle piaghe del nostro tempo, oltre all'evento eccezionale ed impensabile che stiamo vivendo, è rappresentato dalle neoplasie, che da sempre, ma oggi a causa delle cattive abitudini e dell'inquinamento, affliggono uomini, donne e bambini. Nel campo della cura dei tumori ai polmoni, che rappresentano ancora la causa principale di morte nella popolazione mondiale per via dell'elevato numero casi che si registrano ogni anno, e del cancro al seno, sono stati condotti molti passi avanti, andando a ridurre il tasso di mortalità, conseguentemente innalzando la soglia di sopravvivenza dalla diagnosi della malattia e migliorando in generale la qualità della vita non solo dei pazienti ma di chiunque è loro vicino. Allo stesso tempo, però, neoplasie come quelle che affliggono il pancreas risultano oggi ancora nefaste, lasciando una possibilità di sopravvivenza del 5% a cinque anni dalla diagnosi. Si stima che solo il 20% dei pazienti (uno su cinque) sopravvive al primo anno di malattia, riuscendo a diagnosticare il tumore in tempo quando esso è ancora localizzato e non metastizzato²⁸. L'adenocarcinoma pancreatico,

²⁷Cfr. TEALDI, *Investimenti sostenibili. Integrare analisi tradizionale e indicatori non finanziari: i casi ECPI e GS SUSTAIN*, op. cit., p. 16.

²⁸www.airc.it

che rappresenta la forma più diffusa di tumore al pancreas, viene ai giorni nostri combattuto dapprima con la chemioterapia poi, se questa ha avuto gli effetti sperati, si arriva alla chirurgia. Pochi sono i casi di riuscita. La chemioterapia, costituisce, quindi, la prima arma base che un medico può utilizzare per fronteggiare un tumore e il suo utilizzo è disciplinato da protocolli internazionali. Si seguono in maniera standardizzata due linee chemioterapiche che si susseguono l'uno all'altra. Dapprima si sottopone il paziente alla somministrazione di due farmaci, la Gemcitabina e Abraxane per un massimo di sei cicli²⁹, cui fa seguito poi o l'intervento chirurgico, nella migliore delle ipotesi, o la continuazione della chemioterapia con un altro farmaco, il Folfox, composto da tre diversi medicinali, di cui uno viene somministrato continuamente per 48 ore durante ogni seduta. Qualora, anche quando questa seconda linea chemioterapica, non vada a buon fine, si cerca di indirizzare il paziente verso qualche cura sperimentale per tentare quantomeno di allungare la prospettiva di sopravvivenza, ma oramai la guarigione dalla malattia è esclusa. Il paziente entrerà presto o tardi nella fase terminale. Per la neoplasia pancreaticca le aspettative di vita sono molto basse e la chemioterapia spesso è usata solo come cura palliativa³⁰, poiché i farmaci fino ad ora brevettati hanno come obiettivo la distruzione di tutte le cellule riproduttive, sia di quelle maligne sia di quelle "normali", e nella maggior parte dei casi le miscele di annientamento cellulare non riescono ad arginare la rapida e spietata riproduzione cancerogena. Tuttavia, al fianco di questa linea tradizionale di chemioterapia, ha iniziato a svilupparsi una nuova concezione di cura, l'immunologia. Essa rappresenta un sistema di autodifesa, per il quale la malattia viene combattuta dalle stesse cellule del nostro corpo che si "ribellano" al tumore, vedendolo come una minaccia, e cercano di neutralizzarlo. L'aspetto sorprendente

²⁹www.osservatoriomalattierare.it

³⁰www.airc.it

dell'immunologia è che non comporta l'utilizzo di massicce dosi di farmaci aggressivi come nella chemioterapia. Per di più, un ulteriore studio, illustrato dall'emerito Professore di patologia generale Francesco Novelli, ha dimostrato che in 28 pazienti afflitti da adenocarcinoma pancreatico duttale la Gemcitabina ha contribuito in maniera significativa all'aumento degli anticorpi in grado di riconoscere particolari proteine associate al tumore³¹. Di conseguenza, spiega il Professore, la strada da percorrere è quella dell'immunoterapia, ossia andare ad accrescere e a rafforzare gli anticorpi idonei ad eliminare le cellule tumorali³². In sostanza, con l'utilizzo di linee immunoterapiche si potrebbero sviluppare terapie di precisione basate su diversi trattamenti, a seconda del profilo molecolare caratteristico di ogni singola neoplasia³³.

Dal punto di vista finanziario, che è quello che più ci interessa, le società che investono nell'immunità oncologica sono il futuro della medicina. Se è vero che queste tipologie di cure alternative ancora non sono disciplinate da protocolli internazionali, è altrettanto vero però che tutti gli studi scientifici si stanno indirizzando verso questa nuova forma di cura. Pertanto, l'immunologia rappresenta uno dei più saldi investimenti sostenibili e responsabili che si possa fare. Ad esempio, la società CANDRIAM sostiene che tutti i suoi investitori danno un duplice contributo alla ricerca contro il cancro costituito in via principale dai loro investimenti e poi dal versamento del 10% delle commissioni di gestione del fondo a società attive nel settore oncologico³⁴. La CANDRIAM offre ai propri clienti varie opportunità d'investimento, alcune mirano alla scoperta di metodologie di diagnosi più accurate, altre sono indirizzate all'individuazione di una cura specifica e personalizzata per ogni singolo paziente³⁵. Su questa scia di biotecnologia applicata all'oncologia, numerose società vi proseguono. La J. Lamarck S.p.A. spiega "il continuo aumento della

³¹Journal for Immuno Therapy of Cancer in www.airc.it

³²Ibidem.

³³Ibidem.

³⁴www.candriam.it

³⁵Ibidem.

spesa sanitaria, insieme ai progressi tecnologici raggiunti ed alla possibilità di realizzare cure per patologie considerate incurabili fino a pochi anni fa, favoriranno la continua crescita del settore e l'emergere di sempre nuove opportunità di proficuo investimento (...) inoltre il portafoglio modello di SELECTRA Investments Sicav – J. Lamarck Biotech è ben diversificato in termini di aziende, pipeline e sotto-settori di appartenenza (es. diagnostica, oncologia, antivirali, patologie autoimmuni, etc.). È composto da 15 – 30 partecipazioni, quotate prevalentemente sui mercati americani e solo secondariamente sui mercati europei ed asiatici. Almeno il 50% è investito in aziende “*top tier*” (alta capitalizzazione con ampio fatturato) al quale si aggiungono posizioni in aziende con elevato tasso di crescita selezionate attraverso un'accurata analisi volta a massimizzare il valore del comparto. La strategia è di tipo *long-only* e non prevede l'uso di derivati (*warrants*, opzioni o *futures* su azioni o indici) per il raggiungimento degli obiettivi d'investimento. Il focus è costantemente rivolto alla ricerca di società *biotech* in grado di divenire futuri leader del settore biofarmaceutico”³⁶.

Fino ad ora abbiamo illustrato le due principali e tradizionali tipologie di analisi di valutazione fattoriale ESG per le strategie d'investimento sostenibile nel mercato. Ce ne sono altre. Dapprima, dobbiamo tenere conto che gli indici negativi e positivi, sopra esposti, possono essere combinati per sviluppare metodologie SRI più sofisticate e modellate sulle esigenze dei singoli clienti. Si delinea quindi un approccio personalizzato. “Per esempio, nel caso il cliente sia uno schema pensionistico a prestazioni definite, un possibile approccio combinato potrebbe integrare nel processo d'investimento un'analisi dei problemi ESG materiali, cioè con un possibile impatto economico; a evitare alcuni settori per ragioni etiche e/o perché ritenuti non validi come investimenti a lungo termine; a indirizzare secondo criteri positivi una percentuale del

³⁶www.lamarcksicav.eu

portafoglio, privilegiando aziende che forniscano merci e servizi sostenibili sulla base della previsione che tali aziende beneficeranno di tendenze di lungo termine a loro favorevoli; a coinvolgere le aziende in cui investe, per esempio tramite riunioni con il top manager, per sostenere le buone pratiche ESG”³⁷.

In tal caso, il consulente finanziario svolge un ruolo di grande importanza, ossia quello di filtrare i vari indici positivi e negativi per consegnare al cliente un investimento quanto più vicino alle sue esigenze ed interessi. In sostanza, vengono rimossi strutturalmente tutti gli strumenti che risultano incompatibili con la cultura, la regolamentazione o i valori etici del cliente oppure sono eliminati tatticamente gli strumenti i cui *rating* ESG sono ritenuti, in tutto o in parte, non aggiornati o non correttamente elaborati oppure rappresentati³⁸. Ad esempio, “man mano che aumenta l’utilizzo degli indici e i *benchmark* di sostenibilità, cresce anche la capacità delle aziende di sfruttare le metodologie di assegnazione dei rating ESG senza che a questo si accompagni un miglioramento della reale sostenibilità dell’azienda. Per esempio, molti indici assegnano un rating ESG più elevato alle aziende che comunicano maggiori informazioni sulla sostenibilità, pertanto le aziende che hanno rating ESG bassi si sono attrezzate per comunicare una quantità ampia di dati con il risultato che il punteggio di sostenibilità di queste aziende sale senza che vi sia un reale incremento della sostenibilità³⁹”.

Ultimo, ma non certo per importanza, metodo di valutazione per l’integrazione della valutazione finanziaria degli investimenti con informazioni extra-finanziarie è costituito dal *Corporate Engagement and Shareholder Action*, più comunemente noto come *engagement*. Rappresenta una tecnica di pressione sulla compagnia di cui si detengono quote del capitale sociale affinché migliori la sostenibilità. Vari sono i modi che possono essere seguiti per spingere

³⁷Cfr. TEALDI, *Investimenti sostenibili. Integrare analisi tradizionale e indicatori non finanziari: i casi ECPI e GS SUSTAIN*, op. cit., p. 17.

³⁸Cfr. BONATI., BONAVENTURA, CAPELLI, DAL SANTO, GAMBA, GRASSADONIA, MEDA, ORSAGH, PARDINI, PUCA, SAVIOLO, *Investimenti ESG*, op. cit., p. 44.

³⁹*Ibidem*.

l'impresa al miglioramento: frequenti incontri con il management dell'impresa per fornire pareri e suggerimenti sui temi della responsabilità; il cosiddetto azionariato attivo, ossia l'esercizio dei diritti partecipativi durante le assemblee dei soci per incrementare la sostenibilità dell'azienda; la comunicazione all'esterno del comportamento dell'impresa, in modo da influenzare le scelte degli altri portatori di interesse, come i clienti e i finanziatori, ed indirettamente spronare la società al miglioramento⁴⁰. L'obiettivo di questa metodologia di investimento è influenzare le scelte dell'impresa affinché siano maggiormente responsabili o aumentare la trasparenza sul comportamento dell'azienda affinché altri *stakeholder*, come i consumatori, possano prendere decisioni informate⁴¹. Molto frequentemente questa pratica viene realizzata da azionisti riuniti in gruppi di pressione, perché all'aumentare del pacchetto azionario detenuto da tali soci aumenta la sollecitazione al miglioramento percepita dall'impresa. Spesso a questo approccio viene affiancato quello del disinvestimento, ossia se l'impresa non migliora i propri comportamenti gli azionisti iniziano a minacciare e poi a vendere le quote detenute⁴². La dismissione, affinché abbia maggior successo, dovrebbe essere graduale, in modo da spronare l'impresa all'avanzamento, ma al tempo stesso mantenere un certo numero di azioni in modo da poter esprimere il proprio pensiero durante le assemblee dei soci⁴³.

Inoltre, secondo il Report 2019 della *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA), tale strategia di valutazione ed integrazione è definita come "l'utilizzo dei diritti di proprietà conferiti dalla partecipazione azionaria finalizzato ad esercitare un'influenza sulle decisioni rilevanti in tema di

⁴⁰Cfr. BARISON, *Rischio e rendimento degli investimenti sostenibili. Un'analisi del mercato azionario europeo*, Venezia, Università Ca' Foscari Venezia, 2018-2019, pp. 14-15.

⁴¹Ibidem.

⁴²Ibidem.

⁴³Ibidem.

sostenibilità⁴⁴”. “(...) Questa influenza può realizzarsi sia attraverso strumenti di dialogo informale con il *board* (*soft engagement*) sia attraverso strumenti formali (*hard engagement*), esercitando il diritto di voto in assemblea o il diritto di portare delle mozioni all’attenzione dello *shareholder meeting*⁴⁵”.

In ottica di percentuali, secondo le stime riportate dalla *The Conference Board of Analytics* del 2018, analizzando le proposte di voto di 2509 società quotate negli Stati Uniti, si rinviene che la maggior parte proviene da investitori individuali, circa il 41% pari a 263 proposte, e riguardano quasi sempre tematiche di *governance*, il 47% pari a 298 proposte o di sostenibilità, il 39% pari a 247 proposte. Nel mercato europeo, invece, prendendo in considerazione 779 società quotate, si è riscontrato una scarsa affluenza di proposte riguardanti la sostenibilità, meno del 9%, ma un numero rilevante di iniziative riservate alla *governance*, in particolare ai meccanismi di voto delle rappresentanze del *board*, quasi il 40%. L’*engagement* sui temi ESG sembra, dunque, più utilizzato per le vie informali, dato che questa modalità rappresenta la forma più efficace di attivismo⁴⁶.

2.1. La sensibilità sul tema ambientale, lievitata negli ultimi anni sull’onda dei cambiamenti climatici, ha incentivato sempre di più la necessità di adattare le modalità di produzione e prestazione di servizi alla minimalizzazione delle esternalità negative. Questa inversione di rotta all’interno del sistema produttivo richiede ingenti quantità di capitali, che possono essere messi a disposizione da istituzioni finanziarie o dal mercato⁴⁷. Si ritiene, quindi, che

⁴⁴GSIA Report, 2019.

⁴⁵Cfr. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, op. cit., p. 107.

⁴⁶Cfr. McCAHERY, SAUTNER, STARKS, *Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors*, *Journal of Finance*, n. 71, 2016 e AMEL-ZADEH, SERAFEIM, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence From a Global Survey*, Harvard Business School, Boston, MA, *Unpublished working paper*, 2017.

⁴⁷Cfr. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, op. cit., p. 80.

l'offerta di prodotti finanziari sostenibili possa essere di grande impatto per il potenziamento delle infrastrutture sociali mirate allo sviluppo del benessere della comunità⁴⁸. Nascono così i *green bond*.

Essi sono obbligazioni in tutto simili a quelle tradizionali, con la sola grande e sostanziale differenza riferibile all'uso specifico dei proventi. Infatti, la loro emissione è legata a progetti specifici che garantiscono delle ricadute positive sull'ambiente. In particolare, essi permettono di finanziare progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale, prevenzione e controllo dell'inquinamento ed uso sostenibile dell'acqua e dell'edilizia eco-compatibile.

Per possedere un'etichetta *green*, i pacchetti obbligazionari devono rispettare determinati requisiti sostenibili, sanciti principalmente, a livello internazionale, dai "*Green Bond Principles*" (GBP) della *International Capital Market Association* (ICMA⁴⁹), emanati nel 2014.

I GBP sono linee guida procedurali adottate su base volontaria da parte degli emittenti e hanno l'obiettivo di rendere trasparente ed uniforme il procedimento di emissione delle obbligazioni verdi. I GBP si compongono di quattro componenti fondamentali⁵⁰: "*Use of Proceeds*" l'uso dei proventi; "*Process for Project Evaluation and Selection*" il processo di valutazione e selezione del progetto; "*Management of Proceeds*" la gestione dei proventi; "*Reporting*" l'attività di rendicontazione.

Per quanto riguarda il primo pilastro, l'emittente si impegna ad utilizzare le risorse in progetti ad impatto ambientale positivo, che ricadono in specifiche categorie tassativamente elencate dall'ICMA, ossia energia alternativa,

⁴⁸Cfr. ABBRUZZESE, *La finanza sostenibile: uno sguardo al futuro. Analisi empirica dei benefici economici*, Roma, Università LUISS, 2018-2019, p. 55.

⁴⁹L'ICMA è "un'organizzazione internazionale che associa tutti gli investitori istituzionali operanti sul mercato del *fixed income* sia all'ingrosso sia al dettaglio. L'associazione si interessa di questioni regolamentari e normative che incidono sul funzionamento del mercato internazionale dei bond" in A. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, op. cit., p. 80.

⁵⁰ICMA, *Green Bond Principles, Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bond*, 2018

efficienza energetica, prevenzione e controllo dell'inquinamento, utilizzo sostenibile delle risorse naturali, trasporti ecologici, uso sostenibile e responsabile delle risorse idriche, adattamento al cambiamento climatico, efficienza ecologica e/o economia circolare, edilizia *green*. Nell'ambito di questi progetti, l'emittente deve dichiarare la percentuale di utilizzo dei proventi ed indicare quale beneficio ambientale, valutabile e misurabile, intende perseguire attraverso la realizzazione dell'investimento⁵¹.

Il secondo punto dei GBP riguarda il processo di valutazione e selezione dei progetti d'investimento. L'emittente deve dichiarare agli investitori non soltanto la finalità del progetto ma anche quali sono i processi che incrementerebbero il beneficio ambientale prefissato⁵².

La terza componente dei GBP, ossia la gestione dei proventi, vincola l'emittente a rendere disponibili le informazioni sull'utilizzo effettivo del ritorno economico. La tracciabilità dell'uso dei proventi rende più trasparente l'operazione e garantisce all'investitore la possibilità di monitorarne le dinamiche⁵³.

Infine, il quarto pilastro delle linee guida internazionali sui *green bond*, l'attività di *reporting*, consiste nella comunicazione annuale con l'investitore in relazione alla tipologia di progetti intrapresi, alla percentuale utilizzata nei progetti, al rendimento dei *green bond* e all'impatto sull'ambiente⁵⁴.

Quando un pacchetto obbligazionario rispetta tutti e quattro i punti sopra elencati viene definita *labelled*, cioè etichettata, certificata. Queste obbligazioni conferiscono al sottoscrittore il diritto al rimborso del capitale spettante agendo sull'emittente qualora non onorato l'adempimento dovuto, il cosiddetto *recourse to the issuer*. Alcuni tipi di *green bond*, invece, remunerano l'investitore in base ai flussi di cassa generati dal progetto. Sono i cosiddetti

⁵¹Cfr. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, op. cit., p. 82.

⁵²Ibidem.

⁵³Ibidem.

⁵⁴Ibidem.

green revenue bond e sono in genere più rischiosi rispetto ai tradizionali, dal momento che, qualora il capitale a scadenza non sia integralmente rimborsato, il sottoscrittore non può agire nei confronti dell'emittente, poiché egli corre il rischio del progetto. Di solito queste obbligazioni sono in genere emesse da enti pubblici, come Governi e Comuni. Inoltre, altri tipi di *green bond*, i *green project bond* e i *green securitized bond*, finanziano gruppi di progetti sostenibili di altri emittenti chiedendo delle garanzie all'emittente sul capitale sottoscritto e rimborsano i sottoscrittori attraverso i flussi di cassa dei progetti.

Gli standard comunicativi dei *green bond* sono più elevati rispetto alle obbligazioni tradizionali, comunemente dette *brown bond*, ma le raccomandazioni dell'ICMA non hanno carattere obbligatorio. Ciò che, però, caratterizza maggiormente un *green bond* è la certificazione rilasciata da un revisore esterno, cioè un soggetto terzo indipendente, professionale, diligente e riservato. Egli redige una certificazione sul rispetto o meno dei GBP e nel farlo può utilizzare quattro diverse modalità: la "*second party opinion*", ossia una verifica della struttura dell'obbligazione e della sua adesione ai quattro principi GBP; la "*verification*", cioè l'esame per garantire la tracciabilità dei flussi d'investimento, la sostenibilità del progetto e l'idoneità delle informazioni fornite; il "*rating*", ovvero l'attribuzione di un giudizio sintetico che quantifica la *greenness* dell'emissione; la "*certification*", ovvero l'attestazione rilasciata circa l'allineamento dell'emissione a determinati criteri *green*⁵⁵. La certificazione dei *green bond* ha un ruolo fondamentale nel mercato, perché essa rappresenta l'unico strumento in grado di attirare investitori eticamente motivati⁵⁶.

I *green bond* sono a tasso fisso ed hanno una scadenza media intorno ai 5 anni mentre quelli d'emissione statale, di solito, attorno ai 20 anni.

Secondo alcuni studi, questa tipologia di obbligazioni potrebbe essere più

⁵⁵ICMA, *Guidelines for Green, Social and Sustainability Bonds External Reviews*, 2018.

⁵⁶Cfr. ROE, TEISL, LEVY, RUSSELL, *US consumers willingness to pay for green electricity*, *Energy Policy*, 2001.

rischiosa dei *brown bond*, poiché quest'ultime perseguono obiettivi più facili da realizzare⁵⁷. Tuttavia, altre ricerche sostengono gli investitori motivati eticamente, attratti dalla certificazione dei titoli sostenibili, sono disposti anche a sacrificare un po' di rendimento in cambio della *greenness* dell'emissione, il che potrebbe comportare uno sconto sulla cedola dei *green bond* a differenza dei comparabili *brown*⁵⁸. Proprio questo sconto cedolare sembrerebbe conferire la vantaggiosità ai *green bond* rispetto alle obbligazioni tradizionali. Infatti, l'analisi delle quotazioni delle obbligazioni verdi sul mercato primario sanciscono che lo *spread* incorpora un premio negativo che le rende complessivamente più convenienti delle *brown*.⁵⁹

2.2. Al pari dei *green bond*, le obbligazioni che hanno l'obiettivo di finanziare progetti rivolti ad arginare e curare le condizioni di marginalità di specifiche fasce della popolazione sono definiti *social bond*. In altre parole, essi distribuiscono le risorse finanziarie raccolte tra il pubblico per poter erogare servizi essenziali, quali sanità, educazione, assistenza o per fornire dei fabbisogni specifici, come la costruzione di un immobile per l'abitazione dei meno abbienti o la formazione per il lavoro⁶⁰. In particolare, l'ICMA, così come per i *green bond*, stabilisce che delle obbligazioni per essere definite *social* devono rispettare i "*Social Bond Principles*" (SBP), che identificano le quattro voci relative all'uso dei proventi dell'emissione, alla valutazione del progetto e degli impatti che intende generare e all'attività di *reporting*. Inoltre, per i *social bond* l'attività di certificazione è solo consigliata ed essa può avvenire nelle stesse quattro modalità previste per i *green bond*: *second party opinion*,

⁵⁷Cfr. EHLERS, *Understanding the challenges for infrastructure financing*, www.bis.org , 2014.

⁵⁸Cfr. ROE, TEISL, LEVY, RUSSELL, *US consumers willingness to pay for green electricity*, op. cit.

⁵⁹Cfr. GIANFRATE, PIERI, *The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds*, www.cepweb.org , 2019.

⁶⁰Cfr. DEL GIUDICE, *La finanza sostenibile. Strategie, mercato e investitori istituzionali*, op. cit., p. 87.

*verification, certification e rating*⁶¹.

Esistono diverse tipologie di Social Bond; essi si distinguono per caratteristiche come la struttura, il funzionamento, la certezza o l'aleatorietà di ricevere flussi, e la presenza o meno di garanzie. Sono stati individuati principalmente quattro diversi strumenti: gli *Standard Social Bond*, ossia obbligazioni tradizionali allineata con i SBP, per i quali è prevista la possibilità di rivalersi sull'emittente; i *Social Revenue Bond*, cioè strumenti che non prevedono la possibilità di rifarsi sull'emittente, per i quali l'esposizione del credito è solamente compensata da i flussi di cassa, come ricavi, tariffe e tasse, che vengono generati dal progetto finanziato con il capitale raccolto dall'emissione; i *Social Project Bond*, la cui emissione serve a finanziare uno o più progetti sociali e l'esposizione al credito è data dalla riuscita del progetto, o dei più, qualora (pertanto, verranno staccate cedole, solamente se il *social project* è stato ritenuto di successo); i *Social Securitised and Covered Bond*, ovvero titoli di debito la cui principale fonte di ritorno è data dai flussi di cassa degli *asset*, ma che sono coperti da uno o più specifici progetti sociali⁶².

Una particolare categoria di obbligazioni sociali, rientrante nel gruppo *Social Project Bond*, che merita un'attenta analisi è costituita dai *Social Impact Bond* (SIB). Essi, definiti anche come *Development Impact Bond* (DIB) o *Pay for Success Bond* (PFS)⁶³, consistono in un contratto di finanziamento avente come obiettivo quello di sostenere, attraverso l'innovazione sociale, un progetto d'investimento il cui impatto, concreto e misurabile, definisce anche la misura del rendimento per l'investitore⁶⁴.

Lo schema dei SIB ricade in una forma contrattuale complessa, in cui vi

⁶¹Ibidem.

⁶²Cfr. CAPRARELLI, *La Finanza al Servizio della Sostenibilità: il caso dei Social Bond*, Roma, Università LUISS, 2018-2019, p. 31.

⁶³Ibidem.

⁶⁴Cfr. DEL GIUDICE, *Impresa sociale, welfare e mercato*, (a cura di) D. CALDIROLA, Milano, Vita&Pensiero, 2019.

sono più attori interconnessi fra loro, con differenti rischi ed oneri. In sostanza, i SIB sono sistemi di finanziamento basati su contratti del tipo *payment by result*, che nascono dalla cooperazione tra pubblica amministrazione insieme ad investitori privati, al fine di contrastare i problemi sociali. Infatti, essi rappresentano una nuova forma di partenariato pubblico-privato che collega la remunerazione del servizio al risultato finale. Il loro modello può essere definito come “un contratto con l’amministrazione pubblica, in cui quest’ultima si impegna ad effettuare un pagamento a fronte del miglioramento di risultati sociali. Sulla base di questo contratto vengono raccolte risorse da investitori socialmente orientati. Questo investimento è utilizzato per realizzare un mix di interventi che hanno l’obiettivo di migliorare i risultati sociali. Se l’obiettivo viene raggiunto, gli investitori ricevono risorse dalla PA. Viene restituito l’investimento iniziale, più un ritorno finanziario. Il risultato è commisurato al grado dei miglioramenti ottenuti⁶⁵”. In sostanza, quindi, i SIB adottano un modello per il quale, un emittente raccoglie capitale da investitori privati contro la *datio* dei bond. I fondi vengono poi girati ad un’impresa sociale il cui compito è quello di mettere in atto il progetto sociale stabilito. Se, e solo se, i risultati, di natura extra finanziaria, misurabili raggiungono le soglie stabilite, l’emittente procede nei confronti degli investitori al rimborso della quota capitale, alla quale si aggiunge un ritorno economico. Secondo questo schema finanziario, si può notare che il termine “*bond*” risulta quasi fuorviante, in quanto non si tratta di uno strumento che segue la logica dell’obbligazione tradizionale ma lo si potrebbe quasi considerare un derivato finanziario, il cui valore dipende dall’andamento del sottostante, che in tal caso è rappresentato dal progetto sociale⁶⁶.

Più nello specifico, la pubblica amministrazione promuove l’iniziativa su

⁶⁵Cfr. BARCLAY, SYMONS, *A Technical Guide to Developing Social Impact Bonds*, Londra, Social Finance, 2013.

⁶⁶Cfr. CAPRARELLI, *La Finanza al Servizio della Sostenibilità: il caso dei Social Bond*, op. cit. p. 32.

un progetto innovativo e specifico e l'intermediario finanziario ha l'onere di istituire le relazioni con le altre parti coinvolte nel meccanismo, ossia gli investitori e i *service provider*, che erogano il servizio a favore della fascia di popolazione *target*⁶⁷. Inoltre, l'intermediario finanziario spesso costituisce una società veicolo, la cosiddetta *special purpose vehicle* (SPV), per raccogliere risorse finanziarie da girare poi al *service provider*. Il ruolo cruciale dell'intermediario "consiste nel far avvicinare più parti avverse al rischio, la pubblica amministrazione e il *service provider*, agli investitori istituzionali che, pur essendo propensi al rischio, vogliono essere messi in grado di gestirlo secondo metriche che si avvicinano a quelle finanziarie ⁶⁸". Il rendimento promesso è collegato alla buona riuscita del progetto innovativo, misurabile per mezzo dell'osservazione di un parametro d'impatto su cui le parti si accordano inizialmente. Il valutatore esterno, generalmente un ente di studio e ricerca, certifica il raggiungimento dell'obiettivo, ed è, quindi, fondamentale che il parametro d'impatto sociale sia oggettivo e misurabile, così da garantire una remunerazione coerente all'investitore⁶⁹. In aggiunta, dobbiamo constatare, che i SIB, essendo degli strumenti il cui rendimento è slegato dalle dinamiche convenzionali tipiche del rapporto obbligazionario convenzionale, rappresentano dei potenziali meccanismi di diversificazione del rischio all'interno di un portafoglio. Il rischio che essi incorporano si dirama in: "*Execution Risk*", il rischio d'esecuzione, ossia la probabilità che il programma designato non risulti appropriato per la risoluzione del problema sociale; "*Measurement Risk*", il rischio di misurazione che riguarda la stima dell'impatto generato dal piano finanziario; "*Basis Risk*", ovvero il rischio di base riguardante

⁶⁷Cfr. DEL GIUDICE, *Impresa sociale, welfare e mercato*, op. cit.

⁶⁸Cfr. DAGHER, *Social impact bonds and the private benefit doctrine: Will participation jeopardize a nonprofit's tax-exempt status*, *Fordham Law Review*, n. 81, 2013.

⁶⁹Cfr. COX, *Financing homelessness prevention programs with social impact bonds*, *Review of Banking & Financial Law*, n. 31, 2011 e DEL GIUDICE, *Impresa sociale, welfare e mercato*, op. cit.

la non convenienza del piano da parte del committente istituzionale⁷⁰.

In conclusione, con riguardo alla provenienza dei fondi, si è soliti classificare tre differenti tipologie di SIB: “*Philantropic Social Impact Bond*”, di stampo filantropico, investiti attraverso una società veicolo per realizzare la prestazione di una organizzazione non governativa subappaltata, in cui il coinvolgimento dal governo centrale o locale dipende dall’esito del progetto e data la loro natura, lo scopo principale non è quello di realizzare ricchezza aggiuntiva ma di sperimentare nuove forme di innovazione ; “*Public Sector Social Impact Bond*”, nei quali i fondi vengono presi in prestito da autorità locali per la realizzazione di un programma e il ricevimento di pagamenti futuri, effettuati dalle autorità centrali, avviene al conseguimento dei traguardi fissati; “*Commercial Social Impact Bond*”, dove l’investimento è puramente di natura commerciale, per cui si viene a creare una nuova classe di attivi, che viene investita dai principali intermediari finanziari, quali banche, fondi assicurativi e pensionistici, attraverso l’istituzione di apposite SPV⁷¹.

3. La crisi finanziaria del 2008 ha determinato un cambiamento positivo nelle percezioni e negli atteggiamenti del mercato del mercato dei capitali nei confronti della sostenibilità delle imprese⁷². Il crollo del gigante Lehman Brothers, dichiarata dalle *big three* come uno degli istituti creditizi più solidi al mondo, ha fatto emergere le lacune e le incapacità predittive del *rating* tradizionale. Da qui la necessità di elaborare ed applicare un giudizio di affidabilità dei fondi sostenibili che discosta dai modelli statistici e matematici utilizzati nella finanza tradizionale. Si parla, in tal caso, di *rating* etico, il quale utilizza metodologie di valutazione che si ispirano ai principi di responsabilità

⁷⁰Cfr. CAPRARELLI, *La Finanza al Servizio della Sostenibilità: il caso dei Social Bond*, op. cit. p. 36.

⁷¹Cfr. CAPRARELLI, *La Finanza al Servizio della Sostenibilità: il caso dei Social Bond*, op. cit. p. 34.

⁷²Cfr. LOPATTA, KASPAREIT, *The world capital markets perception of sustainability and the impact of the financial crisis*, J. BUS. ETHICS, n. 122, 2014.

sociale e ambientale, con lo scopo di garantire lo sviluppo sostenibile. La valutazione delle imprese è assegnata a seguito di attività di *screening* in primo luogo negativo e successivamente positivo⁷³. Inizialmente, preso un campione, è eseguita una selezione di tutte le imprese che operano in settori considerati tipicamente non etici, come i giochi d'azzardo, la pornografia, la produzione di tabacco o alcolici. Successivamente, è eseguito uno *screening* positivo, che analizza la singola impresa e l'intensità con la quale persegue comportamenti etici⁷⁴. In questa fase, si effettua un'analisi di diversi parametri e le agenzie esprimono un giudizio a riguardo in base alla propria considerazione di eticità. Al termine dello *screening*, viene poi assegnata una valutazione sul grado di sostenibilità ed eticità. Tuttavia, la numerosa esistenza di diverse agenzie di rating, l'assenza di principi comuni e la soggettività di analisi di determinati parametri, non permettono ai soggetti economici di avere un quadro veritiero ed uniforme della situazione aziendale. Dopotutto, il *rating* etico, così come quello tradizionale, rispecchia pur sempre un dato probabilistico e non un giudizio puro ed assoluto.

L'analisi delle caratteristiche ESG delle aziende richiede competenze specifiche che possono essere diverse da quelle necessarie per valutare la *performance* finanziaria di un investimento. In parte, ciò è dovuto al fatto che i benefici dell'adesione a strategie ESG impiegano spesso tempi lunghi per emergere e che non esiste attualmente un unico standard per misurare la *performance* ESG di un'azienda o di un fondo⁷⁵.

Le agenzie di *rating* ESG attraverso le loro diverse metodologie di valutazione contribuiscono allo sviluppo sostenibile, includendo i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile nel loro metro di giudizio. I sistemi di valutazione ESG

⁷³Cfr. ABBRUZZESE, *La finanza sostenibile: uno sguardo al futuro. Analisi empirica dei benefici economici*, op. cit., p. 32.

⁷⁴Ibidem.

⁷⁵Cfr. BONATI, BONAVENTURA, CAPELLI, DAL SANTO, GAMBA, GRASSADONIA, MEDA, ORSAGH, PARDINI, PUCA, SAVIOLO, *Investimenti ESG*, op. cit., 51.

adottano strategie di differenziazione guidata dal mercato e a fattori culturali ed ideologici⁷⁶.

Le agenzie di *rating* ESG valutano la *performance* di sostenibilità aziendale di un gran numero di aziende, dove, alcuni *rating*, si basano esclusivamente su informazioni extra finanziarie mentre altri combinano dati finanziari e non per valutare la sostenibilità a lungo termine⁷⁷. Esse utilizzano una grande quantità di informazione, ottenute dalle aziende stesse attraverso la somministrazione di questionari che comportano un processo laborioso e l'analisi di informazioni pubbliche, esaminate da un *team* di lavoro interdisciplinare che opera in diverse aree geografiche⁷⁸. Nelle diverse tipologie di valutazione ESG vengono sempre presi in considerazione tre aspetti di misurazione: le categorie macro (ambiente, sociale, governance), le attività controverse di un'impresa e il processo di normalizzazione dei loro *rating* rispetto al settore industriale di riferimento⁷⁹. Per sostenibilità aziendale, ai fini del *rating*, si definisce ogni attività imprenditoriale che cerca in modo proattivo di contribuire agli equilibri di sostenibilità, ivi incluse le grandezze economiche, ambientali e sociali⁸⁰.

Di solito, per misurare la sostenibilità aziendale su una scala di valori si fa riferimento a grandezze rappresentate da 9 livelli di lettere, da EEE a F, passando per EEE-, EE+, EE, EE-, E+, E, E-, F.

In Italia, per evitare il problema di valutazioni ESG poco credibili, è stato

⁷⁶Cfr. SAADAoui, SOOBAROYEN, *An analysis of the methodologies adopted by CSR rating agencies. Sustain. Account*, Mana, 2018 e SANDBERG, JURAVLE, HEDESSTROM, HAMILTON, *The heterogeneity of socially responsible investment*, J. BUS. ETHICS, n. 87, 2009.

⁷⁷Cfr. SCALET, KELLY, *CSR Rating Agencies: What is Their Global Impact?* J. BUS. ETHICS, n. 94, 2010.

⁷⁸Cfr. CATELLO LANDI, *Sostenibilità e rischio d'impresa. Evidenze e criticità dei Rating Esg*, op. cit., p. 60.

⁷⁹Cfr. CHATTERJI, DURAND, LEVINE, TOUBOUL, *Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers*, Strategic Management Journal, n. 37 (8), 2016.

⁸⁰Cfr. LOZANO, *A holistic perspective on corporate sustainability drivers*, Corp. Soc. Resp. Env. Ma., n 22, 2015.

necessario inserire un *rating* di legalità. Nello specifico, “l’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato rilascia il rating ad aziende che operano secondo i principi della legalità nei rapporti con la pubblica amministrazione attraverso dei punteggi da una a tre stelle in base ai requisiti posseduti dall’impresa. Il *rating* è rilasciato dalla società sotto richiesta della società a condizione che si iscriva nel registro delle imprese. L’ottenimento della prima stella si ottiene in base ad una dichiarazione dell’azienda in cui si sostiene che l’azienda e i soggetti rilevanti della stessa non possono essere destinatari di sentenze di condanna o misure cautelari. È anche necessario che l’impresa nei due anni precedenti la richiesta non sia stata condannata per illeciti antitrust gravi e non dovrà avere subito accertamenti di un maggior reddito rispetto a quello dichiarato, né avere ricevuto provvedimenti di revoca di finanziamenti pubblici per i quali non abbia assolto gli obblighi di restituzione. Per incrementare il punteggio ottenuto l’azienda deve rispettare i seguenti requisiti: rispettare i contenuti del Protocollo di legalità sottoscritto dal Ministero dell’Interno e da Confindustria; utilizzare sistemi di tracciabilità dei pagamenti; adottare una struttura organizzativa che effettui il controllo di conformità delle attività aziendali a disposizioni normative applicabili all’impresa; essere iscritta in uno degli elenchi di fornitori, prestatori di servizi ed esecutori di lavori non soggetti a tentativi di infiltrazione mafiosa; adottare codici etici di autoregolamentazione adottati dalle associazioni di categoria. La valutazione ha una durata biennale con la possibilità di essere rinnovata⁸¹”.

In conclusione, da un punto di vista regolamentare, il decreto legislativo n. 32/2007, che ha attuato la direttiva 2003/51/CE, richiede che la relazione sulla gestione della società comprenda indicatori di risultato finanziari e non pertinenti all’attività specifica d’impresa, comprese informazioni attinenti alle

⁸¹Cfr. ABBRUZZESE, *La finanza sostenibile: uno sguardo al futuro. Analisi empirica dei benefici economici*, op. cit., p. 35-36.

questioni ambientali⁸². Il Codice di Autodisciplina del Comitato per la *Corporate Governance* di Borsa Italiana raccomanda che il consiglio di amministrazione delle società quotate definisca “la natura e il livello di rischi compatibile con gli obiettivi strategici dell’emittente, includendo nelle proprie valutazioni tutti i rischi che possono assumere rilievo nell’ottica della sostenibilità nel medio lungo periodo dell’attività dell’emittente⁸³”.

4. Restituire fiducia agli investitori, risparmiatori e famiglie, verso il mercato finanziario, sempre più speculativo e distante dall’economia reale, è l’obiettivo a cui mira il sistema oggi giorno.

“La scelta di adottare strategie industriali e modelli di *business* orientati al perseguimento di obiettivi di crescita nel lungo periodo permette all’impresa di “assorbire” l’impatto negativo che episodi di crisi auspicabilmente isolati e temporanei producono sulla situazione patrimoniale-finanziaria della stessa nel breve termine, riducendo il rischio che tali eventi possano comprometterne irrimediabilmente la continuità aziendale⁸⁴. Inoltre, la circostanza che gli investitori riconoscano ad un emittente il merito di aver adottato una strategia di crescita sostenibile nel lungo periodo consente all’impresa di reperire più facilmente sul mercato nuovi capitali, che ne supportino l’operatività, ciò in quanto, in un contesto in cui la volatilità dei mercati ha determinato il crollo del prezzo delle azioni della maggior parte degli emittenti quotati, la prospettiva di poter acquistare (o incrementare) una partecipazione in una società il cui valore di mercato è momentaneamente sottostimato a causa della particolare congiuntura economica, ma il cui valore intrinseco è rimasto, invece, intatto e

⁸²Cfr. BONATI, BONAVENTURA, CAPELLI., DAL SANTO, GAMBA, GRASSADONIA, MEDA, ORSAGH, PARDINI, PUCA, SAVIOLO, *Investimenti ESG*, op. cit., 52.

⁸³Art. 1. C. 1 b, Codice di Autodisciplina, Luglio 2015, Borsa Italiana, Comitato per la *Corporate Governance*.

⁸⁴Cfr. BEBCHUK, BRAV, JIANG, The long term effects of hedge fund activism, *www.ssrn.com* , 2015, e D. BARTON, J. BAILEY e J. ZOFFER, Rising to the challenge of short-termism, FCLT GLOBAL *www.fcltglobal.org* , 2016.

destinato ad emergere nel lungo termine, è molto attraente per gli investitori⁸⁵. In quest'ottica, sembra possibile sostenere che la crisi da COVID-19 abbia determinato una convergenza tra gli obiettivi perseguiti dal *management* dell'impresa mediante l'implementazione di iniziative di breve e di lungo periodo; tant'è che anche gli investitori istituzionali e i *proxy advisors*, tradizionalmente orientati in favore di strategie funzionali a creare profitto nel medio lungo termine, stanno progressivamente abbandonando e/o riconsiderando le loro campagne attiviste al fine di consentire agli amministratori di concentrarsi sulle esigenze più urgenti dovute alla diffusione della pandemia⁸⁶.

“Viene, quindi, in considerazione l'esigenza di uno schema ordinario caratterizzato da un significativo ridimensionamento della 'teoria dei mercati efficienti', nei quali i prezzi degli strumenti finanziari rispecchiano sempre e pienamente le informazioni disponibili⁸⁷”.

La crisi economica, sociale, ambientale e sanitaria che stiamo vivendo potrebbe rappresentare un trampolino di lancio per la redenzione della finanza. Non più una finanza speculativa, focalizzata sul mero guadagno, ma una finanza *green*, sostenibile in linea con i valori etici della società, in grado di sostenere le esternalità negative e le varie emarginazioni.

Nicolò Di Fausto

⁸⁵Cfr. COM (2020) n. 112 *final*, Commissione Europea, 13 marzo 2020 seguita dagli orientamenti pubblicati in data 26 marzo 2020 con comunicazione n. 2020/C 99 I/01.

⁸⁶Cfr. LOCCI, *Brevi riflessioni in materia di fattori ESG e informativa non finanziaria nella crisi da COVID-19*, Roma, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, Fondazione G. Capriglione Onlus, Università Luiss G. Carli, 1/2020 – supplemento, ISSN 2036 – 4873, pp. 125-127.

⁸⁷Cfr. CAPRIGLIONE, *Il dopo COVID-19: esigenze di uno sviluppo sostenibile*, op. cit., p. 127.

SECONDARY MARKETS FOR NPLS: STATO DELL'ARTE E PROSPETTIVE FUTURE * **

(Secondary markets for NPLs: state-of-the art and future prospects)

ABSTRACT: *Nowadays regulators, financial institutions and investors are interested in a proper management of Non-performing exposures (NPEs). Indeed, given the huge amount of NPEs recorded in banks' balance sheets after the 2007-2009 crisis, the issue is considered a crucial one to rebuild a stronger banking and financial system.*

After a brief overview of the main principles ruling the matter, this paper aims at analysing the most common operations enabling banks to reduce the relevant NPL ratio, also in the light of the measures adopted in the pandemic context.

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Crediti non-performing: il quadro definitorio. - 3. Il trattamento prudenziale degli NPL: dalle Linee Guida BCE alla riforma della CRR. - 4. Le operazioni di cartolarizzazione e la GACS. - 5. I fondi di NPE. - 6. Cartolarizzazioni, GACS e fondi di NPE. Profili di (in)efficienza. - 7. L'approccio UE: tra Action Plan to tackle NPLs e progetto di bad bank. - 8. Conclusioni.

1. Il tema dei crediti deteriorati – anche noti come *non-performing exposures* (NPE) o *non-performing loans* (NPL) – è quotidianamente al centro dell'attenzione.

Sebbene tale fenomeno sia intrinsecamente connesso al peggioramento del merito creditizio dei debitori, la normativa relativa alla classificazione degli attivi bancari ha senz'altro un ruolo centrale. D'altro canto, non può non rilevarsi che se l'accumulo di crediti deteriorati da parte di un singolo

*Contributo approvato dai revisori.

**Le opinioni espresse sono attribuibili esclusivamente all'autore e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'istituto di appartenenza

intermediario ne può compromettere la stabilità, ancor più problematico è lo scenario in cui più intermediari registrino contestualmente un *NPL ratio* elevato, circostanza che potrebbe minare la stabilità del sistema nel suo complesso.

Considerazioni di tal fatta hanno quindi indotto le Autorità di Vigilanza ed i *regulators* globali ad adottare dei provvedimenti che, in via di estrema semplificazione, hanno obbligato gli intermediari sia ad avere delle maggiori dotazioni patrimoniali per far fronte ai rischi connessi al mancato recupero dei crediti deteriorati, sia a ridurre il proprio *NPL ratio* al fine di determinare nel lungo periodo anche dei benefici di carattere sistemico.

Così individuati i principali profili problematici connessi alla gestione degli NPL, nella presente trattazione, una volta richiamati i principali dati normativi, si cercherà di analizzare gli strumenti utilizzati più frequentemente per gestire i crediti in questione, nonché le iniziative attualmente al vaglio delle Autorità.

2. Una prima indicazione in merito ai crediti deteriorati è stata data dal Comitato di Basilea secondo cui si considerano deteriorate le esposizioni scadute da almeno 90 giorni¹.

In ambito europeo, per individuare le fattispecie rilevanti in materia, è opportuno muovere dal nuovo art. 47-*bis* del Regolamento 575/2013/UE (*“Capital Requirements Regulation”*, anche *“CRR”*)² che qualifica come deteriorate (*non-performing*), tra le altre, le esposizioni: *a*) vantate verso un debitore in *default ex art. 178 CRR*³; *b*) che si ritiene abbiano subito una

¹Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines Prudential treatment of problem assets – definitions of non-performing exposures and forbearance*, pubblicato il 4 aprile 2017, reperibile su <https://www.bis.org/bcbs/publ/d403.htm>.

²L'art. 47-*bis* CRR è stato introdotto dal Regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2019 che modifica il Regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate (c.d. *minimum loss coverage*), adottato nell'ambito di un più ampio piano europeo di riforme volte a gestire le NPE di cui si dirà meglio *infra*.

³Nei casi in cui l'ente abbia in bilancio esposizioni verso un debitore scadute da oltre 90 giorni le quali rappresentano più del 20 % del totale delle esposizioni in bilancio verso il medesimo

riduzione di valore ai sensi della disciplina contabile applicabile.

Concentrandoci sulla prima ipotesi, si rileva che il *default* del debitore⁴ - e dunque il deterioramento del relativo debito – si ha sia se l'ente giudica improbabile che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni creditizie senza l'escussione delle garanzie (art. 178, para. 1, let. a, CRR), sia se il debitore è in arretrato da oltre 90 giorni su un'obbligazione creditizia rilevante verso l'ente (art. 178, para. 1, let. b, CRR).

Con riferimento al primo dei due casi di *default*, le EBA Guidelines⁵, entrate in vigore lo scorso 1° gennaio, prevedono che l'adempimento è considerato *improbabile* – nella formulazione inglese «the obligor is unlikely to pay its credit obligations» (“UTP”) – ad esempio nel caso in cui il debitore sia dichiarato fallito o il credito sia inserito tra le sofferenze o gli incagli o, ancora, in caso di rettifica di valore sul credito (*specific credit risk adjustments*) in ragione di un significativo scadimento del merito creditizio del cliente⁶.

Diverso, perché più oggettivo, è il secondo caso di *default* del debitore che – come anzidetto – si ha in presenza di un'obbligazione creditizia rilevante in arretrato da oltre 90 giorni (art. 178, para. 1, let. b, CRR). In particolare, secondo le EBA Guidelines, un'obbligazione è *in arretrato* «laddove l'importo del capitale, degli interessi o delle commissioni non sia stato pagato alla data in cui era dovuto»⁷. Inoltre, essa diviene *rilevante* se supera la c.d. soglia di rilevanza (*materiality threshold*), a sua volta costituita da due componenti – una

debitore, tutte le esposizioni in bilancio e fuori bilancio verso detto debitore sono considerate deteriorate (art. 47-bis, para. 3, CRR).

⁴La normativa prevede che la valutazione sull'eventuale stato di *default* sia effettuata in relazione alla totalità degli obblighi di un debitore verso l'ente (c.d. approccio per debitore), ma, nel caso di esposizioni al dettaglio, lo stato di *default* può essere dichiarato in relazione alle singole linee di credito (c.d. approccio per transazione).

⁵*Orientamenti sull'applicazione della definizione di default ai sensi dell'articolo 178 del CRR*, pubblicati dall'EBA il 18 gennaio 2017 (ABE/GL/2016/07).

⁶Le banche sono tenute a precisare nei propri protocolli le situazioni ritenute indicative dell'improbabile adempimento del debitore in conformità con quanto previsto dalla CRR e dalle EBA Guidelines (V. EBA Guidelines, para. 35 e ss.).

⁷EBA Guidelines, para. 16 e ss. Le Guidelines prevedono inoltre che il calcolo delle somme arretrate dovrebbe essere effettuato tempestivamente di modo da identificare le posizioni in *default*.

assoluta ed una relativa – fissate nella regolamentazione secondaria⁸. Il credito può dunque essere considerato come *non performing* se tali condizioni risultano soddisfatte per 90 giorni consecutivi.

3. Individuati le principali ipotesi di deterioramento del credito, è opportuno analizzare il trattamento prudenziale degli NPL.

Al riguardo, occorre anzitutto premettere che la già menzionata *Capital Requirements Regulation* impone a banche ed imprese di investimento di avere un livello di patrimonializzazione adeguato per far fronte a tutti i rischi assunti nello svolgimento dell'attività ed alle eventuali conseguenti perdite. Tra questi rileva quindi il rischio di credito⁹ – ossia quello a cui le banche si espongono nell'erogazione del credito – posto che il peggioramento del merito creditizio del soggetto finanziato potrebbe determinare una diminuzione del valore dell'attivo e, di conseguenza, una perdita per l'ente.

Sul punto – salvo quanto si dirà nel prosieguo con riferimento al quadro delineatosi a seguito della riforma della CRR –rilevano senz'altro le *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati*, pubblicate nel marzo 2017 dalla BCE –

⁸La *materiality threshold* deve essere fissata dalle Autorità di vigilanza nel rispetto delle norme tecniche di regolamentazione di cui al Regolamento Delegato (UE) 2018/171 della Commissione del 19 ottobre 2017 che integra il regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio.

In linea di principio, la componente assoluta della *materiality threshold* potrebbe essere fissata in modo diverso nei vari ordinamenti europei di modo da tener conto, ai fini del *default* dei debitori, delle condizioni economiche locali. Diversamente, la componente relativa dovrebbe essere fissata in modo uniforme in tutti gli Stati UE in quanto ha riguardo alla gravità dell'inadempimento, da intendersi quale entità dell'inadempimento già registrato rispetto all'importo complessivamente dovuto. Nella specie, la componente assoluta della soglia di rilevanza delle obbligazioni creditizie in arretrato è stata fissata a € 100 ed € 500, rispettivamente per le esposizioni al dettaglio e per quelle diverse da quelle al dettaglio e la componente relativa in misura pari all'1%. Cfr. per le banche *less significant* Circolare n. 285 del 17/12/2013 - “Disposizioni di vigilanza per le banche”, come modificate a seguito del 27° aggiornamento del 26 giugno 2019 (v. Parte Seconda, Capitolo 3, Sezione III, par. 4, con riguardo alle banche che adottano il Metodo standardizzato; v. Parte Seconda, Capitolo 4, Sezione III, par. 3, con riguardo con riguardo alle banche che adottano il Metodo IRB) e, per le banche *significant*, cfr. Regolamento (UE) 2018/1845 della Banca centrale europea, del 21 novembre 2018.

⁹Il rischio di credito può essere valutato con il metodo standardizzato o, su autorizzazione dell'Autorità di Vigilanza, con l'*Internal rating based* (IRB). Cfr. Disposizioni di Vigilanza per le banche, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013 della Banca d'Italia, Parte Seconda, Capitoli 3 e 4.

emendate nell'ottobre 2017 tramite un *Addendum* (di seguito, congiuntamente, solo "Linee Guida BCE")¹⁰ – che fissano le aspettative delle Autorità di vigilanza in materia, al fine ultimo di rafforzare i bilanci bancari e consentire agli enti di erogare credito all'economia.

Le disposizioni in questione si applicano alle sole esposizioni classificate come deteriorate dopo il 1° aprile 2018 e non sostituiscono i principi contabili di volta in volta applicabili¹¹, limitandosi solo ad illustrare le migliori prassi registrate sul mercato in merito alla gestione degli NPL. D'altro canto, sebbene formalmente le aspettative di vigilanza non siano vincolanti, nella realtà dei fatti le stesse assumono rilievo nell'ambito del *Supervisory review and evaluation process* ("SREP") in occasione del quale, come noto, l'Autorità valuta l'adeguatezza dei presidi patrimoniali ed organizzativi predisposti dagli enti e, qualora non li ritenga adeguati per coprire i rischi assunti, può adottare anche le c.d. *supervisory measures* di *Pillar 2*¹².

Le Linee Guida BCE delineano il c.d. approccio di calendario (*calendar provisioning*) che «consiste nello svalutare gradualmente nel corso del tempo i nuovi NPL fino a raggiungere la svalutazione integrale alla fine di un determinato periodo, a prescindere dalle effettive prospettive di recupero e dalla valutazione contabile»¹³.

¹⁰Le Linee Guida BCE si applicano soltanto alle banche *significant* ma analoghe previsioni sono dettate dalla Banca d'Italia per le banche *less significant*; cfr. Linee Guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati, reperibile su <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/Linee-Guida-NPL-LSI.pdf>.

¹¹Nonostante ciò, v. *Addendum Linee Guida BCE*, para. 2.3 ove la BCE incoraggia le banche «to close potential gaps relative to the prudential expectations by booking the *maximum level of provisions* possible under the applicable accounting standard. If the applicable accounting treatment does not match the prudential provisioning expectations, banks also have the possibility to *adjust* their Common Equity Tier 1 capital on their own initiative».

¹²V. CAPRIGLIONE – *Incidenza degli NPL sulla stabilità del sistema bancario. I possibili rimedi*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'economia*, 3/2018, p. 226.

¹³Cfr. ANGELINI, *I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema*, intervento al Convegno *NPL: sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori*, Roma, 9 ottobre 2018, p. 9.

Più in dettaglio, si prevede che, in caso di esposizioni garantite¹⁴, entro 7 anni dalla relativa classificazione come *non-performing*¹⁵, la banca debba effettuare un accantonamento pari all'intero valore del credito se non è stato possibile recuperare alcunché tramite l'escussione della garanzia. In tal caso, infatti, «the collateral would in principle be deemed ineffective and as such, the exposure is expected to be treated as unsecured from a prudential perspective in the context of this Addendum»¹⁶. Tuttavia, la svalutazione deve avvenire gradualmente nell'arco del settennio secondo le indicazioni fornite dalla BCE¹⁷.

Molto più rigido è invece l'approccio nel caso di esposizioni non garantite. In tal caso, infatti, la banca è tenuta ad accantonare l'intero importo del credito entro due anni dalla classificazione dello stesso come *non-performing*.

In ultimo, occorre dar conto del c.d. *NPL ratio*, per tale intendendosi l'incidenza lorda degli NPL sul totale degli attivi che, secondo le indicazioni dell'EBA, deve essere inferiore al 5%. Nel caso in cui sia pari o superiore a tale soglia, l'ente deve definire una apposita strategia di gestione delle esposizioni, apprestando dispositivi di *governance* ed assetti operativi idonei a ridurre l'*NPL ratio* entro i limiti indicati¹⁸.

Il vero cambio di passo relativamente al trattamento prudenziale degli NPL è stato registrato nel 2019 con la modifica della CRR – in forza del

¹⁴A tal fine rilevano solo le garanzie immobiliari nonché le ulteriori forme di mitigazione del rischio previste dalla CRR (cfr. Parte III, Titolo II, Capitoli 3 e 4). Resta comunque ferma la possibilità di un c.d. *blended approach* per il caso in cui un'esposizione sia solo parzialmente garantita; sul punto v. Addendum Linee Guida BCE, para. 3.3.

¹⁵Rileva il c.d. *NPE's vintage*, ossia il numero di giorni intercorrenti tra la data in cui l'esposizione è classificata come *non-performing* e quella di *reporting*, a prescindere dalla ragione di una tale classificazione; sul punto cfr. Addendum Linee Guida BCE, para. 3.1, ove si specifica che «the vintage count for “unlikely to pay” and “past due” exposures is the same, and for exposures moving from “unlikely to pay” to “past due” the counting continues and is not reset».

¹⁶Addendum Linee Guida BCE, Capitolo 4, para. 1.

¹⁷V. Addendum Linee Guida BCE, Table 1 – Overview of the quantitative expectations.

¹⁸Cfr. EBA Guidelines on management of non-performing and forborne exposures (EBA/GL/2018/06), Ottobre 2018, para. 11, ove si specifica che «The level of a 5% gross NPL ratio aims to ensure [...] that credit institutions are prepared to prevent NPEs building up and to take action at an early stage to tackle the issue».

Regolamento (UE) 2019/630 sul c.d. *minimum loss coverage*¹⁹ – che sancisce la rilevanza delle perdite su NPL anche ai fini del calcolo dei requisiti di *Pillar 1*²⁰. Altro importante elemento di novità risiede nel fatto che le nuove previsioni, essendo contenute nella CRR, sono vincolanti per tutte le banche UE sebbene siano applicabili solo in relazione ai crediti sorti dopo il 26 aprile 2019, data di entrata in vigore del Regolamento (UE) 2019/630.

L'attuale assetto normativo muove dall'assunto che «[m]aggiore è l'arco temporale in cui un'esposizione è considerata deteriorata, minore è la possibilità che venga recuperata. Pertanto, la quota che deve essere coperta da svalutazioni, deduzioni e accantonamenti aumenta nel tempo»²¹. In via di estrema semplificazione, secondo la CRR occorre considerare, per un verso, il valore degli NPL ponderati per il rischio e, per altro verso, la somma di accantonamenti e rettifiche relativi alle esposizioni in questione. Ora, se il primo di tali importi è maggiore del secondo significa che il rischio di credito non è adeguatamente coperto e la differenza tra le due voci – detta per l'appunto *importo di copertura insufficiente per le esposizioni non-performing* – deve essere dedotta dal *Common Equity Tier 1* in modo automatico e senza eccezioni.

I punti di discontinuità tra le Linee Guida BCE e la CRR riguardano sì il calendario fissato per le svalutazioni²² ma, più in generale, l'approccio al

¹⁹Regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2019 che modifica il Regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate.

²⁰V. PADOVANI – GUADAGNIN, *Il calendar provisioning: la gestione delle NPE anche alla luce della crisi da Covid-19*, Febbraio 2021, reperibile su <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/banche-e-intermediari-finanziari/il-calendar-provisioning-la-gestione-delle-npe-anche-alla-luce-della-crisi>

²¹Regolamento (UE) 2019/630, Considerando n. 8.

²²La Comunicazione BCE in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE, Agosto 2019, reperibile su

https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.supervisory_coverage_expectations_for_NPEs_201908.it.pdf, al para. 5.1, specifica: «2/7 anni di anzianità per le NPE non garantite/garantite nell'ambito del secondo pilastro rispetto a 3/7/9 anni di anzianità per le NPE non garantite/garantite (con garanzie non immobiliari)/garantite con garanzie immobiliari. Inoltre differiscono anche i percorsi per la realizzazione degli aggiustamenti nel caso dell'approccio di secondo pilastro della BCE e la piena applicazione nell'ambito del primo pilastro (ossia copertura al 100%)».

problema. Come anzidetto, infatti, le Linee Guida BCE non hanno, a rigore, natura vincolante e considerano le coperture su NPL ai fini dell'eventuale applicazione di misure di *Pillar 2*, quindi in un contesto di dialogo tra l'Autorità e l'ente, tenendo anche conto delle relative specificità. Diversamente, il nuovo sistema delineato nella CRR è più rigido posto che l'importo di copertura insufficiente per le esposizioni *non-performing* è determinato e dedotto in modo automatico e vincolante per tutti gli enti²³.

Posta dunque la necessità per le banche di rispettare i vincoli di volta in volta introdotti dai *regulators*, in un'ottica più generale, era stato segnalato il rischio di una massiccia escussione delle garanzie da parte degli enti (anche a fronte di possibilità di rientro dei debitori) al solo fine di recuperare il massimo importo nel più breve tempo possibile provocando, in tal caso, conseguenze negative non solo sui bilanci bancari – in cui dovrebbero esser registrate le perdite – ma anche in termini di crescita economica²⁴. In termini non dissimili, è stata quindi segnalata la necessità di contemperare l'enfasi microprudenziale con un'adeguata analisi macroprudenziale che tenga conto delle diseconomie esterne delle *fire sales*²⁵, ossia delle vendite di *distressed assets* a condizioni svantaggiose su cui si tornerà più ampiamente oltre.

La crisi conseguente alla pandemia da Covid-19 ha aggravato la situazione posto che le difficoltà registrate da famiglie ed imprese determinano – a maggior ragione alla luce delle menzionate EBA Guidelines sulla definizione di

²³Occorre precisare che le aspettative di vigilanza fissate dalla BCE trovano ancora applicazione soltanto in relazione alle esposizioni sorte prima del 26 aprile 2019, data di entrata in vigore delle nuove norme della CRR che invece prevedono il trattamento di *Pillar 1* per i crediti che, sorti dopo tale data, vengano classificati come NPL. Per il raccordo tra l'approccio di *Pillar 1* e quello di *Pillar 2*, v. Comunicazione BCE in merito alle aspettative di vigilanza sulla copertura delle NPE, cit., para. 5 e ss..

²⁴Cfr. ANGELINI, *I crediti deteriorati: mercato, regole e rafforzamento del sistema*, intervento al Convegno *NPL: sfide e opportunità. Requisiti regolamentari, strategie delle banche e dei nuovi operatori*, Roma, 9 ottobre 2018, p. 11.

²⁵Cfr. MASERA, *Non-performing exposures delle banche: diktat impazienti e soluzioni nazionali vs. gestione paziente e asset management companies a livello europeo*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2/2019, supplemento n. 2, pp. 144 e 145.

default entrate in vigore proprio lo scorso 1° gennaio – la classificazione di un numero sempre crescente di crediti come NPL e UTP, con tutto ciò che ne consegue in punto di patrimonializzazione degli enti²⁶. La Banca d'Italia ha segnalato le criticità in parola agli enti vigilati, suggerendo di prestare particolare attenzione alle posizioni più problematiche, ad esempio intensificando i rapporti con la clientela ed adottando provvedimenti *ad hoc* ove opportuno²⁷.

4. Le operazioni di cartolarizzazione (*securization*) – disciplinate dalla legge n. 130/1999 – consentono alle imprese (*originators*) di cedere principalmente crediti pecuniari, presenti o futuri, anche in blocco, a titolo oneroso a favore di società per la cartolarizzazione dei crediti (società cessionarie o *Special Purpose Vehicles* – SPV). Lo SPV, direttamente o anche tramite una società terza, emette i titoli di cartolarizzazione (*asset-backed*

²⁶Ciò è vero anche se si considera, oltre al profilo prudenziale, quello squisitamente contabile considerato che l'Ifrs-9 contiene una presunzione di peggioramento del merito creditizio quando i pagamenti contrattualmente dovuti sono scaduti da oltre 30 giorni, con la conseguenza che le banche, nell'ambito dell'*impairment test*, devono riclassificare i crediti ed apportare le conseguenti rettifiche; v. Ifrs-9, para. 5.5.11, reperibile su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R2067&from=IT>.

²⁷Comunicazione della Banca d'Italia del 28 dicembre 2020 – Applicazione della definizione di default ai sensi dell'art. 178 del Regolamento (UE) n. 575/2013. Indicazioni in tema di rapporti con la clientela. Sul tema si segnalano inoltre: *i*) il Regolamento (UE) 2020/873 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 giugno 2020 che, in risposta alla pandemia di COVID-19, interviene sulla CRR disponendo, tra l'altro, l'equiparazione delle garanzie statali e di quelle concesse dalle *export credit agencies* con conseguente abbassamento del livello di patrimonializzazione richiesto agli enti; *ii*) le EBA Guidelines on legislative and non-legislative moratoria on loan repayments applied in the light of the COVID-19 crisis e la relativa Nota n. 4 di Banca d'Italia (consultabile all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/elenco-esa/note/Nota-4-del-12.05.20.pdf>) che impediscono un'automatica qualificazione dei crediti che beneficiano di moratorie pubbliche o private come esposizioni oggetto di misure di tolleranza. Per un commento sul punto v. PADOVANI – GUADAGNIN, *Il calendar provisioning: la gestione delle NPE anche alla luce della crisi da Covid-19*, cit.. Per un'analisi delle misure adottate a seguito della crisi da Covid-19, v. anche MAGGIOLINO, *Appunti sul ruolo delle banche ai tempi del COVID-19*, in *Rivista delle Società*, fasc. 2/2020, pp. 527 e ss, ove l'A. osserva che nel complesso «la [...] BCE e la Banca d'Italia hanno deciso di liberare liquidi, capitale e la parte più nobile di quel capitale, consentendo [...] alle banche di operare al di sotto del parametro di liquidità LCR, della riserva CCB e del coefficiente P2G, nonché permettendo loro di verificare il coefficiente P2R anche con fondi diversi dal capitale primario di classe 1. Così, le banche dovrebbero essere poste nella condizione non solo di disporre di più fondi per erogare nuovi prestiti a famiglie e imprese».

securities) incorporanti i crediti (o i beni) ceduti e provvede a collocarli sul mercato, impiegando i proventi così ottenuti per corrispondere al cedente il prezzo della cessione²⁸.

Obiettivo primario dell'*originator* è infatti quello di ottenere liquidità, trasferendo completamente allo SPV – se la cessione avviene *pro soluto* – il rischio di insolvenza dei debitori. Nel caso specifico delle banche e, in particolare, di quelle che hanno in pancia elevanti *stock* di NPL, tali operazioni consentono inoltre di eliminare dai bilanci gli attivi problematici, evitando di dover procedere con svalutazioni ed accantonamenti molto onerosi.

Peraltro, nel 2017, il legislatore ha innovato la disciplina delle cartolarizzazioni aventi ad oggetto crediti deteriorati erogati da banche e intermediari finanziari 106 TUB al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti cartolarizzati. A titolo esemplificativo, è stato dunque consentito alle

²⁸Per quanto qui rileva, si tratta di soggetti che, nell'esercizio dell'attività bancaria o finanziaria – operando secondo il modello *originate to distribute* – in un primo momento erogano credito in favore di terzi e, in seconda battuta, cedono in blocco detti crediti, così liberandosi dei rischi connessi all'attività svolta; v. *amplius* MERUSI, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Il sogno di Diocleziano: il diritto nelle crisi economiche*, Giappichelli, Torino, 2017, pp. 53 e ss.. I crediti relativi a ciascuna operazione di cartolarizzazione ed i flussi finanziari derivanti dalla relativa riscossione costituiscono un patrimonio separato a tutti gli effetti sia da quello dello SPV, sia da quello relativo ad altre operazioni eventualmente realizzate dallo stesso veicolo, essendo destinato al soddisfacimento dei diritti dei sottoscrittori dei titoli (cfr. art. 1, co. 1, lett. b), art. 3, co. 2, art. 4, co. 2, l. 130/1999). Gli SPV sono solitamente dei veicoli costituiti *ad hoc*, con un'organizzazione esile che, in forza di appositi accordi, affidano lo svolgimento dei compiti di natura amministrativa e regolamentare ai c.d. *corporate servicers*. Dal 2010 non devono più essere iscritti nell'albo ex art. 106 TUB ma è sufficiente che siano iscritti nell'elenco delle società veicolo tenuto dalla Banca d'Italia e rispettino gli obblighi di segnalazione ed informazione previsti dalla normativa secondaria (Cfr. Provvedimento del 29 aprile 2011 della Banca d'Italia - "Disposizioni in materia di obblighi informativi e statistici delle società veicolo coinvolte in operazioni di cartolarizzazione"). Diversamente, le attività di *servicing* (i.e. riscossione dei crediti e servizi di cassa) devono essere affidate a banche o società iscritte nell'albo di cui all'art. 106 TUB (cfr. art. 2, l. 130/1999; sul punto v. CONSOLI, *La Gacs – Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*, in *La gestione delle crisi bancarie: strumenti, processi, implicazioni nei rapporti con la clientela*, TROIANO – UDA (a cura di), CEDAM, Padova, 2018, p. 466). Per completezza si segnala che all'operazione partecipa un valutatore incaricato di stimare i beni oggetto di cessione e, qualora i titoli derivati debbano essere offerti a investitori non professionali, anche un'agenzia di *rating* esterna che assegna appunto un rating ai titoli emessi (cfr. art. 2, comma 4, l. 130/1999).

società di cartolarizzazione di concedere finanziamenti²⁹ o costituire dei veicoli d'appoggio per acquisire, gestire e valorizzare, nell'interesse dell'operazione, i beni costituiti a garanzia dei crediti cartolarizzati³⁰, così emergendo la volontà – oltre che la necessità – di valorizzare i *collaterals* ai fini di un miglior realizzo dei crediti in questione.

Sempre nel 2017 è intervenuto in materia anche il legislatore europeo adottando il Regolamento (UE) 2017/2402³¹ (c.d. Regolamento *Securitisatio*n). Senza pretesa di esaustività, tra le novità più rilevanti, si segnalano anzitutto gli obblighi di trasparenza ed informazione cui devono soggiacere gli *originators*, volti a limitare l'asimmetria informativa insita nelle operazioni in parola. Il Regolamento sottolinea l'importanza di cartolarizzazioni "semplici, trasparenti, standardizzate" (STS), in contrapposizione – si legge nei Considerando – a quelle molto complesse, opache e rischiose tipiche del periodo precedente la crisi finanziaria del 2008. Si sottolinea infatti che «se strutturata in modo solido, la cartolarizzazione [...] consente di distribuire in modo più diffuso i rischi nel settore finanziario e può dare ai bilanci dei cedenti quel maggiore ossigeno necessario per aumentare l'erogazione di prestiti all'economia»³². Fermi i vantaggi che queste operazioni possono generare, il legislatore europeo ha ritenuto opportuno fissare la c.d. *retention rule* in forza della quale «il cedente [...] mantiene su base continuativa un interesse economico netto rilevante nella

²⁹In tal caso, la gestione dei crediti ceduti e dei finanziamenti concessi deve essere affidata ad una banca o ad un intermediario finanziario iscritto nell'albo 106 TUB (art. 7.1, co. 2 e 7, L. 130/1999). Sul punto cfr. ALBAMONTE, *Le nuove norme sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, n. 10, Luglio 2017 ove l'A. osserva che «la norma è stata inserita per evitare che l'attività di finanziamento sia svolta interamente da soggetti non abilitati (quindi non sottoposti a vigilanza) e per assicurare il corretto svolgimento delle nuove attività consentite alle società-veicolo».

³⁰V. art. 7.1, co. 4, L. 130/1999. La normativa specifica che anche le somme rivenienti dalla detenzione, gestione o dismissione dei beni dati in garanzia e gestiti da un apposito veicolo, sono assimilate ai pagamenti effettuati dai debitori ceduti e sono dunque destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi e al pagamento dei costi dell'operazione.

³¹Regolamento (UE) 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 dicembre 2017, che stabilisce un quadro generale per la cartolarizzazione, instaura un quadro specifico per cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE e 2011/61/UE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 648/2012.

³²Reg. (UE) 2017/2402, Considerando n. 4.

cartolarizzazione non inferiore al 5%»³³. Trattenendo quota parte di un portafoglio di attivi, la banca trattiene i rischi ad essi connessi con la conseguenza che è tenuta ad effettuare degli accantonamenti a copertura. Tale risultato, sebbene si ponga apparentemente in contraddizione con la finalità “liberatoria” della cartolarizzazione, consente di limitare il *moral hazard* degli operatori. Vincolandoli al c.d. *skin in the game*, il legislatore intende infatti mantenere vivo l’interesse delle banche ad una corretta valutazione del merito creditizio che verrebbe meno qualora fosse consentita la totale cessione del rischio di credito connesso alla finanza erogata, con evidenti distorsioni di carattere sistemico³⁴.

Sempre in tema di cartolarizzazioni, delle considerazioni devono essere svolte in merito alla c.d. garanzia statale sulla cartolarizzazione delle sofferenze (“GACS”), istituto introdotto al fine di aumentare la redditività delle cartolarizzazioni e, in ultima analisi, agevolare la dismissione di NPL da parte degli enti creditizi³⁵.

Più in dettaglio, si rileva, sotto il profilo soggettivo, che la garanzia statale può essere concessa solo nell’ambito di cartolarizzazioni realizzate da banche o intermediari finanziari ex art. 106 TUB aventi sede in Italia³⁶ e, sotto il profilo oggettivo, che la stessa può essere rilasciata solo in relazione alla cessione di

³³Art. 6, Reg. (UE) 2017/2402.

³⁴V. MERUSI, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, cit., pp. 53 e ss.; v. anche VIOLANTE, *Il principio di proporzionalità tra prezzo inefficiente e inefficienza delle regole: l'esempio della regulation bancaria*, in *Europa e Diritto Privato*, fasc.1, Marzo 2018, para. 2.

³⁵Istituto introdotto col D. L. 14 febbraio del 2016 n. 18 “Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio”, convertito dalla legge 8 aprile 2016, n. 49, ed oggi disciplinato, a seguito di modifiche ed integrazioni, anche dal D. L. 25 marzo 2019 n. 22 “Misure urgenti per assicurare sicurezza, stabilità finanziaria e integrità dei mercati, nonché tutela della salute e della libertà di soggiorno dei cittadini italiani e di quelli del Regno Unito, in caso di recesso di quest'ultimo dall'Unione europea”, convertito con modificazioni dalla L. 20 maggio 2019, n. 41.

³⁶Per delle osservazioni critiche sulle limitazioni soggettive all’accesso alla GACS v. MESSINA – GIANNESI, *Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): dal d.l. 18/2016 al DM 3 agosto 2016*, Novembre 2016, reperibile su <https://www.dirittobancario.it/approfondimenti/finanza/garanzia-sulla-cartolarizzazione-delle-sofferenze-gacs-dal-dl-182016-al-dm-3-agosto-2016>.

sofferenze, a condizione che il relativo valore di cessione non sia superiore al valore contabile netto³⁷. Per ottenere la garanzia statale, è necessario che la cartolarizzazione sia realizzata nel rispetto tanto delle prescrizioni di cui alla L. 130/1999³⁸, quanto di quelle speciali dettate in materia di GACS. Queste ultime prevedono anzitutto che nell'ambito dell'operazione siano emessi sia titoli *junior* che *senior*³⁹ e che la garanzia statale sia rilasciata solo in relazione a questi ultimi⁴⁰. La GACS copre i pagamenti contrattualmente previsti a favore dei detentori dei titoli per capitale ed interessi e può essere escussa entro i nove mesi successivi alla scadenza del titolo nel caso di mancato pagamento, anche parziale, delle somme dovute⁴¹.

Sebbene la dottrina non manchi di sollevare dubbi, la GACS è testualmente qualificata come garanzia incondizionata, irrevocabile ed a prima

³⁷Cfr. art. 3, co. 1, ed art. 4, co. 1, let. a), DL 18/2016.

³⁸Sul punto cfr. CONSOLI, *La Gacs – Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*, cit., p. 462 ove l'A. osserva che «si tratta, bene ricordarlo, di una cartolarizzazione nella duplice accezione civilistica (cioè realizzata ai sensi della disciplina dettata dalla legge 30 aprile 1999, n. 130, che non richiede alcun *tranching* del rischio di credito) e regolamentare (cioè secondo la definizione di cartolarizzazione dettata dal Regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR))».

³⁹I titoli *junior* non hanno diritto di ricevere il rimborso del capitale, il pagamento degli interessi o altra remunerazione fino al completo rimborso del capitale dei titoli delle altre classi. I titoli *senior*, invece, ferma l'antegazione accordata alle spese di *servicing* ed ai costi connessi alla concessione della GACS, devono esser preferiti nel pagamento di capitale ed interessi rispetto a quelli *junior*. Possono essere anche emessi titoli *mezzanine* che, con riguardo alla corresponsione degli interessi, sono postergati alla corresponsione degli interessi dovuti ai titoli *senior* e possono essere antergati al rimborso del capitale dei titoli *senior* (art. 4, co.1, let. d) ed art. 6, DL 18/2016). V. anche art. 7 DL 18/2016 in merito alla cascata dei pagamenti. Per completezza si segnala inoltre che ad inizio 2020, in ragione della crisi economica conseguente alla pandemia, è stata prevista la possibilità, alle condizioni fissate dall'art. 32 DL 34/2020, di sospendere gli ordinari meccanismi di subordinazione e differimento dei pagamenti dovuti ai *servicer* al fine di preservare la profittabilità di tale attività, senza però alterare il rischio connesso ai titoli *senior*.

⁴⁰La garanzia è concessa con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze su istanza documentata della società cedente (art. 10 DL 18/2016). Perché la garanzia venga rilasciata è tra l'altro necessario che sulla *tranche senior* sia rilasciato un *rating* non inferiore a BBB o equivalente da un'agenzia esterna di valutazione del merito di credito (ECAI). Inoltre, la normativa prevede che la GACS diventi efficace solo nel momento in cui la società cedente trasferisce a titolo oneroso almeno il 50% più 1 dei titoli *junior* e, in ogni caso, un ammontare di titoli *junior* e, se emessi, di titoli *mezzanine* che consenta la c.d. *derecognition* (cfr. art. 8, co. 1, DL 18/2016). Per un commento in materia, v. ONNIS CUGIA, *La garanzia dello Stato per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze. Profili civilistici e giuseconomici*, in Riv. di diritto bancario, 1/2018.

⁴¹Art. 8, co. 2 ed art. 11 co. 1, DL 18/2016.

richiesta⁴². Innegabile, oltretutto incontestato, è invece il carattere oneroso della garanzia posto che, per beneficiare della stessa, le banche devono versare al MEF un corrispettivo determinato a condizioni di mercato⁴³. L'onerosità e le altre condizioni richieste dalla legge ai fini della concessione della GACS sono state valutate positivamente dalla Commissione Europea chiamata a verificare la compatibilità di tale istituto con il divieto di aiuti di Stato ex art. 107 TFUE. In detta occasione la Commissione ha ritenuto la misura in commento conforme alle prescrizioni comunitarie anche alla luce del fatto che il collocamento sul mercato di almeno il 50% dei titoli *junior* (non assistiti dalla garanzia statale) – necessario per il rilascio della garanzia – è indice del fatto che il mercato valuti il portafoglio di NPL nel suo complesso idoneo a rimborsare, non solo la *tranche senior*, ma anche i titoli *junior*⁴⁴.

5. Un'ulteriore opzione per le banche per ridurre le masse di NPL iscritte nei propri bilanci consiste nel cedere dette masse a fondi comuni di investimento, ottenendo in cambio le quote di partecipazione al fondo. Si tratterebbe dunque di c.d. fondi di credito la cui costituzione nel nostro ordinamento è consentita dal 2014, anno in cui è stata innovata la definizione di

⁴²V. ONNIS CUGIA, *La garanzia dello Stato per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze. Profili civilistici e giuseconomici*, cit., pp. 8 e ss.; MESSINA – GIANNESI, *Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS): dal d.l. 18/2016 al DM 3 agosto 2016*, cit., p. 7. Gli A. osservano, tra l'altro, che tanto l'efficacia della garanzia quanto la possibilità di escussione della stessa dipendono dall'atteggiarsi del rapporto sottostante e ciò pare essere incompatibile con i pretesi caratteri di incondizionatezza ed autonomia.

⁴³L'ammontare del corrispettivo dovuto è determinato sulla base dei criteri di cui all'art. 9 DL 18/2016 che, *inter alia*, tengono conto dei prezzi dei *credit default swap* di emittenti italiani con un livello di rischio corrispondente a quello dei titoli garantiti.

⁴⁴Case SA.43390 (2016/N) - Italy - Italian securitisation scheme, del 10/2/2016 C(2016) 873 final; in particolare al para. 79-80 si legge: «Taking risk and remuneration together, the Commission concludes that the pricing structure provided is in line with market conditions. The risk taken by the State is remunerated at a level which a market operator would require [...] and [...] is provided at market terms and therefore does not confer an advantage to the participating banks and SPVs». Sul punto v. *amplius*, MAGGIOLINO, *La garanzia dello Stato sulle cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie: tra ragioni e prime conseguenze*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2/2019, supplemento n. 2, pp. 113 e ss. ove l'A. osserva che «il verificarsi delle descritte circostanze serve a mostrare come lo Stato voglia intervenire solo a supporto di una “vera e propria” operazione di cartolarizzazione, ossia di un'operazione di mercato, effettivamente degna di essere aiutata».

Organismo di investimento collettivo del risparmio (“Oicr”) recata dal TUF che oggi infatti prevede che il relativo patrimonio può essere «investito in strumenti finanziari [...], crediti, inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell’Oicr», con la precisazione che i crediti così erogati potranno esserlo solo «a favore di soggetti diversi dai consumatori»⁴⁵.

Concentrando l’analisi sui fondi che investono in crediti, si rileva che il D.M. 5 marzo 2015 n. 30 del Ministero dell’economia e delle finanze⁴⁶, dopo aver appunto ribadito che il patrimonio del fondo può essere investito, *inter alia*, in *crediti e titoli rappresentativi di crediti*, stabilisce che tali FIA⁴⁷ devono essere costituiti in forma chiusa. È stato osservato che tale opzione è coerente con politiche gestorie orientate al medio-lungo termine, «risulta allineata alla tendenziale illiquidità degli impieghi in crediti ed elimina, rispetto alla forma aperta, il rischio di un *mismatching* potenziale tra durata del passivo e dell’attivo patrimoniale venendo per definizione meno la possibilità di riscatto a favore dei sottoscrittori»⁴⁸.

Il citato decreto ministeriale prevede inoltre che la sottoscrizione delle quote dei FIA riservati possa avvenire anche a fronte del *conferimento di beni in natura o di crediti*⁴⁹. Tale previsione risulta quindi cruciale per le banche che intendano cedere *pro soluto* ai fondi gli NPL iscritti nei propri bilanci⁵⁰ - che,

⁴⁵Per un commento sul punto v. CARRIÈRE, *I “fondi comuni di ristrutturazione” tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione*, in *Rivista delle Società*, fasc.4, 2016, p. 718 e v. anche BIASIN, SCIUTO, *Il fondo di credito diretto (direct lending fund)*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, fasc.5, 2016, p. 536.

⁴⁶“Regolamento attuativo dell’articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani”.

⁴⁷In forza della vigente normativa, i fondi comuni di investimento possono esser costituiti in diverse forme ma, nel prosieguo, ove non diversamente specificato, si farà riferimento ai Fondi di Investimento Alternativi italiani (FIA), anche detti Oicr alternativi italiani, fondi costituiti ai sensi della direttiva 2011/61/UE (art. 1, co. 1, let. m-ter), TUF).

⁴⁸Cfr. BIASIN, SCIUTO, *Il fondo di credito diretto (direct lending fund)*, *cit.*, pp. 536 e ss..

⁴⁹V. artt. 10 e 14 D.M. 5 marzo 2015 n. 30.

⁵⁰Sul punto, cfr. BIASIN, SCIUTO, *Il fondo di credito diretto (direct lending fund)*, *cit.*, pp. 536 e ss. ove gli A. rilevano che le banche possono cedere NPL sia secondo la disciplina di diritto comune *ex art. 1260 e ss., cod. civ.*, sia secondo quella in materia di cartolarizzazione *ex art. 7, l. 130/1999*.

altrimenti, come più volte ribadito, determinerebbero per la banca stessa l'obbligo di effettuare rettifiche e accantonamenti – e che, così facendo, possono iscrivere all'attivo il valore delle quote di partecipazione ai fondi, registrando a conto economico i risultati degli investimenti. In particolare, la quota del FIA di cui la banca diviene titolare si caratterizzerà – anche a fini prudenziali – per le politiche di gestione e per il profilo di rischio dello stesso, nonché per le scelte di distribuzione e reinvestimento dei proventi⁵¹.

In termini più generali, è stato osservato che la creazione dei fondi di UTP e NPL consente di «consolidare (nel patrimonio di un FIA di credito) un insieme diversificato di rapporti di credito (che non riescono a conseguire *performance* compatibili con i parametri di vigilanza prudenziale previsti per le banche), al fine di amministrarli secondo le regole della gestione collettiva del risparmio (e, quindi, avendo riguardo ad un piano di ammortamento compatibile con le esigenze di un debitore in difficoltà)»⁵².

6. Analizzati i tratti essenziali delle cartolarizzazioni – ordinarie ed assistite da garanzia statale – e dei fondi di NPE, si svolgono alcune brevi considerazioni critiche in merito a tali differenti opzioni a disposizioni delle banche per ridurre il proprio *NPL ratio*.

Pare opportuno muovere dal c.d. *bid-ask gap*, per tale intendendosi la «differenza [...] tra il prezzo (c.d. bid) al quale le banche avrebbero ceduto i propri crediti e il prezzo (c.d. ask) al quale gli investitori [...] li avrebbero invece acquistati»⁵³. Occorre infatti considerare che le cessioni di NPL solitamente

⁵¹Cfr. LEMMA, *I fondi di npl e utp. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, in *Riv. trimestrale di diritto dell'economia*, 2/2019, supplemento n. 2, p. 173.

⁵²Cfr. LEMMA, *Messa in sicurezza del mercato bancario: problematica dei crediti deteriorati e resilienza degli intermediari*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2017, supplemento al n. 3, p. 155.

⁵³Cfr. MAGGIOLINO, *La garanzia dello Stato sulle cartolarizzazioni delle sofferenze bancarie: tra ragioni e prime conseguenze*, cit., p. 118. Sul punto v. anche CONSOLI, *La Gacs – Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*, cit., pp. 457 e ss.

producono due effetti di segno opposto: per un verso, consentono alle banche di non effettuare rettifiche contabili e di non computare gli oneri connessi alle attività di recupero dei crediti; per altro verso, implicano l'immediata registrazione di perdite che crescono all'aumentare del *bid-ask gap* e che sono quindi legate al (*re*)pricing dei crediti fatto dal mercato⁵⁴. Più precisamente, considerato che le banche sono tenute ad effettuare l'*impairment test* ed iscrivere in bilancio il *net book value* dei crediti, ossia un valore che tenga conto delle perdite attese, si osserva che il valore di cessione generalmente corrisposto alle banche nelle cartolarizzazioni è – non solo inferiore all'originario valore nominale dei crediti ma anche – inferiore al valore rettificato⁵⁵, inducendo parte della dottrina a considerare il prezzo di cessione *inefficiente* in quanto non idoneo a riflettere tutte le informazioni rilevanti sugli *assets* negoziati⁵⁶.

Alla luce di ciò, sebbene le recenti modifiche apportate alla l. 130/1999 agevolino le attività di recupero dei crediti bancari cartolarizzati e le innovazioni di matrice comunitaria mirino a rendere le cartolarizzazioni più trasparenti e quindi più efficienti, pare che lo strumento più incisivo sinora adottato in materia sia quello della GACS. La garanzia statale, infatti, interviene sul profilo di rischio delle cartolarizzazioni (*rectius*, delle *tranches senior* dei titoli) consentendo di ridurre il *bid-ask gap* e, di conseguenza, il costo complessivo

⁵⁴Cfr. VIOLANTE, *Il principio di proporzionalità tra prezzo inefficiente e inefficienza delle regole: l'esempio della regulation bancaria*, cit., pp. 185 e ss.

⁵⁵In via di estrema semplificazione, ciò è dovuto, *inter alia*, ai costi che il *servicer* deve sostenere, alle tempistiche delle procedure esecutive e fallimentari, all'asimmetria informativa che connota le operazioni in questione e, non da ultimo, all'adeguata remunerazione del rischio di mancato recupero che l'investitore assume su di sé con l'operazione stessa. Sul punto v. SCIARRONE ALIBRANDI, *I non performing loan: un quadro d'insieme*, in CESARINI (a cura di), *I crediti deteriorati nelle banche italiane*, Giappichelli, Torino 2017, pp. 1 e ss. ove l'A. osserva che «[g]li investitori [...], a fronte di un set informativo non adeguato incontrano difficoltà nella comprensione delle reali caratteristiche dei crediti ceduti, così come i *servicer* nella modellazione dei processi di recupero (per esempio, in termini di tassi di attualizzazione e premi al rischio) richiama loro al fine della stima degli incassi futuri».

⁵⁶V. VIOLANTE, *Il principio di proporzionalità tra prezzo inefficiente e inefficienza delle regole: l'esempio della regulation bancaria*, cit., para. 3.

dell'operazione⁵⁷. In un'ottica sistematica è stato inoltre osservato che la GACS, pur garantendo i soli portatori di titoli *senior*, è uno strumento più in generale volto a garantire la stabilità dei mercati e la tutela del risparmio, influenzando positivamente i comportamenti degli operatori economici senza però impattare in modo immediato sulle finanze pubbliche⁵⁸.

Mantenendo un approccio sistematico, si introduce il secondo aspetto problematico delle cartolarizzazioni. Ci si riferisce al fatto che le stesse, anche se assistite dalla garanzia statale, sono legate alla dimensione statica del debito e, nonostante i nuovi margini di operatività concessi agli SPV, restano sostanzialmente orientate ad un rapido recupero dei crediti cartolarizzati – al fine di rimborsare i titoli derivati – anche nel caso in cui ciò risulti oltremodo pregiudizievole per i debitori e, come si dirà, anche per le banche.

Diversamente, l'adozione di un approccio dinamico, volto sì a recuperare il credito ma anche ad assistere il debitore moroso, agevolerebbe la creazione di un mercato degli NPL più efficiente, capace di creare flussi finanziari dalle posizioni deteriorate⁵⁹. È stato infatti osservato che un ricorso indiscriminato

⁵⁷La dottrina è concorde nel qualificare la GACS quale meccanismo di *external credit enhancement*, per tale intendendosi uno strumento che, pur estraneo all'operazione, ne agevola la realizzazione abbassandone il costo. Sul punto tra gli altri v. ONNIS CUGIA, *La garanzia dello Stato per le operazioni di cartolarizzazione di crediti classificati come sofferenze. Profili civilistici e giuseconomici*, cit., p. 7.

⁵⁸Cfr. CONSOLI, *La Gacs – Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze*, cit., pp. 457 e ss.. Più in dettaglio, l'A. rileva che «secondo il Sistema Europeo dei Conti 2010 [...] le garanzie di un debito finanziario non rientrano dello stock del debito delle amministrazioni pubbliche a condizioni che sia ragionevole prevedere che le stesse non siano escusse». Pertanto, secondo l'A., l'operatività della GACS (e, in particolare, il fatto che né la società veicolo, né lo Stato-garante decadano dal beneficio del termine in caso di mancato pagamento degli importi dovuti a titolo di interessi) consente di considerare tale garanzia come «una sorta di linea di credito con cui il Ministero supporterà il pagamento degli interessi alle scadenze periodiche, ma non comporterà un pagamento dell'intero importo dovuto fino alla scadenza».

⁵⁹Sul punto v. SARTORI, *Sul "diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)": linee dell'evoluzione normativa*, in *Riv. di diritto bancario*, Ottobre-Dicembre 2018, pp. 675 e ss.; nonché LEMMA, *Messa in sicurezza del mercato bancario: problematica dei crediti deteriorati e resilienza degli intermediari*, cit., pp. 145 e ss. secondo cui «lo strumento della cartolarizzazione appare poco adatto alle esigenze degli operatori del mercato, in quanto l'impostazione originaria del quadro normativo resta preordinata alla realizzazione di operazioni che, dopo aver individuato un portafoglio di credito, tendono ad acquisirlo ad un prezzo tale da remunerare il rischio assunto dagli investitori (che hanno messo a disposizione le somme all'uopo

alle cartolarizzazioni, in particolare nel contesto dell'attuale crisi economica innescata dalla pandemia da Covid-19, aumenta il rischio di distruzione di valore. Al contrario, una maggiore attenzione al debitore – e non al debito – ne consentirebbe il ritorno *in bonis*, con conseguente vantaggio sia per la banca cedente che per il debitore ceduto. Secondo la dottrina, tali rilievi sono ancora più veri con riferimento agli UTP rispetto ai quali l'introduzione di un *debtor level approach* e la «presenza di creditori che siano interlocutori "empatici", esperti, pazienti e costruttivi» – come ad esempio avviene nei fondi comuni di ristrutturazione – consentirebbero di recuperare valore piuttosto che distruggerlo. Seguendo tale approccio si tenderebbe dunque ad allineare gli interessi della banca con quelli delle imprese in difficoltà, con verosimili vantaggi per entrambe le parti⁶⁰.

Proprio il fattore tempo, infatti, risulta essere centrale: per un verso, la normativa impone alle banche di effettuare secondo scadenze predefinite rettifiche e accantonamenti a copertura dei rischi connessi agli NPL; per altro verso, però, è noto che in Italia le procedure esecutive e fallimentari sono particolarmente lunghe. Da qui, dunque, «un'asimmetria (tra l'ordinamento bancario ed il diritto processuale civile) che impedisce agli amministratori delle banche di rappresentare in bilancio l'intero valore atteso dei crediti deteriorati»⁶¹. Pertanto, ferma la necessità di liberare tempestivamente i bilanci bancari dalle masse di NPL, appare altresì opportuno valutare se le operazioni a tal fine compiute siano tali da pregiudicare spropositatamente le ragioni delle banche e dei debitori. In tale prospettiva, potrebbe dunque essere valorizzata la possibilità di conferire gli attivi – ed in particolare gli UTP – in fondi comuni di investimento la cui gestione è per definizione orientata alla valorizzazione del

necessarie)».

⁶⁰Così, CARRIÈRE, *NPL: una emergenza nazionale. Sospendere le cartolarizzazioni?*, Aprile 2020, reperibile su <https://www.dirittobancario.it/news/npl/npl-una-emergenza-nazionale-sospendere-le-cartolarizzazioni>.

⁶¹Cfr. LEMMA, *I fondi di npl e utp. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, cit., pp. 166-167.

comparto; nel caso di specie, i crediti dovrebbero essere sì recuperati ma con tempistiche e modalità che ne consentano il miglior realizzo⁶².

Queste osservazioni sono sostanzialmente confortate dai numeri. Si rileva infatti che nel 2019 il prezzo medio di cessione delle sofferenze assistite da garanzia reale è stato pari al 31% del valore lordo delle esposizioni al momento della cessione e pari al 12% per quelle non assistite da garanzia reale. Il prezzo di cessione di crediti deteriorati diversi dalle sofferenze è invece nettamente maggiore, raggiungendo in media il 53% del valore lordo. Quest'ultimo dato (in aumento di nove punti percentuali rispetto al 2018) è stato rilevato principalmente con riferimento a cessioni – diverse dalle cartolarizzazioni – in favore di fondi specializzati e conferma la maggiore sostenibilità economica (e finanche sociale) di siffatte operazioni⁶³.

7. Alla luce degli *spill-over effects* che potrebbero prodursi in caso di un accumulo eccessivo di NPE nel mercato unico, anche in ragione dell'interconnessione delle economie dei vari Paesi UE, nel luglio 2017 il Consiglio ha lanciato l'*Action Plan To Tackle Non-Performing Loans in Europe* la cui realizzazione coinvolge varie istituzioni europee. L'*Action Plan*, nella sua originaria formulazione, individuava quali direttrici per ridurre gli NPL nel mercato UE: (i) la modificazione della CRR, prevedendo apposite coperture per il caso di deterioramento dei prestiti di nuova erogazione; (ii) la promozione di

⁶²Cfr. SARTORI, *Sul "diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)": linee dell'evoluzione normativa*, cit., p. 686 ove l'A. osserva che il gestore potrebbe stipulare degli accordi con i debitori, prevedendo nuove condizioni di pagamento (relativamente al *quantum*, *quando*, *quomodo*) che siano rispondenti agli obiettivi del fondo ma anche più sostenibili per il debitore, evitando di trasformare i crediti *non performing* in prodotti finanziari opachi e dannosi per il mercato.

⁶³V. FISCHETTO - GUIDA - RENDINA - SANTINI - SCOTTO DI CARLO, *I tassi di recupero delle sofferenze nel 2019*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza n. 23*, Dicembre 2020. Per completezza si rileva inoltre che il prezzo di cessione diminuisce al crescere dell'anzianità media delle posizioni (26% per quelle con anzianità compresa tra 3 e 5 anni e solo 18% per le operazioni con anzianità maggiore di 5 anni). Per un'analisi critica di tali evidenze, v. VIOLANTE, *Il principio di proporzionalità tra prezzo inefficiente e inefficienza delle regole: l'esempio della regulation bancaria*, cit., para. 3.

Accelerated extrajudicial collateral Enforcement (“AECE”); (iii) lo sviluppo di un mercato secondario efficiente in grado di smobilizzare gli NPL; (iv) la ristrutturazione delle banche anche tramite la regolamentazione e la creazione di *Asset Management Companies* (AMC).

Ad oggi, dei menzionati obiettivi, risultano raggiunti solo i primi due mentre più travagliato è il percorso che dovrebbe portare alla realizzazione di un efficiente mercato degli NPL (*sub iii) e iv*). Infatti, la proposta di direttiva su *credit servicers, credit purchasers and the recovery of collateral*, presentata nel marzo 2018, non è stata ancora approvata a causa della – finora – insuperabile divergenza di opinioni registrata nell’ambito della procedura legislativa ordinaria che ha indotto le Autorità ad avviare un dialogo interistituzionale volto a raggiungere un accordo sul tema⁶⁴.

Al riguardo, a dicembre 2020, la Commissione ha pubblicato un *report* per dar conto dell’impatto della crisi economica conseguente alla pandemia da Covid-19 sull’implementazione dell’*Action Plan*⁶⁵ nel quale, anzitutto, ha rilevato l’aumento dei crediti deteriorati nel mercato nel primo trimestre del 2020, dato in controtendenza rispetto all’ormai costante riduzione di NPL registrata dalla fine del 2014 in poi. La Commissione ha svolto inoltre ampie considerazioni in merito alla necessità di creare in tempi brevi un quadro regolatorio armonizzato per le *Asset Management Companies* (AMC), comunemente dette anche *bad banks*, ossia veicoli societari che si rendano cessionari degli attivi bancari deteriorati⁶⁶. La Commissione rileva che tali società potrebbero svolgere un

⁶⁴V. European Parliament – Legislative Observatory, reperibile su [https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2018/0063A\(COD\)&l=en](https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2018/0063A(COD)&l=en).

⁶⁵Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank. Tackling non-performing loans in the aftermath of the Covid-19 pandemic, Brussels, 16.12.2020, COM (2020)-822 final, reperibile su https://ec.europa.eu/finance/docs/law/201216-communication-non-performing-loans_en.pdf.

⁶⁶Nella *view* della Commissione si tratterebbe quindi di uno strumento complementare rispetto a cartolarizzazioni, GACS ed eventuali ulteriori mezzi predisposti dai singoli Stati per liberare i bilanci dagli NPL, consentendo così alle banche di erogare credito all’economia. Tra le direttrici tracciate nel *report* in commento, particolare attenzione è dedicata anche alla creazione di un *data hub* europeo in cui raccogliere i dati relativi alle operazioni aventi ad oggetto NPE sul presupposto

ruolo importante soprattutto in quei Paesi in cui gli *impaired assets* sono esposizioni verso grandi imprese o comunque garantite da immobili commerciali considerato che, in tali casi, l'AMC potrebbe gestire in modo efficace ed efficiente le attività di recupero, traendone il massimo valore possibile. In particolare, la Commissione auspica la creazione di meccanismi di cooperazione tra le AMC costituite nei diversi Paesi UE e, soprattutto, l'attivazione di canali per lo scambio di informazioni relative alle operazioni su NPL⁶⁷.

Tra le ipotesi al vaglio delle Autorità sovranazionali, vi è anche quella relativa alla creazione di una *European Asset Management Company* avanzata nel gennaio del 2017 dall'allora Presidente dell'EBA Andrea Enria. Più in dettaglio, è stata ipotizzata la creazione a livello europeo di un ente, finanziato prevalentemente con fondi privati, che potrebbe acquistare NPL dalle banche europee per gestirli e recuperarli in un arco temporale massimo di tre anni. Tale soluzione, secondo le intenzioni, dovrebbe consentire alle banche di cedere gli attivi deteriorati ad un prezzo superiore a quello ordinariamente offerto sul mercato dagli operatori privati, senza dover quindi registrare le perdite connesse alle *fire sales* di cui si diceva poc'anzi⁶⁸ e, al contempo, dovrebbe agevolare lo sviluppo del mercato dei *distressed assets*⁶⁹. È però innegabile che il progetto ponga anche questioni di non facile soluzione; segnatamente: la *governance* della *bad bank*, il finanziamento dell'ente e, non da ultimo, il ruolo degli esecutivi rispetto alle politiche della *bad bank*.

che una maggiore trasparenza contribuirebbe a ridurre il *bid-ask gap* rendendo il mercato più efficiente e liquido.

⁶⁷A proposito, si segnalano due significative iniziative europee: *in primis*, come già accennato, la proposta di direttiva della Commissione su *credit servicers, credit purchasers and the recovery of collateral*, presentata nel marzo 2018 e non ancora approvata; in secondo luogo, il *working document* (AMC Blueprint, reperibile su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018SC0072&from=IT>) in cui la Commissione fissa dei principi che, sebbene non vincolanti, hanno comunque lo scopo di orientare l'operato degli Stati in caso di costituzione di AMC centralizzate.

⁶⁸Per un commento sul punto, v. ANOLLI, *Una bad bank europea*, Febbraio 2017, reperibile su <https://www.dirittobancario.it/editoriali/mario-anolli/bad-bank-europea>.

⁶⁹EU needs to create 'bad bank' for €1tn toxic loan pile, says EBA chief, reperibile su <https://www.ft.com/content/3b18e5ec-d047-36b2-a35a-10ae8e6a76ed>.

D'altro canto, occorre altresì rilevare che, a distanza di quattro anni dalle prime dichiarazioni, non è stato ancora formalizzato alcun progetto in merito ed anzi il dibattito sembra ancora molto acceso e non vi è ancora un'effettiva convergenza sul punto⁷⁰. Secondo recenti dichiarazioni del vicepresidente della Commissione Valdis Dombrovskis allo stato non è possibile creare una *bad bank* europea perché le normative sulla ristrutturazione delle imprese e sull'insolvenza sono ancora di matrice nazionale e, d'altra parte, anche le caratteristiche dei portafogli di crediti deteriorati differiscono da Stato a Stato e ciò renderebbe difficile un'azione unitaria a livello europeo⁷¹.

8. Le numerose riforme intervenute nel corso degli ultimi anni e le iniziative al vaglio delle Autorità europee dimostrano la grande attenzione prestata al tema degli NPL.

Come messo in luce nella trattazione, un'attenta e rigida gestione dei crediti deteriorati è oggi necessaria al fine di garantire la stabilità non solo dei singoli intermediari ma, più in generale, del sistema bancario e finanziario nel suo complesso che deve essere solido ed efficiente per poter erogare credito all'economia, funzione oggi più che mai cruciale in ragione della crisi economica conseguente alla pandemia da Covid-19. Il credito è infatti linfa vitale per il tessuto economico e produttivo messo a dura prova dalle misure restrittive volte al contenimento della pandemia ed influenzato negativamente dal clima di incertezza che aleggia in molti Stati.

⁷⁰In questo senso, cfr. CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in *Rivista di Diritto Bancario*, Gennaio – Marzo 2021, p. 49, ove l'A. da peraltro conto della posizione del vicepresidente del Consiglio di vigilanza della Bce, Yves Mersch, secondo cui il problema degli NPL dovrebbe essere affrontato a livello nazionale e non europeo, in quanto è difficile immaginare una *bad bank* paneuropea senza il completamento dell'Unione bancaria UE che includa *backstop* comuni per tutelare i risparmiatori. Per più ampie considerazioni sul tema v. ANOLLI, *Una bad bank europea*, cit., p. 2; MASERA, *Non-performing exposures delle banche: diktat impazienti e soluzioni nazionali vs. gestione paziente e asset management companies a livello europeo*, cit., p. 145.

⁷¹Crisi, la rete Ue delle *bad bank* nazionali per gestire i crediti deteriorati, reperibile su https://www.corriere.it/economia/aziende/20_dicembre_16/crisi-rete-ue-bad-bank-nazionali-gestire-crediti-deteriorati-c010640a-3fe4-11eb-9f6f-456640d4d5ac.shtml

D'altro canto, non può non tenersi conto del fatto che le difficoltà economiche delle imprese rischiano di ripercuotersi anche sul sistema bancario. Ed infatti, è stato più volte ribadito che gli enti sono tenuti a riclassificare tempestivamente i crediti al manifestarsi di segnali di difficoltà dei debitori – come ad esempio avviene per gli UTP – effettuando rettifiche e accantonamenti consistenti. È evidente che, nell'attuale contingenza economica, data la pervasività della crisi, tale fenomeno rischia di assumere dimensioni significative.

Ferma dunque la necessità di mantenere in materia un approccio rigoroso, non pare potersi prescindere da un'attenta valutazione dei pro e dei contro delle singole disposizioni volte a ridurre gli *stock* di NPL nel mercato. Si ritiene dunque che, nel solco già tracciato da attenta dottrina, delle riflessioni debbano esser fatte sui risvolti negativi delle c.d. *fire sales* e, non da ultimo, sui rischi connessi alla riclassificazione delle esposizioni come UTP o NPL in ragione dell'attuale contingenza economica e non di un'effettiva incapacità dei debitori di ripagare i propri debiti.

In conclusione, data la straordinarietà del momento, connotato da incertezze e difficoltà, pare auspicabile l'adozione di un'ottica che, pur mirando nel lungo periodo alla riduzione degli NPL nel mercato, nel breve periodo non pregiudichi irragionevolmente gli interessi di intermediari e debitori. Inoltre, nell'ottica di una sempre maggiore integrazione dei mercati, non pare più procrastinabile l'approvazione della normativa europea sui gestori di *distressed assets*; questo ulteriore passaggio consentirebbe infatti di creare un mercato efficiente e competitivo in grado di garantire margini di guadagno (o di minori perdite) per tutti i soggetti coinvolti nella gestione di tali beni.

Martina Gagliardi

LA DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA *

(Banking Disintermediation)

ABSTRACT: *New technologies allow the transfer of values, legal assets and rights without the control of core institutions. The verification, monitoring and authenticity of the transactions are guaranteed by these technologies. The most relevant technical and legal aspects of these technologies are considered in terms of the possible difficulties with the Italian legal system but also in terms of the positive effects on smart contracts applied to technology could produce in the immediate future. Beyond a possible alliance between blockchain and finance, which could be more or less set out by regulatory decisions, remains the question of a massive use of these technologies in the banking and financial sector opens a systemic question toward the future of the function of intermediation based on a fiduciary relationship. Moreover, the crisis has increased the difficulty of finding financial resources to meet the credit requirements of medium to large-sized companies, with obvious negative repercussions on their growth expectation. In this context, the research for new mechanisms capable of effectively channeling resources to the entrepreneurial system is justified, favoring the creation of alternative financing channels to the traditional banking.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. I mercati finanziari. – 3. La disintermediazione. – 4. (segue) Il contesto regolamentare. – 5. Il processo di disintermediazione digitale. – 6. La disintermediazione bancaria. – 7. Crowdfunding. – 8. Peer to peer landing. – 9. Il ruolo delle Autorità di Vigilanza italiane e internazionali. – 10. Conclusioni e prospettive di integrazione.

1. Negli ultimi quarant'anni il sistema bancario italiano, sulla scia dell'esperienza americana ed europea, è stato interessato da incessanti processi evolutivi di tipo normativo, economico, tecnologico, strutturale e

*Contributo approvato dai revisori.

regolamentare. I fattori che hanno costituito un comune denominatore dell'evoluzione dell'industria bancaria, anche a livello internazionale, sono riconducibili alla deregolamentazione, all'innovazione tecnologica, alla globalizzazione dei mercati, all'introduzione dell'euro, ai mutamenti delle esigenze della clientela e ai cambiamenti dell'economia. La disintermediazione è una delle principali cause che ha determinato delle trasformazioni nel sistema bancario; negli ultimi anni sono nati nuovi intermediari finanziari e servizi che hanno accresciuto quelli tradizionali. Tale evento ha indotto le banche a misurarsi con le nuove e tecnologiche esigenze di mercato attraverso la diversificazione dei servizi offerti, affiancando alle tradizionali operazioni nuove forme d'investimento. Ma gli elementi più innovativi sono stati determinati dall'utilizzo della tecnologia che ha dato un notevole contributo alle economie di costo. La principale considerazione, infatti, sarà fatta sul processo di disintermediazione bancaria, ipotizzando il seguente interrogativo: *disintermediazione o nuova intermediazione?* La banca svolge un'attività tipica rispetto a ogni altra industria di servizi. L'attività bancaria è disciplinata dall'articolo 10 del Testo Unico Bancario - D. Lgs n. 385 del 1993 ("TUB") – ai sensi del quale *“la raccolta dei risparmi tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria”*. L'evoluzione normativa dell'attività di raccolta è riscontrabile dalla differente definizione data dalla vecchia Legge Bancaria del 1936 che cita *“raccolta del risparmio tra il pubblico sotto ogni forma”* ed il vigente TUB che così recita: *“La raccolta di risparmio è l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi che sotto altra forma”*.¹ Altra distinzione è riscontrabile tra *“attività bancaria”* e *“attività delle banche”*. L'attività bancaria è la *“raccolta di risparmi collegata all'erogazione del credito”*, mentre l'attività delle banche è *“il complesso delle attività svolte dalle banche che, oltre l'intermediazione creditizia, comprendono anche varie forme di*

¹Cfr. BELLI, Legislazione bancaria italiana (1861-2010) , tomo i - Pacini, Pisa 2010.

*intermediazione mobiliare e, più in generale, di intermediazione finanziaria*². Ulteriore aspetto da analizzare, che ha condizionato l'evoluzione del sistema bancario e non solo, è la "disintermediazione": fenomeno di riduzione dei flussi intermediati dal sistema bancario su vari settori e in varie epoche da vari operatori, in atto su tutti i mercati mondiali. In Italia questa evoluzione ha avuto un impatto particolarmente ingrandito a causa dell'alto grado di intermediazione che aveva contraddistinto il periodo precedente. Infatti, dal 1980 in poi, il ricorso all'intermediazione creditizia ha perso parte della sua importanza. Ciò ha provocato in parallelo un'azione di ricerca da parte delle banche di nuovi canali di mercato per l'ampliamento dei volumi della clientela (*leasing, factoring, cartolarizzazione, gestione portafogli, ecc.*). E' oramai diffuso e consolidato la manifestazione di progressivo ricorso al mercato dei capitali per ottenere credito piuttosto che a quello bancario (intermediazione mobiliare). Le banche, insomma, sono in procinto di cambiare forma, occupandosi sempre meno di intermediazione creditizia e sempre più di intermediazione mobiliare. A causa della disintermediazione c'è stata una profonda innovazione normativa che è sfociata in diversi corpi normativi che si sommano ai diversi già esistenti. Questa congiuntura, non accompagnata da un'azione di coordinamento e semplificazione delle normative via via emanate, ha creato un complesso di norme e di istituzioni che operano in diversi livelli nel campo del controllo e della regolamentazione bancaria, molto articolato e strutturato. Le norme generali tendono, infatti, spesso a rimandare su varie questioni giuridiche a regolamentazioni secondarie.

2. I mercati finanziari sono i luoghi effettivi dove è possibile acquistare o vendere strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, derivati, quote di fondi ecc.). Una prima distinzione è tra: (i) mercato primario: dove si acquistano i titoli al

²Cfr. BERTELLI, la produzione bancaria dei servizi di pagamento: in considerazione sui rischi, costi e politiche di prezzo in "banche e banchieri" n°1, 1992.

momento dell'emissione; (ii) mercato secondario: dove si acquistano titoli da chi li ha già sottoscritti. I mercati finanziari non sono luoghi fisici ma piattaforme informatiche (sedi di negoziazione) dove si incrociano le proposte di acquisto e di vendita di strumenti finanziari immesse nel sistema telematicamente. I mercati presenti e operanti in Italia possono essere suddivisi in tre categorie: mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione ("MTF") e internalizzatori sistematici. I mercati regolamentati sono sistemi dove, nel rispetto di un regolamento, vengono immesse da più intermediari, per conto proprio o dei loro clienti, proposte di vendita e di acquisto di strumenti finanziari. Il clima di instabilità che negli ultimi tempi ha caratterizzato l'ordinamento finanziario italiano ha ridotto lo spazio per un *agere* sano e prudente degli intermediari creditizi e, dunque, per la tutela dei risparmiatori. Non a caso, da più parti è sentita la necessità di porre un freno ai molteplici fenomeni distorsivi (che talora contraddistinguono le strategie operative della finanza progredita), i quali, come sottolineato da un'autorevole dottrina³, hanno dato luogo a meccanismi di *moral hazard*, disancorati dai principi di etica comportamentale che assicurano l'ordine del mercato. A ciò si aggiunga che le implicazioni del processo di globalizzazione e di integrazione (quale quello che caratterizza soprattutto l'ambito regionale europeo), cui ha fatto seguito un (ormai ben diffuso) "effetto domino" che si è risolto in una repentina moltiplicazione dei rischi economici in capo agli appartenenti al settore⁴. In tale contesto, appare significativa l'identificazione di forme tecniche gestionali in grado di consentire agli operatori finanziari di contrastare gli effetti delle turbolenze sulla loro operatività. Da qui, la necessità di addivenire ad un

³Cfr. IRTI, L'ordine giuridico del mercato, Laterza, 1998.

⁴Cfr. REMBOUILLET, La globalizzazione dell'economia, Il Mulino, 1999; Stiglitz, La globalizzazione e i suoi oppositori, Einaudi, 2002; Galgano, La globalizzazione nello specchio del diritto, Il Mulino, 2005; Capriglione, Ordine giuridico e processo economico nell'analisi di law and economics, in Elementi di diritto pubblico dell'economia, a cura di Pellegrini, Cedam, 2012, 1 ss.

cambiamento delle logiche strategiche interne alle istituzioni creditizie, in relazione alle contingenze macroeconomiche, sociali e finanziarie che al presente caratterizzano i sistemi globali. A ben considerare, è opportuno che le istituzioni bancarie procedano ad una rivisitazione delle loro strutture correlando la funzionalità degli assetti organizzativi alla prevenzione del rischio ed all'introduzione di adeguate tecniche di valutazione della loro conformità ai criteri regolatori posti dalla normativa speciale. Si individuano, dunque, i presupposti per l'implementazione di nuovi schemi procedurali riferibili all'attività di *risk management*, volti a monitorare il complesso di rischi a cui l'istituzione creditizia è attualmente esposta. In particolare, rilevano le analisi relative ai c.d. *worst case*, formula rappresentativa degli effetti riconducibili a situazioni di elevata instabilità patrimoniale e finanziaria (cui si correlano perdite potenziali in termini di profittabilità delle gestioni). È evidente, pertanto, la ragione per la quale l'attività disciplinare delle autorità nazionali (supportata dalla presenza dei *frameworks di global regulation*) è incentrata sull'analisi degli assetti gestionali e contabili degli intermediari bancari.

3. La globalizzazione finanziaria ha determinato un'espansione delle tecnologie informatiche nel mercato. Ciò ha favorito la delocalizzazione ed il decentramento degli scambi tra gli intermediari a cui si è accompagnato un sostanziale ridimensionamento degli ambiti di intervento delle autorità di vigilanza. Pertanto è emerso un sistema senza regole o difficilmente controllabile che è destinato nel tempo a creare squilibri nel settore monetario con ovvi riflessi negativi sui processi di sviluppo economico. Le recenti trasformazioni tecnologiche (digitalizzazione, automazione, intelligenza artificiale, ecc.) recate dal processo di globalizzazione dell'economia hanno inciso significativamente sullo sviluppo di un nuovo paradigma della regolazione

dei mercati⁵. L'utilizzo di tecniche digitali, dando impulso ad un capitalismo avanzato, segna il mutamento delle formule meccanicistiche delle relazioni contrattuali ed evidenzia i limiti del quadro normativo di settore. Si aggiunga la complessità di governare gli effetti della rivoluzione informatica nell'esercizio dell'attività finanziaria e dunque le incertezze rinvenienti dall'affermazione di spazi virtuali lontani dalla tradizionale funzione intermediatrice. È evidente che i modelli tecnologici in parola interessando in modo orizzontale la totalità dei settori economici e sociali, interagiscono sui rapporti intersoggettivi, sulle strategie imprenditoriali, sulle modalità e sulle decisioni di investimento. Si è in presenza di una realtà nella quale le negoziazioni a distanza favoriscono la delocalizzazione dei mercati non più riferibili a sedi e soggetti definiti bensì a "non luoghi" dove gli scambi sono standardizzati, oggettivizzati e pretermessi alla più generale esigenza di preservare il funzionamento di piattaforme *online* in cui essi hanno luogo. Sul punto rileva l'analisi di un'attenta dottrina secondo cui *"l'applicazione di sofisticati modelli legati all'utilizzo del digitale ha dato impulso ad una dimensione planetaria dell'economia, fondata sulla libera circolazione dei capitali e sulla possibilità di attuare investimenti senza frontiere"*⁶. Ne consegue che i cambiamenti dovuti al processo di informatizzazione delle transazioni vanno al di là della innovazione finanziaria che si concretizza in un mutamento nel tipo e nella varietà dei prodotti disponibili; essi assurgono, infatti, a parametro di riferimento per la individuazione delle forme assunte dal capitalismo nell'era del diritto cibernetico. Da qui la riferibilità ad un ordine giuridico delle macchine che, sospinto dalla progressiva anonimizzazione delle relazioni, finisce con il rovesciare il rapporto con l'uomo. Emergono, dunque, le problematiche di un

⁵Cfr. LEVMORE, FAGAN, The Impact of Artificial Intelligence on Rules, Standards, and Judicial Discretion, in *Southern California Law Review*, 2019, vol. 92, n. 3, consultabile in <https://ssrn.com/abstract=3362563>.

⁶Cfr. CAPRIGLIONE, Relazione svolta nel Convegno «I luoghi dell'economia. Le dimensioni delle sovranità», Venezia 29 e 30 novembre 2018.

complesso *agere* di mercato tipico del modello digitale che sostituendosi all'intermediario comporta una decentralizzazione degli scambi ed un distacco dagli schemi tradizionali finora praticati. La valorizzazione degli scambi virtuali, indotta dalla "*data economy*", produce effetti con riguardo alla determinazione di un mercato non solo ampio, ma sofisticato. Ed invero mutano le condizioni e le tecniche dei finanziamenti, anche a causa di un ecosistema dinamico e diversificato che ha portato cambiamenti tanto sul versante dei "prodotti" che su quello degli "intermediari". Va segnalato, inoltre, che le implicazioni del c.d. *hi-tech* sul processo di formazione delle regole – seppur con diversità riscontrabili nei vari Paesi – evidenziano le incertezze legate alla difficoltà di assicurare una adeguata armonizzazione del sistema finanziario. Sul piano delle concretezze, la rapida diffusione di tale fenomeno implica l'adozione di forme alternative di credito ma nel contempo determina un pericoloso avanzamento di tecniche digitali di circolazione dei capitali destinate a cambiare in modo radicale le scelte di *business* degli operatori⁷. Più in generale, con riguardo al comparto finanziario, si può dire che siamo in presenza di uno dei più significativi effetti di una incontrollata espansione della globalizzazione, la quale – anche a causa dei limiti che connotano il perimetro di intervento delle *Authorities* di vigilanza – ha sottoposto a dura prova la capacità del quadro regolamentare di settore. Una valutazione tecnica delle riforme normative, nel riferimento ai processi del *FinTech* attualmente allo studio all'interno dell'UE, potrà avvenire solamente identificando le modalità ottimali per una convergenza disciplinare indispensabile ad avviare procedure comuni nella gestione delle applicazioni informatiche.

4. Le implicazioni derivanti dall'innovazione tecnologica sui mercati alterando l'equilibrio dei fattori della domanda che si riflettono sul ruolo del

⁷Cfr. RIGHI, *Fintech, in banca o al supermercato? L'Europa studia come regolare l'invasione di Amazon & C.*, in *Corriere della Sera*, 11 febbraio 2019, consultabile in *corriere*.

lavoro nella funzione di produzione e, dunque, delle relazioni economiche, determinano un cambiamento dei rapporti contrattuali. A ben considerare, la governabilità dei processi del *FinTech* evidenzia problematiche relative alla corretta valutazione degli strumenti creditizi nelle operazioni *online*. Si sottolinea come l'ampia possibilità di applicazioni automatizzate (*Internet banking*, pagamenti mobili, *phone banking*, *robo-advice* e valute virtuali) comporta incertezze (dalla protezione dei dati, al rischio di esasperare le forme di volatilità finanziaria e criminalità informatica). Ne consegue che la possibilità di concludere contratti attraverso algoritmi e registri digitali (c.d. *blockchain*) se da un lato favorisce la circolazione dei prodotti, dall'altro lato richiede una elevata conoscenza di sofisticati *software* informatici⁸. E' necessario identificare un criterio dell'*agere* che, proiettato in un contesto internazionale, comporti, nell'azione dei singoli Stati, trasparenza delle condotte e rispetto delle parti, realizzati in una cornice operativa che si qualifica per la professionalità degli intermediari e per l'impostazione deontologica dell'attività da svolgere. Ulteriore, significativo aspetto d'analisi è costituito dalla inadeguata regolamentazione prevista per le offerte pubbliche di acquisto delle criptovalute (c.d. *initial coin offerings* o *token sales*) che di recente stanno modificando le procedure di investimento sul mercato dei capitali⁹. Nel contempo, l'esigenza di uno schema organizzativo più efficiente – disancorato da una realtà bancaria divenuta ormai obsoleta – è incentivato dal progressivo intensificarsi delle relazioni economiche tra Stati che hanno dato contenuto al fenomeno della c.d. globalizzazione. Per cui la spinta all'innovazione recata al nostro sistema disciplinare dal processo di internazionalizzazione dei sistemi economici oltre ad

⁸Cfr. GESLEVICH PACKIN, LEV-ARETZ, On social credit and the right to be unnetworked, in *Columbia Business Law Review*, 2016, n. 2.

⁹Cfr. CARSTENS, The future of money and payments, in *SUERF Policy Note*, Issue No. 66, aprile 2019; Awrey, van Zwieten, The Shadow Payment System, in *Journal of Corporation Law*, 2018, vol. 43.

interagire sulla soggettività bancaria, segna un'apertura verso modelli gestionali che vanno oltre l'intermediazione creditizia tipica. Quanto premesso comporta che la rivoluzione tecnologica – preordinata essenzialmente ad espletare la sua incidenza in ambito bancario finanziario – pur innovando positivamente il processo di libero scambio dei servizi, sembrerebbe destinata a cambiarne il modello. Significativa, al riguardo, appare la considerazione ai sensi della quale *“l'innovazione di prodotto e di modelli innescata dal complessivo fenomeno del Fintech pone in tensione i confini tra intermediari emittenti e mercati sino a renderli evanescenti”*. Tale spinta innovativa delinea modalità organizzative disancorate dai canoni regolamentari tradizionali dando luogo a relazioni intersoggettive a distanza. Il mercato digitale se, per un verso, registra un incremento della produzione e del consumo, adeguatamente supportati dalla maggiore mobilità del risparmio e comporta un significativo apporto di capitali agli investimenti, per altro accentua la difficoltà di individuare tecniche procedurali idonee a supportare la il mutamento informatico. Si assiste, dunque, ad una spersonalizzazione dei rapporti negoziali che una autorevole dottrina ha definito come *“scambi senza accordo”* sradicati da luoghi fisici. Se per un verso questa oggettivizzazione dei rapporti conduce ad un miglioramento complessivo dell'esercizio dell'attività finanziaria, per altro verso sfugge in tale logica operativa la possibilità di verifiche che nel passato sono state ritenute necessarie a garantire la sana e prudente gestione (in materia di parti correlate e conflitti d'interesse). Ne consegue l'esigenza di rivisitazione degli organismi di controllo (*compliance, audit committee*) e di introdurre anche a livello di *governance* bancaria, apposite regole volte a consentire (soprattutto agli amministratori indipendenti) penetranti verifiche sull'attività portata a conoscenza dei medesimi¹⁰. Conseguono ampie insicurezze in ordine al regime di *soft law*, attuato in sede UE, per la realizzazione di un quadro armonizzato di regole volto alla gestione delle transazioni in rete degli operatori del mercato.

¹⁰Cfr. SUPINO, Soggettività bancaria assetti patrimoniali regole prudenziali, Milano.

5. Alla luce delle considerazioni sopra esposte, risulta evidente che la costituzione del mercato globalizzato si riflette nelle caratteristiche di un nuovo diritto cibernetico laddove gli operatori affidano alle macchine l'attività di intermediazione. La globalizzazione agendo da catalizzatore nel dare forte impulso alla innovazione finanziaria (determinando crescenti interdipendenze tra gli operatori del pianeta) delinea un nuovo paradigma degli scambi nel quale, attraverso la diffusione di un modello organizzativo digitale, tende a dilatare gli equilibri fra tutela del singolo e salvaguardia dei valori della collettività. Sintomatica, al riguardo, deve ritenersi l'osservazione secondo cui con il propagarsi di un sistema integrato di telecomunicazioni grazie alle tecniche informatiche si assiste allo sviluppo di nuove forme di commercio nel "cyberspazio"¹¹. Governare la realtà virtuale diviene, nel delineato contesto, un problema di fondamentale importanza, al quale si ricollega la possibilità di un recupero delle economie deboli e, più in generale, l'avvio di una fase di sviluppo dei sistemi internazionali, cui si accompagna il conseguimento di obiettivi sociali attraverso una più equa ripartizione delle risorse del pianeta¹². Ne consegue che la mancanza di omogenei moduli d'intervento comporta una compressione del regime di tutela previsto dai *global regulators* che, nel loro originario intento avevano ipotizzato di predisporre una forma di regolazione ben più estesa rispetto alle previsioni concernenti il superamento delle asimmetrie informative che caratterizzano le negoziazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari digitali¹³. Si comprende, altresì, la ragione di una possibile incertezza nelle misure d'intervento adottate dalle Autorità di vigilanza, le cui indicazioni si scontrano con una continua resistenza verso forme di adeguata

¹¹Cfr. RIFKIN, L'era dell'accesso, Milano, 2000.

¹²Cfr. ONIDA, La globalizzazione aumenta o riduce disuguaglianze e povertà?, in Il Mulino, 2002.

¹³Cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD, FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications, 14 febbraio 2019, p. 11 s., consultabile in www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf.

omogeneizzazione delle proposte di riforma normativa¹⁴. Venendo ad alcune riflessioni dell'analisi che precede – attraverso la disamina dei processi tecnologici che stanno caratterizzando le modalità organizzative del mercato finanziario e la regolazione dei regimi di gestione delle piattaforme *online* – mostra un evidente ridimensionamento del ruolo degli intermediari bancari e dei tradizionali canali di distribuzione del credito. Ciò induce a ritenere che – nonostante le misure d'intervento adottate per lo sviluppo ordinato delle procedure *hi-tech* – il cammino verso un completo assetto regolatorio della materia sia ancora lungo e incerto. Conseguono perplessità in ordine alla valenza del processo di normativo cui non è conseguito un percorso di armonizzazione delle tecnologie sul mercato finanziario per cui il regolatore si trova ad un bivio: innovare il sistema dei controlli secondo logiche di maggiore coesione oppure lasciare che le pressioni esercitate dalla globalizzazione delle relazioni economiche modifichino il complesso istituzionale di riferimento. In tale contesto, è opportuno considerare che nella ridefinizione del *framework* delle regole non si può prescindere da politiche comuni sulle modalità e sui termini del cambiamento. A tal fine, deve essere tenuta distinta l'azione disciplinare volta a colmare i *gap* della regolazione esistente da quella volta nel tempo a migliorarne ed innovarne la capacità. Tuttavia occorre aver contezza delle difficoltà connesse alla realizzazione di un'opera di coordinamento condotta a livello transnazionale. Sul punto, si sottolinea che il fenomeno della innovazione tecnologica ripropone una riflessione su “i non luoghi, sovranità e sovranismi” stante la modifica dei rapporti intersoggettivi che avvengono tramite strutture cibernetiche, le quali definendo schemi

¹⁴EUROPEAN COMMISSION, Commission welcomes European Parliament's vote on new rules to improve fairness and transparency of online platforms, Strasbourg, 17 aprile 2019, consultabile in http://europa.eu/rapid/press-release_STATEMENT-19-2160_en.htm. Si v. inoltre l'interessante editoriale di Murgia, Shrikanth, How governments are beginning to regulate AI, in Financial Times, 30 maggio 2019, ove si sottolinea che la regolamentazione delle macchine virtuali diviene una priorità per i legislatori nazionali in quanto «the promise of AI is that it will imbue machines with the ability to spot patterns from data, and make decisions faster and better than humans do today, thus supercharging economies».

negoziali virtuali implicano un mutamento dei rapporti sociali ed economici. Va da sé che gli effetti della rivoluzione informatica sui mercati finanziari si inquadrano in una dimensione globale che caratterizza la realtà *post-moderna*; pertanto l'utilizzo di piattaforme digitali mutando la funzione intermediatrice degli istituti bancari viene percepito come strumento di fiducia nelle macchine¹⁵.

6. Sono numerosi i benefici – ma allo stesso tempo anche i rischi – connessi alla scelta della *blockchain* e degli *smart contract* nel settore finanziario, legati alle peculiarità per un verso della tecnologia stessa e per altro verso del settore in cui viene impiegata, ove si ricorre a clausole standardizzate e misurabili per le transazioni finanziarie. Al di là tuttavia di un possibile unione tra *blockchain* e finanza, resta il fatto che un massiccio impiego di questa tecnologia nel settore bancario e finanziario apre una tema di natura sistemica circa il futuro della funzione di intermediazione basata su un rapporto di fiducia. Considerata la natura della *blockchain* è infatti lecito e corretto domandarsi se la conclusione di transazioni finanziarie continuerà a richiedere l'interposizione di un intermediario finanziario che garantisca l'affidabilità del sistema, oppure non saranno sufficienti *marketplace* e tecnologia a mettere i clienti in contatto diretto tra loro e permetterne il soddisfacimento degli interessi. A tal proposito, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria¹⁶ ha per un verso analizzato i diversi approcci strategiche potrebbero essere adottati dagli operatori tradizionali e, per altro verso, individuato i cinque possibili scenari cui lo sviluppo del *FinTech* potrebbe condurre, panorama diverso in base al grado di

¹⁵Cfr. LIN, The New Financial Industry, in *Alabama Law Review*, 2014, n. 3, p. 568-569, ove si fa notare che «the modern financial industry is becoming faster, larger, more complex, more global, more interconnected, and less human».

¹⁶Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è un'organizzazione istituita nel 1974 da parte dei governatori delle Banche centrali del G10 per sviluppare la collaborazione tra le autorità di vigilanza bancaria.

disintermediazione che potrebbe subire l'attuale sistema finanziario¹⁷. Dal punto di vista strategico si può ritenere che i soggetti attivi nel sistema finanziario potrebbero limitarsi, in via cautelare, al *"wait and see"*, oppure, potrebbero sviluppare al loro interno nuove tecnologie per rinnovare le modalità di produzione, l'offerta di servizi, i canali distributivi e il rapporto con i clienti. Nel particolare delle possibili trasformazioni dell'industria finanziaria e degli scenari identificati dal Comitato di Basilea, si rinvia l'ipotesi della "banca migliore" (*"the better bank"*), ove gli *incumbent* si confermano gli tecnici dominanti del settore, dopo aver investito in innovazioni tecnologiche e aver adottato nuovi *business model*, così mantenendo salda la fiducia della base di clienti. Nello scenario finale quello della "banca disintermediata" (*"the disintermediated bank"*), soccomberebbe al processo di completa disintermediazione trainato dalle nuove tecnologie, lasciando soltanto a imprese *FinTech* e *TechFin* l'offerta di prodotti e servizi finanziari – resi soprattutto tramite infrastrutture basate su *blockchain*. Tale scenario potrebbe in parte avvicinarsi a quanto mostrato, già nel 1988, nel Manifesto dei Cripto Anarchici di Timothy C. May¹⁸, secondo il quale la critpo-anarchia *"creerà un mercato liquido per qualsiasi cosa che può essere messa in parole e immagini"*, con la conseguenza che *"questi sviluppi altereranno completamente la natura della regolamentazione governativa, la capacità di tassare e di controllare le interazioni economiche, la capacità di mantenere segrete le informazioni e sarà persino modificata la stessa natura di fiducia e reputazione"*¹⁹.

7. Gli eventi di crisi hanno posto, infatti, su un robusto banco di prova la

¹⁷Basel Committee on Banking Supervision (BIS-BCBS), Sound Practices. Implications of fintech developments for banks and bank supervisors, 2018, disponibile all'indirizzo internet <https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.pdf>.

¹⁸Cfr. MAY, The Crypto Anarchist Manifesto, 1988, disponibile all'indirizzo internet <https://www.activism.net/cypherpunk/crypto-anarchy.html>.

¹⁹Traduzione del Manifesto dei Cripto Anarchici di Timothy May tratta da Capaccioli, Smart contract: traiettoria di un'utopia divenuta attuabile, cit., pp. 26 e ss., il quale si conclude con l'esortazione "Alzati, non hai niente da perdere, se non le recinzioni di filo spinato!"

stabilità e l'efficienza di molteplici, consolidati profili dell'attività finanziaria: sembra essersi interrotto il virtuoso processo di sviluppo risalente agli ultimi decenni del secolo scorso²⁰. In particolare si riscontra l'emersione di un clima di incertezza nel mercato, cui si sono accompagnate evidenti ripercussioni negative sulla qualità degli attivi patrimoniali delle istituzioni creditizie e, indirettamente, sui rapporti intercorrenti tra queste ultime e la relativa clientela²¹. Si è in presenza, dunque, di condizioni operative di peculiare complessità, rinvenienti dalla sussistenza di un vero e proprio "circolo vizioso" che tuttora coinvolge il debito pubblico della maggior parte dei Paesi dell'area occidentale, il sistema bancario, nonché gli equilibri vigenti nel comparto industriale²². A fronte delle ristrettezze finanziarie che gli operatori hanno

²⁰Per una ricostruzione critica della realtà economico-finanziaria degli ultimi anni, si veda Capriglione, "Etica e finanza" alla luce della recentecrisi finanziaria, in AA.VV., *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, a cura di De Carli, Milano, 2012, p. 101 ss.; AA.VV., *The Great Financial Crisis*, a cura di Maserà, Roma, 2009; Alpa, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in Riv. Trim. Dir. Econ., 2009, n. 1, p. 83 ss.; Caballero, *The "other" imbalance and The Financial Crisis*, Roma, dicembre 2009, reperibile su www.bancaditalia.it. Si veda, inoltre, Baffi-Parisi, *Il mercato dopo la crisi finanziaria del 2008*, in AA.VV. *Capitalismo prossimo venturo. Etica Regole Prassi*, cit., p. 319, in cui si considera la crisi del 2007 come il risultato di una inefficiente.

²¹Cfr. JANNARELLI, *Il contraente-risparmiatore*, in AA.VV., *I contratti dei risparmiatori*, a cura di Capriglione, Milano, 2013, p. 46, ove si evidenzia che "il sistema giuridico ha fornito risposte adeguate ad un modello in cui la principale finalità del soggetto risparmiatore era quella di conservare possibilmente inalterato il capitale accumulato ed il suo potere di acquisto con rendimenti sicuri, per quanto contenuti". Ciò in quanto "il modello tradizionale del risparmiatore è stato costruito sulla figura del risk-averse investor nel senso che la propensione a conservare il capitale in forma liquida è strettamente legata all'esigenza che esso non subisca una riduzione del suo potere di acquisto ovvero una sua contrazione, anche a costo di rendimenti relativamente bassi" e Panetta-Signoretti, *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, 2010, n. 63, p. 7, in cui si sottolinea come "gli effetti di una scarsa disponibilità di credito sull'economia reale possono essere assai rilevanti"; ciò in quanto "la mancanza di finanziamenti può costringere le imprese a ridimensionare i piani di investimento (...) prolungando e amplificando l'effetto negativo di shock reali sull'attività produttiva". Si rileva tuttavia che, in virtù delle analisi economico-statistiche svolte, "la decelerazione del credito è attribuibile in misura prevalente al calo della domanda di prestiti. Questo rifletterebbe, per le imprese, soprattutto la diminuzione del fabbisogno finanziario, a sua volta legato alla netta contrazione degli investimenti".

²²Cfr. VISCO, *Considerazioni finali*, in occasione della Relazione annuale di Banca d'Italia, maggio 2013, p. 9 ss.; Masciandaro, *Stabilità e fiducia*, editoriale pubblicato su *IlSole24Ore* del 13 novembre 2013, ove l'A. sottolinea che la stabilità finanziaria del nostro Paese è messa a dura prova dalla sussistenza di significativi fattori di debolezza, tra cui "l'instabilità politica, la dipendenza delle imprese dal credito bancario, la debolezza reddituale delle banche".

dovuto affrontare finiscono con l'assumere rilievo alcuni fenomeni di ridotta entità i quali, in un diverso contesto socio-economico, con tutta probabilità non avrebbero suscitato interessi di sorta nel mercato. Trattasi di attività cui di certo non è possibile ascrivere significatività sul piano del concreto apporto ai processi di sviluppo economico; attività che, peraltro, appaiono meritevoli di analisi in ragione della loro specificità e, in particolare, per la peculiarità metodologica che ne è alla base. Come è noto, la recente crisi ha accentuato la difficoltà di reperire risorse finanziarie in grado di far fronte alle richieste di credito di aziende di medio/grandi dimensioni, con ovvi riflessi negativi sulle loro prospettive di crescita²³. Tale realtà si presenta con toni particolarmente marcati – e, dunque, è foriera di implicazioni significative – con riguardo alle imprese la cui operatività è minore, vuoi per l'ambito soggettivo di riferimento, vuoi per limiti intrinseci della relativa capacità produttiva. Si giustifica, in tale contesto, la ricerca di nuovi meccanismi in grado di veicolare efficacemente risorse verso il sistema imprenditoriale, favorendo la creazione di canali di finanziamento alternativi a quello bancario tradizionale²⁴. Questo comporta la realizzazione di particolari forme di raccolta di capitale supportate da tecnologie avanzate, tali cioè da consentire la fruizione di peculiari modalità di utilizzo dei portali *web*. Viene, per tal via, facilitata la circolazione di dati e di notizie e, conseguentemente, favorito lo sviluppo economico che fa capo a progetti d'investimento innovativi. Tale realtà trova il proprio epicentro nel fenomeno del *crowdfunding*, tecnica di acquisizione di fondi monetari nella quale viene

²³INTERNATIONAL MONETARY FUND, Italy: financial system stability assessment, settembre 2013, nel quale si evidenzia che “banks weathered the initial impact of the global financial crisis in 2008 relatively well thanks to their “traditional” business model, but were hit hard by the subsequent sovereign debt crisis and double-dip recession, and credit started contracting in mid-2012. The relatively low exposure to structured finance products shielded Italian banks from the initial phase of the crisis. But as the Italian economy plunged into recession in 2008-09 and again in 2011, and Europe into a sovereign debt crisis, the impact on Italian banks’ balance sheets was considerable”.

²⁴In proposito, si veda l'articolo apparso su Il Sole 24Ore del 15 novembre 2013, ove si sottolinea che “negli ultimi sei mesi una piccola e media impresa italiana su due (...) non è riuscita ad ottenere finanziamenti sui quali aveva contato mentre si continua a vedere un peggioramento della disponibilità dei prestiti bancari”.

meno l'essenzialità della mansione intermediatrice della banca, in presenza di un rapporto diretto tra i titolari della domanda e dell'offerta di credito. A ben considerare, in virtù di tale meccanismo procedurale il destinatario informatico supporta attivamente il progetto di una specifica azienda mediante il conferimento di apporti monetari di diverse entità; si dà luogo, quindi, ad una sorta di commistione tra gli interessi di cui si fanno ordinariamente portatori i diversi *stakeholders* d'impresa. Ne consegue che i soggetti partecipanti al progetto (veicolato tramite piattaforme informatiche) assumono il duplice ruolo di finanziatori e di potenziali consumatori del prodotto e/o servizio promosso tramite *web*; tutto quanto premesso dà luogo all'emersione di una particolare forma di individuo *prosumer*, termine con il quale si fa riferimento all'aggregazione in capo ad un unico operatore delle esigenze – per solito contrapposte fra loro – del *consumer* e del *producer* che operano sul mercato²⁵. In linea con tale riflessione appare l'intervento del legislatore nazionale, il quale ha di recente emanato talune disposizioni normative volte a regolamentare le fattispecie in esame, sulla scia di quanto già realizzato negli Stati Uniti, con l'introduzione del JOBS Act (*Jumpstart Our Business Startups Act*) dell'aprile 2012²⁶. Ci si riferisce, in particolare, al D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, denominato "Crescita Bis" e convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, che ha provveduto ad inserire la disciplina dell'*equity crowdfunding* (nonché la relativa applicazione ai processi di finanziamento destinati alle cd. *start-up* innovative) nell'ambito di specifiche misure volte a rilanciare la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture nazionali e la

²⁵Cfr. TOFFLER, *The Third Wave*, New York, 1980, secondo il quale la produzione di beni profittevoli in un mercato fortemente saturo presuppone un elevato grado di personalizzazione del prodotto e, dunque, una partecipazione attiva da parte dei potenziali consumatori.

²⁶Cfr. MARTIN, *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd*, p. 7 ss., reperibile su papers.ssrn.com; Bolger, *How the US Jobs Act helped Man U offering*, in *International Financial Law Review*, 2012, n. 31.8, p. 47; Powers, *SEC Regulation of Crowdfunding Intermediaries Under Title III of the JOBS Act*, in *Banking & Financial Services Policy Report*, 2012, n. 31.10, p. 1 ss.

competitività del mercato interno. Sotto il profilo operativo, sono evidenti i potenziali benefici che le società produttrici (specie se di piccole dimensioni) potrebbero ottenere dall'applicazione di siffatto meccanismo di finanziamento; rilevano, in particolare, i risparmi di costi che le stesse otterrebbero dall'utilizzo di un canale di interazione diretta con il risparmiatore, nonché le semplificazioni che i mezzi telematici dovrebbero consentire nelle operazioni di promozione delle idee imprenditoriali. A ben considerare, si è in presenza di un *modus operandi* che comporta una rivisitazione dei canoni ordinatori dell'attività di intermediazione creditizia; ciò in quanto, a fronte dell'esborso effettuato dal risparmiatore, i nominati meccanismi di finanziamento non prevedono un immediato controvalore (monetario e/o materiale) da destinare a quest'ultimo²⁷. A ciò si aggiungano, poi, le peculiarità operative riscontrabili nelle piattaforme *on line* di *social lending*, finalizzate al soddisfacimento delle esigenze di credito di soggetti privati (talora rientranti nelle categorie di individui "non bancabili"), i quali interagiscono fra loro mediante meccanismi di incontro diretto (modalità *peer-to-peer*) dando luogo alla creazione di canali di finanziamento alternativi a quelli forniti dagli intermediari bancari²⁸. Non devono sottovalutarsi, infine, le opportunità di investimento offerte dall'implementazione di tecniche di *equity crowdfunding* che, come si è già anticipato, sono state sottoposte a specifica regolamentazione da parte del legislatore nazionale (in vista di un loro efficace utilizzo nell'ambito delle operazioni di finanziamento di aziende *start-up*). Peculiari interrogativi si pongono, tuttavia, con riguardo alla capacità di talune categorie di risparmiatori di interpretare il significato dei dati strategici ed analitici forniti dalle società in

²⁷Solitamente all'investitore viene destinata una ricompensa materiale (come ad esempio un gadget) come forma di ringraziamento per la fiducia e l'attenzione rivolta al progetto finanziato. Per approfondimenti, cfr. Manzi, Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali, in AA.VV., I contratti dei risparmiatori

²⁸Cfr. HULME-WRIGHT, Internet based social lending: Past, present and future, in Social Futures Observatory, 2006, n. 11. Per quanto concerne il contesto nazionale, si veda fra gli altri l'editoriale pubblicato su La Repubblica del 3 aprile 2012, dal titolo "Dopo lo stop di Bankitalia a Zopa il prestito social riparte con Smartika".

questione: ci si riferisce, in particolare, alle misurazioni concernenti lo standing finanziario dell'azienda, nonché la stabilità dei relativi *cash-flow* prospettici. È evidente, infatti, che non tutti i piccoli investitori denotano livelli di conoscenza ed *expertise* (in materia economico-finanziaria) tale da consentire loro di essere pienamente consapevoli dei rischi correlati alle diverse tipologie di investimento on line²⁹. Tale problematica assume specifico rilievo se si considera che talvolta nemmeno le procedure d'analisi attivate dalle piattaforme telematiche sono in grado di fornire livelli adeguati di completezza informativa³⁰. Non a caso il legislatore nazionale, con il JOBS Act appunto ha regolamentato taluni aspetti del fenomeno in parola, limitandone l'applicazione alle sole operazioni di finanziamento delle cd. *start-up* innovative³¹. In

²⁹Si veda, in particolare, il documento pubblicato dall'Esma il 10 settembre 2012, dal titolo Esma mette in guardia gli investitori al dettaglio sulle insidie dell'investimento online, nel quale l'Autorità di vigilanza europea sottolinea che "Internet è una strada a doppio senso (...) Internet offre un accesso facile e rapido ai prodotti e ai mercati finanziari tramite varie tipologie di piattaforme"; tuttavia, non sempre le prospettive di investimento sono veritiere, giacché "talvolta si fa ricorso a un'elevata pressione e a tecniche di vendita e di marketing aggressive per indurre il pubblico a investire o ad usare particolari siti web (servendosi, ad esempio, di offerte speciali, doni o accessi dimostrativi al sistema offerto)".

³⁰Sul punto deve farsi presente che, in base al citato Regolamento CONSOB, gli obblighi delle banche e delle imprese di investimento nei confronti degli investitori variano a seconda dell'ammontare dell'esborso monetario predisposto. Ed invero, per ordini inferiori a 500 euro (per ordini singoli) e a 1000 (come ammontare complessivo annuale) effettuati da persone fisiche, nonché per ordini inferiori a 5000 euro (per ordini singoli) e a 10000 euro (complessivamente corrisposti in un anno) realizzati da persone giuridiche, non si applicano le disposizioni relative alla tutela del risparmiatore previste dalla disciplina MiFID.

³⁰ per una ricostruzione della disciplina degli obblighi di protezione previsti dal legislatore nazionale nell'ambito del rapporto intermediario/investitore, cfr. Pellegrini, Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento, in AA.VV., L'ordinamento finanziario italiano, a cura di Capriglione, Padova, 2010.

³¹In base all'art. 25 del decreto Crescita bis, l'introduzione di una specifica disciplina per le start-up innovative è volta a "contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un contesto maggiormente favorevole all'innovazione", nonché a "promuovere maggiore mobilità sociale e ad attrarre in Italia talenti, imprese innovative e capitali dall'estero". Più in particolare, il comma 2 del medesimo articolo specifica che per start-up innovativa deve intendersi "la società di capitali, costituita anche in forma di cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europea, residente in Italia (...), le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione" che presenta determinati requisiti; tra questi rilevano l'individuazione dell'oggetto sociale nello "sviluppo, (nella) produzione e (nella) commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico", nonché un totale della produzione annua (a partire dal secondo anno di attività) non superiore ai 5 milioni di euro.

particolare, l'art. 30 di tale decreto fa specifico riferimento alla disciplina concernente la raccolta di capitali da parte di appositi portali *on line* (sottoposti alla vigilanza della CONSOB e tenuti ad operare con diligenza, correttezza e trasparenza)³². Non a caso, l'introduzione del Capo III-quater (intitolato "Gestione di portali per la raccolta di capitali per *start-up* innovative") nel TUF persegue l'obiettivo di delineare un completo quadro normativo in tema di esercizio professionale del servizio di gestione dei portali³³. Inoltre, il legislatore ha attribuito significativa attenzione alla disciplina delle offerte di quote di capitale destinate al pubblico dei risparmiatori; in tal senso rileva la previsione dell'art. 100 ter TUF nel quale si specifica che i finanziamenti di cui trattasi non possono superare l'importo totale di 5 milioni di euro, come determinato dalla CONSOB ai sensi dell'art. 100, comma 1, lettera c, del TUF. È evidente che tale limitazione trova giustificazione nell'intento legislativo di escludere l'applicabilità (alla circolazione delle quote *on line*) della disciplina riguardante l'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita di prodotti finanziari³⁴. Con delibera del 26 giugno 2013, n. 18592, la CONSOB ha adottato il "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali *on-line*" (il Regolamento), al fine di garantire la "creazione di un ambiente affidabile" che faciliti il reperimento di finanziamenti per le società innovative, considerate dal regolatore alla stregua di un elemento catalizzatore dello sviluppo imprenditoriale e dell'occupazione giovanile. Al contempo, tale intervento disciplinare mira ad "integrare la dotazione di strumenti di

³²Art. 13 del Regolamento CONSOB dispone particolari obblighi in capo al gestore, tra i quali il compito di evitare che "gli eventuali conflitti di interesse (...) incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte".

³³Attività quest'ultima che, in base all'art. 50 – quinquies, comma 2, del TUF, è consentita alle imprese di investimento e alle banche (denominati "gestori di diritto"), nonché ai soggetti iscritti in uno specifico registro tenuto dalla CONSOB (a condizioni che questi ultimi provvedano ad affidare il perfezionamento della compravendita esclusivamente a banche ed intermediari finanziari).

³⁴Per approfondimenti in materia di offerta al pubblico di strumenti finanziari, cfr. De Poli, L'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita di prodotti finanziari, in AA.VV. L'ordinamento finanziario italiano.

valutazione” dei diversi profili di rischio e di rendimento associabili a ciascun progetto di *equity crowdfunding* presentato in via telematica, sì da “tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali” da eventuali truffe o raggiri di natura monetaria³⁵. Sotto altro profilo, va rappresentata la circostanza che l’esigenza di salvaguardare la qualità delle operazioni di raccolta di capitale sul *web* ha indotto l’Autorità di vigilanza ad introdurre un obbligo di sottoscrizione obbligatoria in capo a soggetti diversi dalla compagine dei piccoli risparmiatori. Più in particolare, l’art. 24, comma 2, del Regolamento CONSOB prevede che una quota (pari al 5%) delle offerte presentate in via telematica sia acquistata da investitori professionali, fondazioni bancarie ovvero da incubatori certificati di *start-up* innovative³⁶ (disciplinati dall’art. 25, comma 5, del decreto cd. “Crescita Bis”), sì da poter ascrivere al progetto una – seppur limitata – rilevanza nell’ambito dei mercati finanziari. Tale coinvolgimento è necessario solo a fini del perfezionamento dell’operazione di raccolta di capitale di rischio, non evidenziando peculiare significatività nel procedimento di ammissione dell’offerta alla negoziazione (sul portale telematico). Il risparmiatore potrebbe decidere di rivolgersi alle piattaforme registrate al fine di ottenere la formulazione di consigli e/o di raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte (prestazione quest’ultima che trova un espresso divieto nell’art. 13, comma 3, del Regolamento riferito ai soggetti

³⁵CONSOB, Relazione sull’attività di analisi d’impatto della regolamentazione (Air) e sugli esiti della procedura di consultazione, p. 3 ss., reperibile su www.CONSOB.it, ove si giustifica la scelta del legislatore primario di restringere l’applicazione dell’*equity crowdfunding* alle sole *start-up* innovative sulla base della considerazione che vi è una “scarsità di canali per la raccolta di fondi da parte di soggetti imprenditoriali di nuova costituzione caratterizzati da un specifico profilo rischio/rendimento”.

³⁶In base all’art. 25, comma 5, del decreto Crescita Bis, per incubatore certificato di *start-up* innovative deve intendersi “una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una *Societas Europea* (...) che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di *start-up* innovative” e presenta taluni specifici requisiti, tra i quali rilevano la disponibilità di spazi, strutture ed attrezzature adeguate, l’esperienza nell’attività di sostegno di idee imprenditoriali, nonché la sussistenza di regolari rapporti di collaborazione con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari impegnati in attività e progetti collegati a *start-up* innovative.

titolari dei portali di *equity crowdfunding*). In tali fattispecie potrebbe prefigurarsi, tuttavia, una forma di esercizio improprio di attività di consulenza; ciò, con evidenti ricadute sull'*agere* soggetti dei gestori dei portali che dovrebbero essere in grado di effettuare le valutazioni di adeguatezza rientranti nelle ordinarie competenze degli intermediari (attese le prescrizioni in materia della MiFID)³⁷. Alla luce di quanto precede, il *crowdfunding* può essere considerato come portato dello sviluppo comunicativo e tecnologico riveniente dai meccanismi di interconnessione *web*. Esso, peraltro, risponde ai tradizionali canoni dettati dall'autonomia privata e dalla libertà partecipativa che per solito caratterizzano il sistema economico-finanziario; ciò in quanto lo scambio di risorse monetarie tra i soggetti in *deficit* e quelli in surplus avviene in modalità spontanee e a condizioni generalmente definite in termini di convenienza (intesa in senso lato e in riferimento alla discrezionalità soggettiva dei diversi operatori). Va da sé che a tale processo dovrebbe far seguito un esito positivo a livello economico generale; da qui l'auspicio che il *crowdfunding* riesca, in prospettiva, a trovare adeguato supporto nella creazione di un sistema accessibile, diversificato e meritocratico.

8. Il *Peer to Peer Lending* è un sistema che permette di disintermediare la gestione del credito, mettendo in contatto due tipi di soggetti - prestatori e richiedenti - grazie alla presenza di piattaforme tecnologiche e senza alcun intervento di operatori finanziari, ad esempio le banche. Il P2P lending è, nel dettaglio, il "prestito *Peer-to-Peer*", ma è tradotto in lingua italiana come "prestito tra privati". Si tratta di una forma di prestito che utilizza le reti "*peer-to-peer*", "da pari a pari" per le transazioni di moneta "*person-to-person*",

³⁷Cfr. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati: il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, passim; Cfr. De Poli, *La contrattazione bancaria. Tra tutela della liquidità e obblighi di trasparenza*, Padova, 2012; Per aggiornamenti, cfr. ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID*, 25 giugno 2012, ESMA/2012/387, consultabile su www.esma.europa.eu.

dunque da persona a persona. La struttura di una rete informatica *peer-to-peer* è distribuita: tutti i nodi si scambiano le informazioni in modo paritario e condividono parte delle loro risorse, come la potenza di calcolo, senza bisogno di un *server*, o di un nodo centrale, che li controlli, gestisca e aiuti. Il *peer-to-peer*, avendo acquistato la sua fama per il *file sharing*, è al giorno d'oggi utilizzato anche per lo scambio istantaneo di denaro tramite cellulare e piattaforme digitali da persona a persona, prestiti compresi: i prestatori e i richiedenti vengono messi in contatto da specifiche piattaforme che sostituiscono gli intermediari tradizionali e in generale gli operatori sistemici. Il P2P lending viene anche nominato come *social lending* perché il tasso di interesse applicato è generalmente minore rispetto a quello applicato dalle banche. In base alla figura del richiedente se sia persona fisica o giuridica, si parla di *P2P Consumer* o *P2P Business Lending*. Il P2P lending classico raccorda richiedente e prestatori(o) tramite la piattaforma. Il richiedente trasmette una domanda di finanziamento comprensiva dei documenti necessari per assegnare un *rating*, una valutazione sulla propria solvibilità con il relativo rischio: se l'assegnazione viene accettata dal richiedente, la domanda viene pubblicata all'interno della piattaforma e può essere finanziata. I prestatori registrati sulla piattaforma decidono se e quanto e come finanziare. Quando la cifra del prestito verrà raggiunta, allora sarà erogato il prestito e il richiedente restituirà attraverso delle rate quanto ricevuto, con interessi contenuti ma proporzionali al livello di rischio assegnato al momento di accettazione della domanda. L'identità di richiedente e dei prestatori è amministrata dalla piattaforma. In caso di ritardi o interruzioni nei rimborsi del prestito concesso, la piattaforma svolge anche ruolo recupero crediti. Questa modalità di prestito P2P utilizza i "*Loan Originator*" ovvero i creatori di prestito, istituzioni finanziarie non bancarie che si occupano di acquisire i richiedenti per le loro condizioni di prestito, attraverso la stipulazione di accordi con le piattaforme,

cui “garantiscono” un flusso di richiedenti. Al contrario il “*Marketplace Lending*” include, tra i Prestatori, la figura del “Prestatore Istituzionale”. In sostanza, da una parte sono presenti i prestatori, che concedono in prestito il proprio denaro alle imprese, con la possibilità di ottenere ritorni significativi in base a una diversa propensione al rischio. Al contrario, sono presenti i richiedenti, che possono ottenere credito in maniera rapida con interessi che variano in base alla propria propensione al rischio.

9. L’interazione tra finanza e tecnologia ha senz’altro una lunga storia ma solo negli ultimi anni le Autorità italiane hanno cominciato a concentrarsi su una nuova società di nativi digitali in grado di sfruttare la rete generata dallo sviluppo di un sistema finanziario globale. Ad oggi le Autorità preposte alla regolamentazione e alla vigilanza sembrano aver maturato la consapevolezza di dover disporre di conoscenze costantemente aggiornate e approfondite sulle evoluzioni in atto, registrando in alcuni casi l’inadeguatezza della regolamentazione e ravvisando le necessità di graduare l’intensità delle regole in base ai rischi connessi a ciascuna forma di innovazione. Come è stato recentemente evidenziato dalla Banca d’Italia “le autorità di vigilanza hanno un compito complesso: da un lato, devono continuare a preservare la sicurezza e la solidità del sistema finanziario; dall’altro devono adottare la necessaria flessibilità nella manutenzione della regolamentazione secondaria e nell’applicazione di essa e della normativa primaria, concepite in un mondo non ancora digitale.” Si impongono dunque progetti innovativi. Tali approcci sono classificabili, secondo la stessa Banca d’Italia, sotto tre matrici: a) gli *innovation hub* ossia luoghi di incontri istituzionali con imprese vigilate e no, nel quale l’autorità competente offre chiarimenti e indirizzi; b) i *regulatory sandbox* che permettono alle imprese *Fintech* di godere di deroghe normative transitorie al fine di sperimentare il progetto di innovazione tecnologica; c) gli *incubators*, in cui l’autorità competente svolge un ruolo maggiormente incisivo, venendo

direttamente coinvolta nello sviluppo dei progetti anche attraverso forme di *partnership* e cofinanziamenti. Inoltre, sia in ambito internazionale che europeo, sono state avviate significative iniziative tese a promuovere la crescita del settore *Fintech* e ad analizzare i rischi ad esso connessi. L'obiettivo è quello di creare un quadro digitale. Merita di essere ricordato come l'impatto delle tecnologie digitali si estende anche all'attività di supervisione della Banca d'Italia (*Suptech*): ossia nuove tecniche di analisi, principalmente basate sull'intelligenza artificiale e big data, che offrono innovative opportunità per migliorare l'azione di vigilanza. Nel merito appare imprescindibile che le Autorità di Vigilanza offrano il proprio pieno contributo affinché la nuova intermediazione o meglio la nuova disintermediazione sia in grado di sviluppare un mercato sostenibile, incentrato sulla tutela della persona e, quindi, capace di produrre benefici per i cittadini e le imprese.

10. Se gli istituti bancari dovranno adattarsi ad un contesto in profondo cambiamento, anche per le autorità di regolamentazione non sarà semplice gestire il nuovo scenario di riferimento. Le normative oggi in vigore, infatti, difficilmente si adatteranno all'evoluzione prevista per il settore e diverse criticità emergeranno dall'ingresso di nuovi operatori nello scenario competitivo. Per quanto concerne le piattaforme ci sono evidenti rischi sistemici. Se gli algoritmi che guidano i processi decisionali dell'assistente virtuale contenessero degli errori, gli istituti bancari si potrebbero trovare a gestire situazioni complesse. Fino ad oggi le autorità di vigilanza non hanno espresso la loro posizione in riguardo all'utilizzo dell'intelligenza artificiale nell'offerta di servizi bancari, ma in futuro saranno inevitabili interventi in merito per allineare gli operatori. L'integrazione dei servizi finanziari con altri aspetti della vita quotidiana degli individui farà emergere nuovi problemi di regolamentazione nel campo della protezione della privacy e del cliente. Se

l'assistente virtuale effettuasse operazioni non richieste dall'utente (ad esempio una prenotazione oppure un acquisto), ci sarebbe spazio per un reclamo da parte del cliente stesso? E chi sarebbe considerato responsabile dell'errore? La piattaforma, il fornitore dei servizi di pagamento oppure il *provider* della tecnologia *hardware*? Nell'ambito dei processi si prospetta un'ondata di nuovi entranti, alcuni dei quali non saranno sotto il diretto controllo delle autorità di vigilanza del settore bancario, ma che, data la loro importanza a livello sistemico, dovranno sottostare ad una qualche forma di vigilanza. Senza dimenticare che il settore bancario non è mai stato esposto come oggi, e lo sarà sempre più in futuro, ai rischi legati allo sfruttamento intensivo della tecnologia. La *cyber security* diventerà quindi un tema centrale per il settore bancario. Il cambiamento è inarrestabile e le autorità di vigilanza dovranno capire come intervenire per controllare l'operato anche delle aziende non prettamente bancarie.

Anna Giulia Piersanti

LA TOKENIZZAZIONE DEGLI ASSET COME STRUMENTO PER L'EFFICIENTAMENTO DELLE OPERAZIONI DI SMOBILIZZO DEI CREDITI DETERIORATI *

*(The tokenization of assets: a way to enhance the efficiency of the
impaired loans disposal methods)*

ABSTRACT: *The health emergency caused by the spread of the coronavirus outlines a scenario in which serious negative economic and financial implications have been produced as a consequence of the recession due to the sudden halt of the production process and the lock-down of all activities except for those related to essential services.*

In this context the issue of NPLs – a legacy of the financial crisis of 2007, painstakingly solved through securitization transactions or transfers to NPLs funds – seems inevitably destined to resurge, with all the difficulties that the banks will have to face.

Compared with the 2007 crisis, some factors are conducive to NPLs resolution this time: banks have higher capital, the forward-looking IFRS 9 accounting standards can help NPLs recognition and the COVID-19 crisis was not preceded by a credit boom. However, the "calendar provisioning" rules make it necessary for banks to enhance the efficiency of the impaired loans disposal methods.

Indeed, the interest in technological instruments is growing fast: the tokenization of assets, the blockchain technology and the smart contracts could represent interesting and possible solutions.

SOMMARIO: 1. La crisi pandemica e la problematica dei crediti deteriorati – 2. I crediti vantati nei confronti della P.A. – 3. La tokenizzazione degli asset – 4. I digital token – 5. La blockchain – 6. Gli smart contract – 7. La tokenizzazione delle NPE – 8. I possibili acquirenti: SPV e fondi di credito –

*Contributo approvato dai revisori.

9. Conclusioni.

1. Le misure restrittive adottate dalla politica nel corso del 2020 al fine di contenere i contagi da *Covid-19* e tutelare la salute dei cittadini hanno determinato un drastico ridimensionamento della produzione su scala globale, colpendo sia il lato della domanda che quello dell'offerta¹.

Al fine far fronte alla contingente situazione di carenza di liquidità del tessuto imprenditoriale nazionale, sono state definite misure di sostegno finanziario, quali la concessione – da parte di banche – di prestiti a condizioni particolarmente vantaggiose a favore di aziende in possesso di specifici requisiti soggettivi e oggettivi previsti dalla normativa².

Si è, di conseguenza, registrata una crescita dei finanziamenti alle PMI e, con essi, delle preoccupazioni per il futuro delle imprese beneficiarie, alimentando i rischi che gli effetti di un loro fallimento si estendano anche agli istituti eroganti, generando ripercussioni di carattere sistemico³.

«La problematica dei crediti deteriorati – annoso retaggio della crisi finanziaria del 2007, faticosamente avviata a soluzione dagli appartenenti al settore mediante operazioni di cartolarizzazione ovvero di cessione ad appositi fondi di NPL – sembra inevitabilmente destinata a subire una recrudescenza, con quel che ne consegue sul piano della difficoltà operativa cui andranno incontro

¹Cfr. COLOMBO, *Più crediti, più depositi: in Italia la liquidità staziona su livelli record*, Il sole 24 ore, 11 novembre 2020.

²Il c.d. *Decreto Liquidità* dispone che SACE S.p.A. può concedere garanzie in favore di banche che erogano finanziamenti, sotto qualsiasi forma, alle imprese in possesso dei requisiti previsti. Cfr. ROSSANO, *Le garanzie rilasciate dal Fondo PMI e da SACE s.p.a.*, CELF - Center of European Law and Finance, 21 agosto 2020.

³Sul punto si considerino, ad esempio, le possibili conseguenze derivanti dall'ipotesi di finanziamento assistito da garanzia SACE erogato in assenza di «*di uno o più requisiti, ovvero di documentazione incompleta o irregolare*», circostanza che – stando all'art. 9 del D.Lgs. 123/1998 – determinerebbe la revoca del beneficio in capo all'azienda finanziata e trasformerebbe il credito del surrogante in credito privilegiato. Cfr. ROSSANO, *Le garanzie rilasciate dal Fondo PMI e da SACE s.p.a.*, *op. cit.*

*gli intermediari»*⁴.

Congiuntura sfavorevole, in questo senso, è la nuova definizione di *default* prevista dal Regolamento delegato della Commissione 171/2018 e dalle Linee Guida dell'EBA (EBA/GL/2016/07) – che modificano l'art. 178 del Regolamento 2013/575/UE relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (CRR) – nonché delle disposizioni del Regolamento 2019/630/UE, le quali introducono la disciplina del c.d. *calendar provisioning*.

Nello specifico, tali norme classificano come deteriorate le esposizioni verso una banca o un intermediario finanziario una volta decorsi 90 giorni (o 180 nel caso in cui il debitore sia la P.A.) dal mancato pagamento di un prestito il cui importo ecceda una soglia predeterminata⁵ ed impongono all'istituto erogante di effettuare accantonamenti obbligatori crescenti nel tempo, in modo da svalutare in bilancio l'esposizione in parola fino ad azzerarla in 3, 7 o 9 anni, a seconda che il credito deteriorato sia rispettivamente chirografario, garantito o garantito da immobili⁶.

In particolare, il novellato art. 127 del Regolamento europeo sui requisiti di capitale prevede che nel momento in cui – sulla base delle modalità e delle tempistiche appena accennate – un credito diviene deteriorato, esso inizia ad

⁴Cfr. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2020, n. 1.

⁵Ai fini della classificazione a *default* è necessario che lo sconfinamento superi la "soglia di rilevanza", cioè che superi contemporaneamente sia la soglia assoluta (100 o 500 €, a seconda della natura del debitore) sia quella relativa (1% dell'esposizione). Sul punto cfr. *Q&A sulla nuova definizione di default* pubblicate sul sito *internet* della Banca d'Italia www.bancaditalia.it, nonché il documento per la consultazione *Modifiche alle disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari: applicazione della nuova definizione di default e altre modifiche in materia di rischio di credito, fondi propri, investimenti in immobili e operazioni rilevanti*, anch'esso pubblicato sul sito *internet* della Banca d'Italia www.bancaditalia.it. Si precisa, inoltre, che per le persone fisiche e le PMI con esposizioni nei confronti della stessa banca di un ammontare complessivamente inferiore a 1 milione (c.d. esposizioni al dettaglio), la soglia in valore assoluto è ridotta a 100 €. Cfr. ROCCA, *Per il default dei crediti basta un arretrato di 500 euro*, *Il sole 24 ore*, 7 gennaio 2021.

⁶Cfr. GIRINO, *Npl, i danni collaterali (che nessuno dice) del calendar provisioning*, Milano Finanza, 17 ottobre 2020.

assorbire capitale della banca per un importo pari al 150% del suo valore. Per evitarlo, la banca può portare a perdita almeno il 20% del relativo importo⁷.

2. Gli impatti gravosi delle disposizioni in parola potrebbero derivare, per gli istituti di credito, non solo dai debitori con scarsa liquidità a causa della pandemia⁸ ma anche da quei crediti nei confronti della P.A. che, generalmente, essi acquistano nell'ambito di operazioni di *factoring*⁹.

Secondo le stime di Assifact, infatti, il rischio è che, per effetto della nuova disciplina comunitaria, tra i 7 e i 12 miliardi di crediti verso la P.A. acquistati dalle società di *factoring* e dalle banche possano improvvisamente finire in *default* nei loro bilanci a causa dell'annoso problema dei ritardi con cui gli stessi vengono saldati. Rischio, questo, che dal punto di vista degli istituti di credito va a sommarsi agli effetti paralizzanti che detti ritardi nei pagamenti generano sulle condizioni di liquidità delle loro aziende debtrici e, al contempo, creditrici verso la P.A.

Infatti, nonostante gli interventi normativi susseguitisi a partire dal 2008

⁷Cfr. LONGO, *Npl, mercato frenato dalle regole. Bruxelles ora apre a un ritocco*, Il sole 24 ore, 8 gennaio 2021.

⁸Imprese e privati che, bollati come cattivi pagatori malgrado un *default* incolpevole, vedono peggiorare sino alla dissoluzione il loro merito creditizio. Cfr. GIRINO, *Npl, i danni collaterali (che nessuno dice) del calendar provisioning*, op. cit.

⁹La Nota di chiarimento *Applicazione della definizione di default ai sensi dell'articolo 178 del regolamento (UE) n. 575/2013 e adeguamento delle definizioni di esposizioni creditizie deteriorate* pubblicata dalla Banca d'Italia in data 5.1.2021 specifica che: «In base al par. 16 delle LG EBA il conteggio dei giorni di arretrato rilevante ai fini della classificazione a default decorre dalla data in cui "l'importo del capitale, degli interessi o delle commissioni non sia stato pagato alla data in cui era dovuto", vale a dire dal momento in cui esso diviene esigibile in base al diritto a esso applicabile. Con riferimento alle esposizioni verso le amministrazioni pubbliche, i parr. 25 e 26 delle LG EBA consentono l'applicazione di un termine di 180 giorni invece che di 90 giorni al ricorrere delle condizioni ivi specificate, ma non prevedono deroghe o specificazioni ulteriori. Ne consegue che per i crediti commerciali il cui debitore sia una amministrazione pubblica il termine per il calcolo dei giorni di arretrato decorre, salvo specifiche disposizioni di legge che prevedano diversamente, non dalla conclusione delle procedure di pagamento previste dalle regole di contabilità pubblica, bensì dalla data di scadenza dei singoli pagamenti. Il conteggio non muta nel caso in cui il credito sia stato oggetto di acquisto pro-soluto nell'ambito di operazioni di *factoring*, in linea con quanto previsto dal par. 28 delle LG EBA». Cfr. www.bancaditalia.it.

abbiano senz'altro consentito di ridurre la massa dei debiti della P.A. e le tempistiche degli adempimenti, assottigliando il divario dagli altri paesi europei, il 7 dicembre 2017 la Commissione Europea ha deciso di deferire l'Italia alla Corte di Giustizia dell'UE a causa dei persistenti ritardi nei pagamenti.

Nello specifico la Commissione, pur riconoscendo gli sforzi compiuti dal Governo italiano per migliorare la situazione in seguito all'avvio della procedura di infrazione nel giugno 2014, ha evidenziato come la P.A. necessitasse ancora in media di 100 giorni per saldare le proprie fatture, in violazione della Direttiva 2011/7/UE, che impone alle amministrazioni pubbliche di pagare le merci e i servizi acquistati entro 30 giorni o, in circostanze eccezionali, entro 60 giorni dal ricevimento della fattura¹⁰. La violazione in parola è stata, poi, contestata all'Italia con sentenza pronunciata il 28 gennaio 2020 dalla Corte di Giustizia dell'UE¹¹.

Le menzionate tempistiche relative ai pagamenti non si discostano di molto da quelle necessarie anche ai fini della cessione dei crediti vantati nei confronti della P.A., nonostante tali operazioni dovrebbero, in realtà, configurarsi come un lenitivo alla problematica in discorso, strumentale all'innalzamento del livello di liquidità delle aziende creditrici.

In particolare, l'art. 9, comma 3-*bis*, del D.L. 185/2008 ha previsto che per i crediti derivanti da contratti di somministrazione, fornitura ed appalto, nonché per prestazioni professionali, la P.A., entro 30 giorni dalla presentazione dell'istanza del creditore (all'Ufficio centrale del bilancio o alla Ragioneria Territoriale dello Stato, a seconda dell'ente pubblico debitore), è tenuta a certificare che i suoi debiti siano non prescritti, certi, liquidi ed esigibili¹² – indicando la data prevista di pagamento – così da consentire al creditore di

¹⁰ www.ec.europa.eu.

¹¹ www.curia.europa.eu.

¹²A meno che non si tratti di Enti commissariati o Enti del Servizio sanitario nazionale sottoposti a piani di rientro. Cfr. ALPA - MARICONDA, *Codice dei contratti commentato*, Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano, 2020.

acquisire liquidità immediata mediante una cessione *pro soluto* o *pro solvendo* a favore di banche o intermediari finanziari¹³.

Tuttavia, qualora la P.A. non provveda entro il suddetto termine al rilascio della certificazione ovvero alla rilevazione dell'insussistenza o inesigibilità, anche parziale, del credito, allora il creditore potrà presentare istanza di nomina di un commissario *ad acta*¹⁴, il quale avrà un termine di ulteriori 50 giorni per la conclusione del procedimento, per un totale, quindi, di 80 giorni complessivi, che poco si discostano dai 100 necessari – in media – per il pagamento da parte della P.A.

3. Nell'attuale contesto e alla luce delle problematiche descritte si afferma, dunque, la necessità per le banche e per le aziende debentrici delle stesse di efficientare le modalità di smobilizzo dei crediti deteriorati e si registra il crescente interesse da parte delle stesse nei riguardi di piattaforme tecnologiche che consentono l'utilizzo di programmi informatici atti a favorire l'accesso di una pluralità di soggetti alla medesima rete di interconnessione. Tali strumenti possono, infatti, agevolare l'interazione di interessi multipli, di acquisto o vendita, di strumenti finanziari riferibili a NPE¹⁵.

Nel distanziare la socialità, la pandemia ne ha favorito una digitalizzazione, traslandone le sedi in spazi virtuali e riducendo la diffidenza verso il ricorso a strumenti informatici per attività tradizionalmente svolte *de visu*. E così nel settore finanziario e creditizio, in cui l'automazione dei processi può assurgere a strumento chiave per la redditività delle banche.

¹³Dalla sentenza n. 33344/2018 della Cassazione Civile Sezione I si ricava l'ammissibilità della cessione dei crediti verso la P.A. anche laddove difetti il requisito della particolare qualificazione dell'impresa cessionaria (banca o intermediario finanziario), a condizione che, in ogni caso, intervenga l'adesione da parte della P.A.

¹⁴Si tratta di un commissario *ad acta* amministrativo, cioè nominato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

¹⁵Cfr. LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2019, secondo suppl. al n. 2.

In quest'ottica si evidenzia come l'attenzione di alcuni cronisti si stia focalizzando su operazioni di tokenizzazione degli *asset* e, tra questi, di NPE. Si tratta, in particolare, di una forma di digitalizzazione di un bene (in uno con i diritti correlati allo stesso) che, su *input* delle parti interessate, ne consente il trasferimento secondo gli automatismi definiti da uno *smart contract* e nell'ambito di una sequenza immutabile memorizzata sulla *blockchain*, la quale garantisce tempi rapidi di esecuzione e piena portabilità documentale.

4. Utilizzato nell'ambito della tecnologia *blockchain* (v. *infra*), il termine *digital token* definisce un'informazione digitale crittografata che attesta in maniera univoca la titolarità di un soggetto su un determinato bene, servizio o diritto¹⁶.

La tokenizzazione consiste, appunto, nel processo di rappresentazione – su un registro distribuito – di un *asset* reale in forma di *token*, al quale sono associate tutte le caratteristiche dell'*asset* in questione, dal suo valore ai diritti di cui è portatore¹⁷. Ciascun *token* è, dunque, irripetibile e, analogamente agli strumenti finanziari, è negoziabile nonché connotato da un valore monetario corrispondente a quello dell'*asset* (o della frazione di *asset*) associato¹⁸.

Si pensi, ad esempio, ad un'opera d'arte tokenizzata: le sue certificazioni di originalità e di proprietà possono essere facilmente scritte e tracciate sulla *blockchain*; inoltre, la frazionabilità della proprietà in una pluralità di *token* permetterebbe di abbassare la soglia di ingresso ad eventuali investitori e

¹⁶Cfr. SARZANA DI S. IPPOLITO - NICOTRA, *Diritto della blockchain, intelligenza artificiale e IoT*, Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano, 2018.

¹⁷Per poter essere tokenizzato, un *asset* deve innanzitutto essere convalidato e i relativi diritti di proprietà devono essere verificati. Inoltre, se previsto dai protocolli, l'*asset* deve essere custodito in un luogo sicuro e coperto da assicurazione contro furto/incendio/danneggiamento, ecc. Cfr. VAN OERLE, *Chi può beneficiare della tokenizzazione degli asset*, Milano Finanza, 18 agosto 2020.

¹⁸Cfr. PARRINELLO, *Da bitcoin a tokenizzazione: manuale rapido per capire (e usare) la blockchain*, Il sole 24 ore, 13 novembre 2018.

compratori, diffondendone la platea. Stesso dicasi per un immobile: laddove il proprietario, pur non volendo privarsene intendesse comunque ricavarne liquidità immediata per un valore pari – a titolo esemplificativo – al 10% del prezzo totale, ad esito del processo di tokenizzazione egli potrebbe parcellizzare la proprietà e vendere uno o più *token* complessivamente rappresentativi della quota in discorso, senza peraltro dover intraprendere tutto l'*iter* che caratterizza le operazioni di vendita di un immobile.

Dal punto di vista dell'investitore, invece, la tecnologia di cui trattasi consentirebbe – secondo una logica di fondo assimilabile a quella della gestione collettiva del risparmio – di destinare la somma che intende investire all'acquisto di una pluralità di *token*, ciascuno associato ad un distinto *asset* o frazione dello stesso, realizzando così un buon livello di diversificazione e una conseguente riduzione del rischio.

5. La *blockchain*, si è detto, è la tecnologia che fa da sfondo al funzionamento dei *digital token*; essa può essere definita come quel sottoinsieme delle tecnologie basate su registri distribuiti (*Distributed Ledger Technologies* o *DLT*) che consente di creare un *database* digitale di dati immutabili e crittografati, dal quale, attraverso un registro diffuso ed alimentato dai diversi fruitori, vengono validate operazioni (elidendo, grazie ad un meccanismo *peer-to-peer*, la necessità che ciò venga fatto da un soggetto terzo) e si tiene traccia del loro storico¹⁹.

L'origine di tale strumento informatico si fa coincidere con la pubblicazione, nel 2008, del *paper* intitolato "*Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*", testo nel quale l'autore – sotto lo pseudonimo Satoshi Nakamoto – teorizza il primo e ancora oggi più diffuso sistema decentralizzato di

¹⁹Cfr. CANALINI, *Il fintech e le nuove frontiere dell'innovazione finanziaria*, in "*Manuale di diritto bancario e finanziario*", Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano, 2019.

pagamento distribuito e basato, appunto, sulla tecnologia *blockchain*²⁰.

L'espressione che definisce il meccanismo in parola è indicativa del suo funzionamento: un registro diffuso e immutabile organizzato in "blocchi" separati che raggruppano degli insiemi di transazioni – la cui provenienza e destinazione sono verificate tramite l'utilizzo delle chiavi pubbliche crittografiche – e che sono tra loro collegati per formare una "catena" sequenziale marcata temporalmente, la quale consente di ricostruire l'ordine cronologico delle transazioni stesse²¹.

La *blockchain* permette, quindi, di immagazzinare tutte le operazioni e le informazioni che vi vengono registrate nonché di gestire i dati in modo trasparente, immutabile e tracciabile²². La trasparenza è garantita dal fatto che il sistema si basa su evidenze crittografiche e che le informazioni in esso contenute sono messe a disposizione dei vari attori coinvolti²³. L'immutabilità è dovuta al fatto che una volta registrate le transazioni del blocco, questo non può più essere modificato, circostanza che consente una piena tracciabilità dal momento che non è possibile eliminare le informazioni inserite ma soltanto aggiungerne di nuove in coda.

Le delineate caratteristiche garantiscono, in definitiva, un livello di

²⁰Il meccanismo in parola si basava, invero, sull'unione di una serie di tecnologie già note, quali lo strumento di pagamento virtuale *DigiCash* (creato nel 1994 da David Chaum), il sistema decentralizzato di pagamento garantito dalla cifratura *B-Money* (elaborato nel 1998 da Wei Dan) e gli *smart contract* definiti negli stessi anni da Nick Szabo. Cfr. SARZANA DI S. IPPOLITO - NICOTRA, *Diritto della blockchain, intelligenza artificiale e IoT*, op. cit.

²¹Cfr. SARZANA DI S. IPPOLITO - NICOTRA, *Diritto della blockchain, intelligenza artificiale e IoT*, op. cit.

²²Il legislatore europeo ha evidenziato, nel febbraio 2017, che «*le blockchain rappresentano una modalità particolarmente trasparente e decentralizzata per la negoziazione di elenchi di trasmissioni*». Cfr. CANALINI, *Il fintech e le nuove frontiere dell'innovazione finanziaria*, in "Manuale di diritto bancario e finanziario", op. cit.

²³A seconda della tipologia di *blockchain*, questa può essere accessibile da chiunque in lettura (*blockchain pubbliche*) o da particolari entità preventivamente identificate (*blockchain private*). Cfr. GALLO, *DLT, blockchain e smart contract* in "Diritto del fintech", CEDAM, Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano, 2020.

automazione tale da consentire una registrazione delle transazioni sulla *blockchain* in tempo pressoché reale, abbattendo i tempi e i costi legati alla burocrazia.

A ciò si aggiunga che la verifica formale della validità della transazione non viene affidata ad un intermediario ma svolta nell'ambito di un sistema distribuito, costituito da vari "nodi" gestiti in modo indipendente, i quali devono raggiungere un consenso, cioè una visione unitaria sullo stato dell'intero sistema. Detta previsione ha consentito di ovviare ad un problema, quello del *double spending*, di difficile soluzione quando l'informazione di un valore è espressa in un formato digitale, dal momento che questo ben si presta alla riproduzione di copie che potrebbero permettere di spendere quel valore più volte²⁴.

Giova precisare che la teorizzazione del 2008 era attagliata in maniera specifica all'esigenza di scambio di valuta virtuale. Essa, dunque, si prestava a fatica ad utilizzi differenti.

6. Negli anni a seguire sono quindi nati altri progetti, volti a consentire un più ampio utilizzo della *blockchain*. In particolare, nel 2015 è stata realizzata *Ethereum*, una *blockchain* pubblica che consente lo sviluppo di applicazioni, le quali, una volta registrate, vengono eseguite in maniera automatizzata sulla base delle istruzioni impartite in fase di programmazione.

Tale sistema introduce l'utilizzo su piattaforma *blockchain* dei c.d. *smart contract*, letteralmente "contratti intelligenti", così definiti in ragione della loro natura di algoritmi che realizzano una determinata operazione mediante il ripetersi di sequenze rese automatizzate dai codici di programmazione che le definiscono e regolano. Si tratta, in buona sostanza, di programmi

²⁴Il problema è superabile in presenza di una entità centralizzata fidata, quale ad esempio una banca, ma nei casi in cui tale intermediario non è disponibile o non ne è auspicabile la presenza, allora è necessario utilizzare altre modalità, quali, appunto, la *blockchain*. Cfr. GALLO, *DLT, blockchain e smart contract* in "Diritto del fintech", *op. cit.*

computerizzati operanti su tecnologia *blockchain* che consentono la declinazione di un accordo in linguaggio informatico e l'implementazione di algoritmi in grado di produrre automaticamente – secondo una logica “*if/then*” – gli effetti previsti al ricorrere delle condizioni fissate.

L'art. 8-ter del D.L. 125/2018 (c.d. *Decreto Semplificazioni*), così come convertito dalla L. 12/2019, ha definito lo *smart contract* come «un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola autonomamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti delle stesse. Gli *smart contract* soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'Agenzia per l'Italia digitale con linee guida»²⁵.

Negli *smart contract* sono, dunque, l'*hardware* ed il *software* ad occuparsi dell'esecuzione del contratto, senza che sia necessario – né possibile – un ulteriore intervento umano²⁶.

Si pensi al caso della *start-up* tedesca Etherisc, che si propone come la prima compagnia assicurativa a basare la propria attività sulla tecnologia *Ethereum*. Detta azienda è riuscita, infatti, ad implementare uno *smart contract* che si sostanzia in una polizza assicurativa contro i rischi dei ritardi aerei: se il volo ritarda oltre il limite fissato nel contratto si riceve automaticamente il pagamento pattuito, senza bisogno di attivare procedure ulteriori o interloquire con un operatore²⁷.

Le rappresentate caratteristiche degli *smart contract* li rendono, in

²⁵Si tratta di un intervento normativo intervenuto a valle della *call of tenders* avviata dalla Commissione Europea nel dicembre 2018 e denominata “*Study of Blockchains: Legal, Governance and Interoperability Aspects*”. Cfr. CANALINI, *Il fintech e le nuove frontiere dell'innovazione finanziaria*, in “*Manuale di diritto bancario e finanziario*”, *op. cit.*

²⁶A differenza di altre tipologie di *computable contracts*, che consentono invece l'intervento umano per interrompere l'esecuzione degli stessi.

²⁷Cfr. PARRINELLO, *Da bitcoin a tokenizzazione: manuale rapido per capire (e usare) la blockchain*, *op. cit.*

definitiva, un perfetto strumento di circolazione e trasferimento dei *token*.

Oltre a quanto descritto, infatti, si evidenzia che l'avvento di *Ethereum* ha semplificato il processo di creazione dei *token* mediante la definizione, nel progetto *Ethereum Request of Comment 20th* (ERC20), di regole e procedure *standard*. Tali regole consentono a uno sviluppatore di generare dei *token* – delle tipologie precedentemente individuate (v. *supra*) – tra loro interoperabili, così da favorire gli scambi tra diverse applicazioni²⁸.

I *token* generati sulla base di tale modello erano inizialmente associati a beni fungibili, quindi intercambiabili tra loro. Lo sviluppo tecnologico, sospinto dalle crescenti esigenze, ha condotto quindi all'elaborazione dello *standard Ethereum Request of Comment 721th* (ERC721), il quale definisce un *framework* di *smart contract* che consente la creazione di *token* associati a beni non fungibili, quindi unici, non replicabili e riferibili ad *asset* sia virtuali che reali.

I *token* in parola potranno essere trasferiti, su *input* delle parti, secondo gli automatismi definiti dallo *smart contract* e nell'ambito di una sequenza immutabile memorizzata sulla *blockchain*, la quale garantisce tempi rapidi di esecuzione e piena portabilità documentale.

Questo è l'impianto che, già oggi, consente di convertire i crediti in *token* unici, liquidabili ed immediatamente trasferibili.

7. Uno dei possibili ambiti applicativi del processo di tokenizzazione nel settore bancario e finanziario è, appunto, quello dello smobilizzo dei crediti deteriorati.

Come anticipato, la problematica della gestione delle NPE ha acquisito nuovo vigore alla luce delle accennate conseguenze della crisi pandemica. In tale contesto di fragilità dell'intero ordinamento creditizio, l'esigenza di

²⁸Cfr. SARZANA DI S. IPPOLITO - NICOTRA, *Diritto della blockchain, intelligenza artificiale e IoT, op. cit.*

contenere l'NPE *ratio*²⁹ entro ristretti margini appare come una scure pendente sul capo degli enti creditizi, chiamati al rispetto dei criteri prudenziali di valutazione in merito ai profili di rischio dei debitori (attualmente previsti dal Regolamento UE n. 575 del 2013, c.d. CRR)³⁰.

L'evidente necessità di individuare strumenti in grado di efficientare gli *iter* di gestione e trasferimento dei crediti deteriorati potrebbe trovare conforto nelle peculiari caratteristiche e funzionalità dei *digital token*.

Si è evidenziato, in particolare, che un *token* consente di conferire al suo titolare il diritto di proprietà su un *asset*. Ne consegue la possibilità per la banca, ricorrendo a piattaforme digitali specializzate, di generare un *token* associato ad una NPE – o meglio, all'atto che lo origina – e di ricavare immediata liquidità ad esito di una cessione della stessa che, in virtù della dimensione informatizzata del processo in parola, può essere realizzata in tempi molto rapidi, abbattendo peraltro i costi di *back office* e di intermediazione.

L'associazione del *token* al credito consente, infatti, alla piattaforma di perfezionare il trasferimento entro pochi secondi dalla prova di pagamento fornita dall'acquirente e garantisce a quest'ultimo di avere pronta visione degli esiti dell'operazione in un'area personale dedicata.

Si aggiunga che il rapporto tra *token* e credito deteriorato non dovrà necessariamente configurarsi come di uno a uno, essendo possibile una parcellizzazione di una singola esposizione in una pluralità di *security token*, ognuno dei quali è unico, non replicabile e rappresentativo di una frazione del valore dell'*asset*. Ne potrebbe derivare un'estensione della platea dei possibili acquirenti anche a soggetti con minore capacità di investimento, circostanza di sicuro beneficio per la liquidità ed il *cashflow* del cedente.

Appare evidente come lo strumento in esame risulti caratterizzato dalla

²⁹Ossia il rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei crediti erogati.

³⁰Cfr. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, op. cit.

medesima *ratio* e preordinato alle stesse finalità degli ormai tradizionali processi di smobilizzo delle esposizioni deteriorate, ponendosi rispetto a questi non già in maniera alternativa bensì interconnessa, ben potendo la tokenizzazione delle NPE assolvere a una funzione di efficientamento delle operazioni di cartolarizzazione e/o di esternalizzazione dei crediti a gestori specializzati, consentendo una riduzione dei costi e una velocizzazione dei tempi di esecuzione.

Si consideri ora la peculiare ipotesi in un'azienda – al fine di saldare la sua esposizione nei confronti della banca – intenda trasferire un credito vantato nei confronti della P.A., esigenza di tutta evidenza alla luce dei ritardi con cui tali pagamenti vengono generalmente effettuati nonché del quadro normativo e regolamentare delineato in precedenza (v. *supra*).

Detta cessione, si è visto, presuppone come *conditio sine qua non* il rilascio della certificazione da parte della P.A. – che, ai sensi dell'art. 9, comma 3-*bis*, del D.L. 185/2008, deve avvenire entro il termine di 30 giorni dalla presentazione dell'istanza del creditore, maggiorato di ulteriori 50 giorni nel caso di intervento del commissario *ad acta* – nonché la forma di atto pubblico o di scrittura privata autenticata.

Tali vincoli sembrano, dunque, escludere la possibilità di una cessione dei crediti in parola in forma di *token* e per mezzo di una piattaforma informatica³¹.

Sul punto giova precisare, tuttavia, che un *security token* può conferire al suo titolare un diritto da esercitare nei confronti di chi lo ha generato o di terzi e che il diritto in questione potrebbe consistere non solo nella titolarità di un credito già esistente ma anche nel diritto di ricevere pagamenti futuri di importo predeterminato.

Ne consegue la possibilità, per il tramite di piattaforme specializzate, di generare dei *token* associati alle fatture emesse nei confronti della P.A. dai quali

³¹Fatta salva l'ipotesi, allo stato remota, in cui sia la P.A. stessa a generare i *token* e a consentirne la trasferibilità.

promana non già la titolarità del credito bensì – mediante regole automatizzate fissate in uno *smart contract* – il diritto dell’acquirente ad essere remunerato per un importo pari al valore dello stesso (o di una sua frazione, nel caso in cui l’esposizione sia stata parcellizzata in una pluralità di *token*) nel momento in cui il cedente riceve a sua volta il pagamento da parte dell’amministrazione statale³².

In tal modo il credito vantato nei confronti della P.A. non viene di fatto trasferito: non si concretizza una cessione che impone i vincoli, le restrizioni e le lungaggini di cui sopra. Ciò che il *token* genera è un nuovo diritto di credito, il cui soddisfacimento sarà condizionato al pagamento di quello originario.

Tale schema consentirebbe, dunque, al creditore della P.A. di ricavare dalla cessione del *token* (o dei *token*) liquidità immediata, ovviando alle tempistiche dell’*iter* burocratico previsto dal processo ordinario.

L’acquirente, d’altro canto, si vedrà riconosciuto il diritto ad essere remunerato per un importo pari al valore del credito originario (o di una sua frazione) non appena quest’ultimo sarà soddisfatto, con elevate probabilità di conseguire un guadagno dall’investimento effettuato.

Ai descritti benefici si aggiungono quelli derivanti dalle caratteristiche intrinseche della tecnologia *blockchain* – sulle quali i processi di tokenizzazione si basano – che garantiscono agli utenti elevati livelli di trasparenza circa le caratteristiche degli *asset* nonché di integrità, immutabilità e portabilità dei dati.

Tutte le informazioni relative agli *asset* digitalizzati e ai diritti loro connessi sono, infatti, incorporati nel *token* che li rappresenta e vengono trasferiti in uno con lo stesso: qualsiasi modifica apportata o documentazione aggiuntiva è registrata sulla *blockchain*.

³² www.blockchain4innovation.it.

8. Esaminato il funzionamento del processo di tokenizzazione e messe in evidenza le possibili modalità attuative di tale strumento nell'ambito delle operazioni di smobilizzo dei crediti deteriorati, occorre ora soffermarsi sull'analisi tesa all'individuazione degli operatori che potrebbero avere un concreto interesse nell'acquisto dei *token* associati alle esposizioni in parola e, al contempo, nella valorizzazione dei medesimi.

Com'è noto, ai fini di una compiuta adesione ai criteri di adeguatezza fissati dalle regole di Basilea, il quadro dispositivo comunitario ha indirizzato gli operatori del settore bancario verso una consistente riduzione dei crediti deteriorati nei loro bilanci, richiedendo una loro gestione entro tempi notevolmente inferiori a quelli che caratterizzano le dinamiche della nostra giustizia civile³³.

Nella fase immediatamente successiva alla crisi del 2007, la modalità più utilizzata per il perseguimento di tale obiettivo è stata quella delle operazioni di cartolarizzazione. In sintesi, lo schema di queste operazioni finanziarie – disciplinate nel nostro Paese dalla L. 130/1999 – prevede che l'ente creditizio ceda un pacchetto di NPL ad una SPV (*Special Purpose Vehicle*), la quale finanzia l'acquisto emettendo obbligazioni aventi come sottostante i crediti *target*, denominate ABS (*Asset Backed Securities*).

Tale processo condiziona inevitabilmente il prezzo di acquisto dei crediti *non performing* e, di conseguenza, i benefici per le banche. Le SPV operano, infatti, secondo logiche di mercato: per rendere appetibili le ABS agli investitori, esse prevedono interessi vantaggiosi, circostanza che spesso impone un'erosione del prezzo di acquisto degli NPL, costringendo così gli enti creditizi ad accettare significative percentuali di riduzione sul nominale dei crediti da essi

³³Cfr. LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, op. cit. Si evidenzia, inoltre, come le misure in discorso appaiono correlate dall'avvertita necessità di definire meccanismi operativi in grado di evitare, per il futuro, il ripetersi di squilibri sistemici. MIGLIONICO, *Crediti deteriorati. Regolazioni a confronto*, UTET Giuridica, Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano, 2018.

erogati³⁴.

Per queste ragioni gli studiosi e gli operatori di settore hanno, da un lato, ricercato e, dall'altro, proposto soluzioni alternative che, pur rispondendo alle medesime finalità cui sono preordinate le cartolarizzazioni, si differenziassero da queste sia sotto il profilo procedurale che, soprattutto, in termini di redditività per le banche cedenti.

In tale ottica, uno strumento efficace è stato individuato nella cessione di crediti *pro soluto* a fondi comuni di investimento.

Definito dall'art. 1, comma 1, lett. j), del TUF come «*l'OICR costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore*», il fondo comune di investimento è lo strumento mediante il quale una SGR³⁵ presta – secondo una politica di investimento predeterminata e definita nel “regolamento” – il servizio di gestione collettiva del risparmio raccolto nei confronti di una pluralità di investitori³⁶.

Dal momento che nel caso in esame (i.e. l'acquisto di crediti *pro soluto*) il patrimonio raccolto viene investito in *asset* di non immediata liquidabilità, è necessario che il fondo sia costituito in forma di OICR “chiuso”, alla cui

³⁴Cfr. CAPRIGLIONE, *Incidenza degli Npl sulla stabilità del sistema bancario*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2018, n. 3.

³⁵Il legittimo svolgimento dell'attività di gestione collettiva del risparmio da parte delle SGR è subordinato al rilascio di una preventiva autorizzazione e all'iscrizione in un apposito albo *ex artt.* 34 e 35 del TUF. Cfr. LEMMA, *Le società di gestione del risparmio (SGR)*, in “*Manuale di diritto bancario e finanziario*”, Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano, 2019. La disciplina applicabile si individua nel complesso dispositivo di cui al capo II del titolo terzo del testo unico della finanza (artt. 36 e seguenti del d.lgs. n. 58 del 1998), integrato da taluni provvedimenti di normazione secondaria (decreto MEF 5 marzo 2015 e provvedimento della Banca d'Italia 19 gennaio 2015). A monte, viene altresì in considerazione la direttiva 2011/61/CE (AIFMD) riguardante i gestori di fondi di investimento alternativi ovviamente coinvolti in tali operazioni, che sono condizionate dal regolare e corretto esercizio delle funzioni istituzionali di tali gestori. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2019, secondo suppl. al n. 2.

³⁶Sul punto cfr. ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio*, in “*Manuale di diritto bancario e finanziario*”, Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano, 2019, e LEMMA, *Le società di gestione del risparmio (SGR)*, in “*Manuale di diritto bancario e finanziario*”, *op. cit.*

partecipazione, quindi, non fa riscontro – prima della scadenza del fondo – il diritto di ottenere la restituzione del controvalore dell’investimento³⁷.

Ne deriva un fisiologico interesse del gestore del fondo non già alla soddisfazione di investitori che operano con intenti speculativi³⁸ bensì alla rivalutazione dei crediti acquistati attraverso una gestione attiva, preordinata a conseguire il guadagno dell’investitore.

Tale obiettivo è perseguito mediante la definizione di strategie gestionali atte a consentire margini di recupero dei crediti maggiori rispetto alle operazioni di cartolarizzazione; circostanza resa possibile dal fatto che, una volta fuoriuscito il credito dal patrimonio dell’ente creditizio, le sue sorti sono sottratte dell’ambito di incidenza delle regole di vigilanza prudenziale.

Ne deriva la possibilità per i gestori di ricorrere a «*forme di amministrazione attiva che, nel ridefinire i criteri di conduzione del rapporto giuridico da cui tale credito si origina, consentano al debitore di adempiere all’impegno assunto in modalità compatibili con le mutate condizioni dell’economia reale. [...] Da qui, l’agevole riscontro dell’idoneità della gestione collettiva a traghettare il valore dei crediti deteriorati dal presente al futuro, attraverso le tempistiche del piano di ammortamento che il gestore riuscirà a sviluppare insieme al debitore; ciò, al fine di estrarre valore dal credito stesso*»³⁹.

Dunque, la costituzione di “fondi di credito” – che, a differenza delle SPV, si finanziano in maniera indipendente dagli NPL, investendo per l’acquisto di questi il patrimonio raccolto nei confronti di una pluralità di investitori, e che hanno un diretto interesse nella rivalutazione degli *asset* senza, d’altro canto, soggiacere ai vincoli temporali cui sono sottoposti gli enti creditizi – determina anche una maggiore disponibilità contrattuale di questi ultimi nei confronti delle

³⁷Pur potendo sussistere la facoltà in capo al gestore di effettuare rimborsi in via anticipata, nell’interesse dei partecipanti stessi. Cfr. LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, op. cit.

³⁸Cfr. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, op. cit.

³⁹Cfr. LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, op. cit.

banche, che potranno quindi realizzare cessioni ad un prezzo meno distante dal valore di bilancio dei crediti rispetto a quello riscontrabile nelle cartolarizzazioni⁴⁰.

A ciò si aggiunga che la cessione *pro soluto* determina la cancellazione di un debito che è stato considerato di dubbia esigibilità, con la conseguenza che, laddove non sussistano in capo al debitore ulteriori elementi indicativi di rischio di inadempimento, l'ente creditizio potrà riclassificare la posizione del cliente in discorso e continuare ad intrattenere con quest'ultimo regolati rapporti di affari⁴¹.

Sulla scorta delle delineate caratteristiche strutturali e operative dei fondi comuni di investimento, si evidenzia come queste ben si prestano allo schema descritto in precedenza, ossia quello di un credito digitalizzato in forma di *token* che può essere acquistato (ai fini della sua valorizzazione) beneficiando delle ridotte tempistiche conseguenti agli implementati automatismi, della portabilità documentale e delle garanzie in termini di trasparenza proprie degli *smart contract* e della *blockchain*; aspetti, questi, di sicuro conforto per i menzionati vincoli prudenziali degli enti creditizi.

A tal fine non appare preclusiva la circostanza per cui – come precedentemente rappresentato – le fatture emesse nei confronti della P.A. possano essere associate a *token* dai quali non promana la titolarità del credito originario bensì il diritto dell'acquirente ad essere remunerato per un importo pari al valore dello stesso nel momento in cui il cedente riceve a sua volta il pagamento dall'originario debitore. Ciò in quanto il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha previsto – all'art. 4, comma 1, lett. e), del D.M. 30/2015 – che il patrimonio di un OICR può essere investito non solo in crediti ma anche in titoli

⁴⁰Cfr. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, op. cit. Analoghe considerazioni possono farsi anche con riferimento alla gestione degli NPL effettuata dalle SICAF, figure riconducibili agli OICR 'chiusi', strutturate in forma di società per azioni. Cfr. CAPRIGLIONE, *Incidenza degli Npl sulla stabilità del sistema bancario*, op. cit.

⁴¹Cfr. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, op. cit.

rappresentativi di crediti.

Tale schema consentirebbe, in definitiva, al gestore del fondo di destinare il patrimonio amministrato (o parte dello stesso) all'acquisto di *token* associati a fatture emesse nei confronti di un debitore – la P.A. – che, seppur con le descritte tempistiche, provvederà ai pagamenti, garantendo il guadagno degli investitori. D'altro canto, le aziende cedenti potranno beneficiare di immediata liquidità, circostanza che, in un contesto di crisi generalizzata, produrrebbe effetti positivi anche per le banche creditrici.

9. Jeroen van Oerle, *Portfolio Manager* fondo Global FinTech di Lombard Odier IM, ha evidenziato che: «*Le strategie azionarie o obbligazionarie, che ora si basano su quotazioni di titoli quotati in borsa, possono essere arricchite da token di obbligazioni o società non quotate. Questo porterà a delle modifiche in termini di gestione patrimoniale, perché finora i mercati del private debt e del private equity sono stati molto diversi dai mercati quotati. Come saranno i portafogli in futuro e chi analizzerà questi nuovi asset tokenizzati? Per quanto tempo le due cose coesisteranno? E ci sarà un incentivo per le aziende private a quotarsi su una borsa completamente regolamentata quando potranno raccogliere capitali e scambiare gli ownership claim sotto forma di token? Queste sono solo alcune delle tante domande a cui si avrà una risposta solo successivamente, quando questa tecnologia si diffonderà. [...] Le banche private sono ben posizionate per questo tipo di evoluzione del settore degli investimenti. Queste banche hanno clienti facoltosi che potrebbero voler rendere liquida una parte del loro patrimonio e possono utilizzare la banca come banca depositaria o come emittente. Allo stesso tempo, i clienti delle banche private puntano a diversificare il proprio patrimonio, mossa che può essere ottimizzata includendo token patrimoniali nei portafogli esistenti mediante l'utilizzo degli asset convalidati di altri clienti. [...] Portare sul mercato beni reali in una forma commerciabile dove tutti possono investire è qualcosa di abbastanza*

rivoluzionario sia in termini tecnologici che concettuali»⁴².

In realtà, pur essendo la tokenizzazione degli *asset* ancora agli albori, già possono annoverarsi esempi di concreta applicazione della tecnologia di cui trattasi in vari ambiti riguardanti, ad esempio, gli immobili, l'oro, l'arte, i beni di lusso e, appunto, gli NPL.

È notizia del 2 marzo 2020 che una SPV ha concordato con Unicredit l'acquisto di un credito *non performing* del valore di 4 milioni di euro, il cui sottostante è rappresentato da due immobili associati a *token* corredati da tutta la documentazione *ex lege* prevista⁴³.

In data 22 luglio 2020 una *start-up* pubblicizzava un'attività preordinata non solo sulla tokenizzazione di NPL ma anche alla generazione di *security token* associati a fatture emesse nei confronti della P.A.⁴⁴.

Più di recente, in data 13 gennaio 2021, era possibile leggere altre due notizie dal tenore affine. La prima è che Leasys (Gruppo FCA Bank) ha digitalizzato il processo di cessione degli NPL affidandosi ad una *start-up* che promuove un'attività preordinata ad aumentare la liquidità delle aziende clienti mediante la tokenizzazione dei crediti e sfruttando i descritti benefici offerti dalla *blockchain* e dagli *smart contract*⁴⁵. La seconda, invece, attiene a una società *servicer* di una SPV, la quale ha acquisito *pro soluto* un portafoglio di crediti del valore lordo complessivo di 12 milioni di euro tramite il processo di tokenizzazione effettuato attraverso una piattaforma, si legge, «*in grado di rappresentare il portafoglio sottostante su registro blockchain, permettendo la digitalizzazione del processo di compravendita, aumentandone notevolmente trasparenza ed efficienza*»⁴⁶.

Appare, dunque, evidente come l'attenzione degli operatori si stia

⁴²Cfr. VAN OERLE, *Chi può beneficiare della tokenizzazione degli asset*, op. cit.

⁴³Cfr. LOVERA, *Una blockchain immobiliare a garanzia del mercato Npl*, op. cit.

⁴⁴www.blockchain4innovation.it.

⁴⁵www.aziendabanca.it.

⁴⁶www.financecommunity.it.

canalizzando verso innovativi strumenti informatici in grado, tra le altre cose, di efficientare le operazioni di smobilizzo dei crediti deteriorati.

Pur trattandosi di opportunità ancora acerbe sul nostro mercato nonché prive di *standard* tecnologici e normativi a livello globale, la sensazione è che non tutte le potenzialità di tali strumenti siano già state esplose e, in futuro, non è escluso che gli enti creditizi possano addivenire modalità di gestione *in house* dei medesimi.

Si è in presenza di un fenomeno che, applicato al contesto bancario e finanziario, necessita quindi della previsione da parte dell'ordinamento di presidi per la tutela del risparmio, la stabilità dei prezzi e la promozione della concorrenza⁴⁷.

Francesco Scafuri

⁴⁷Cfr. LEMMA, *I fondi di NPL e UTP. Verso una gestione collettiva dei crediti deteriorati?*, *op. cit.*