

# RIVISTA ELETTRONICA DI DIRITTO, ECONOMIA, MANAGEMENT



Inquadra il QR-CODE  
per il download  
degli altri numeri  
della Rivista

**Numero 2 - 2020**

**LA FINANZA AI TEMPI DEL CORONAVIRUS**

**Numero per il decennale della Rivista elettronica di Diritto  
Economia Management (2010-2020) curato da Marco Sepe**

FONDATA E DIRETTA DA  
DONATO A. LIMONE

---

**Direttore responsabile**

Donato A. Limone

**Comitato scientifico**

Estanislao Arana García, Catedrático de Derecho administrativo de la Universidad de Granada (Spagna); Luca Attias (Direttore del Dipartimento per la trasformazione digitale, Presidenza del Consiglio dei Ministri); Piero Bergamini (Comitato Direttivo del Club degli Investitori di Torino); Angelo Borrelli (Direttore del Dipartimento della Protezione Civile, Presidenza del Consiglio dei Ministri); Francesco Capriglione (professore di diritto degli intermediari e dei mercati finanziari, Luiss, Roma); Enzo Chilelli (esperto di sanità e di informatica pubblica); Claudio Clemente (Banca d'Italia); Fabrizio D'Ascenzo (professore ordinario, preside della Facoltà di Economia, Università "La Sapienza"); Angelo Del Favero ("Health and Welfare School", Università degli Studi di Roma "Unitelma Sapienza"); Luigi Di Viggiano (Università del Salento; esperto di scienza dell'amministrazione digitale); Jorge Eduardo Douglas Price, ordinario di Teoria generale del diritto; Direttore del Centro di Studi Istituzionali Patagónico (CEIP), Facoltà di Giurisprudenza e Scienze Sociali dell'Università Nazionale di Comahue (Argentina); Vincenzo Mongillo (ordinario di diritto penale, Università degli studi di Roma, Unitelma Sapienza); Maria Rita Fiasco (consulente, Vice Presidente Assinform); Donato A. Limone (professore di informatica giuridica, direttore della Scuola Nazionale di Amministrazione Digitale – SNAD, Università degli Studi di Roma, Unitelma Sapienza); Andrea Lisi (Avvocato, docente ed esperto di Diritto dell'Informatica; Presidente di Anorc Professioni); Valerio Maio (ordinario di diritto del lavoro, Università degli Studi di Roma, Unitelma Sapienza); Mario Nobile (dirigente generale, responsabile della transizione digitale, Ministero delle infrastrutture e dei trasporti); Pier Luigi Petrillo (ordinario di diritto pubblico comparato, Università degli studi di Roma, Unitelma Sapienza); Nadezhda Nicolaevna Pokrovskaja, docente universitario presso Herzen State Pedagogical University of Russia e Peter the Great Saint-Petersburg Polytechnic University; Francesco Riccobono (ordinario di teoria generale del diritto, Università Federico II, Napoli); Sergio Sciarelli (professore di economia aziendale, Università Federico II, Napoli); Marco Sepe (ordinario di diritto dell'economia, Università degli studi di Roma, Unitelma Sapienza).

**Comitato di redazione**

Leonardo Bugiolacchi, Antonino Buscemi, Angelo Cappelli, Luca Caputo, Mario Carta, Claudia Ciampi, Giovanni Crea, Ersilia Crobe, Tiziana Croce, Wanda D'Avanzo, Sandro Di Minco, Paola Di Salvatore, Massimo Farina, Santo Gaetano, Paolo Galdieri, Edoardo Limone, Emanuele Limone, Marco Mancarella, Antonio Marrone, Alberto Naticchioni, Giulio Pascali, Gianpasquale Preite, Azzurra Rinaldi, Fabio Saponaro, Pasquale Sarnacchiaro, Sara Sergio, Franco Sciarretta, Irene Sigismondi, Angela Viola.

**Direzione e redazione**

Via Riccardo Grazioli Lante, 15 – 00195 Roma  
donato.limone@gmail.com

Gli articoli pubblicati nella rivista sono sottoposti ad una procedura di valutazione anonima. Gli articoli sottoposti alla rivista vanno spediti alla sede della redazione e saranno dati in lettura ai referees dei relativi settori scientifico disciplinari.

Anno X, n. 2/2020

ISSN 2039-4926

Autorizzazione del Tribunale civile di Roma N. 329/2010 del 5 agosto 2010

Editor ClioEdu

Roma - Lecce

*Tutti i diritti riservati.*

*È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.*

*La rivista è fruibile dal sito [www.clioedu.it](http://www.clioedu.it) gratuitamente.*

---

## INDICE

|   |     |
|---|-----|
| Il decennale della “Rivista elettronica di diritto economia management”<br>(2010-2020)<br><i>Donato A. Limone (fondatore e direttore della Rivista)</i> .....                         | 4   |
| Editoriale<br><i>Marco Sepe</i> .....   | 5   |
| Etica della finanza e sostenibilità economica<br><i>Francesco Capriglione</i> .....   | 12  |
| La finanza etica e sostenibile. Una panoramica sull’evoluzione normativa<br>italiana ed europea.<br><i>Stefania Santamaria</i> .....  | 26  |
| Gli interventi delle banche centrali sul mercato. Dalla regolazione al governo<br>dell’economia<br><i>Tamara Favaro</i> .....   | 38  |
| “Destructured banking” alla luce delle innovazioni recate dal regolamento (UE)<br>2019 e dalla Direttiva (EU) 2019/878 (CRD V)<br><i>Valerio Lemma</i> .....                          | 57  |
| Il ruolo della vigilanza bancaria nel fronteggiare i rischi legati alla pandemia da<br>Covid-19<br><i>Daniel Foà</i> .....  | 78  |
| Il trattamento prudenziale delle esposizioni beneficiarie di moratoria,<br>rifornimenti e garanzie pubbliche nel contrasto della crisi da COVID-19<br><i>Edoardo Cecchinato</i> ..... | 97  |
| L’attività finanziaria delle società di recupero crediti<br><i>Marco Sepe</i> .....   | 112 |

---

---

|  |     |
|--|-----|
| Il ruolo (di nuovo) anticiclico del BCC nell'emergenza Covid-19.<br>Prime riflessioni.<br><i>Giulia Rugolo</i> .....   | 126 |
| Intermediazione inefficiente. Sviluppo di un modello di definizione degli<br>obblighi di supervisione e responsabilità dell'intermediario finanziario nei<br>processi di Robo-advisory alla luce della teoria dei giochi e della teoria<br>economica dei contratti.<br><i>Antonio Davola</i> ..... | 149 |
| Robo Advisor e distanziamento sociale al tempo del lockdown<br><i>Rosanna Magliano</i> .....   | 170 |
| La digitalizzazione e l'Insurtech ai tempi del Covid-19<br><i>Silvia Mastantuono</i> .....   | 184 |
| Emergenza Covid-19: tra interventi per il mercato finanziario e bisogno<br>di semplicità per il cliente. Il virus accelera il FinTech e la necessità di<br>educazione finanziaria<br><i>Vittorio Mirra</i> .....   | 197 |
| Il Crowdfunding e gli ultimi sviluppi della disciplina sulla raccolta di capitali on-line<br><i>Francesco Affinito</i> .....   | 210 |
| L'utilizzo delle valute virtuali al tempo del Covid-19<br><i>Claudia Marasco</i> .....   | 226 |
| Il conto assicurativo e il diritto alla integrità della posizione assicurativa-<br>contributiva come bene patrimoniale e diritto soggettivo<br><i>Giuliana Tulino</i> .....  | 251 |
| Appunti sparsi sulle moratorie da "pandemia"<br><i>Raffaele Lener</i> .....  | 264 |
| La sospensione temporanea della disciplina sui finanziamenti anomali<br><i>Edoardo Manni</i> .....   | 274 |
| Assemblee societarie "a porte chiuse": quali indicazioni per il futuro?<br><i>Lorenzo Locci</i> .....  | 290 |
| Il neo-formalismo dei contratti finanziari alla prova del Covid<br><i>Gian Luca Greco</i> .....  | 306 |

---

|  |     |
|--|-----|
| Le novità in materia di appalti pubblici durante l'emergenza Covid-19                              |     |
| <i>Roberta Lo Conte</i> .....  | 322 |
| Non performing loans tra diritto interno e comunitario   |     |
| <i>Ciro Alessio Mauro</i> .....  | 331 |
| L'art. 55 del decreto legge n. 18 del 2020 "Cura Italia" tra vincoli europei e autonomia nazionale |     |
| <i>Mattia Midena</i> .....   | 354 |

---

# IL DECENNALE DELLA “RIVISTA ELETTRONICA DI DIRITTO ECONOMIA MANAGEMENT” (2010-2020)

**Donato A. Limone - *Fondatore e direttore della Rivista***

**L**a Rivista elettronica di diritto economia management nasce il 5 di agosto del 2010 con l’ autorizzazione del Tribunale civile di Roma N. 329/2010. Viene fondata da chi scrive con un duplice obiettivo così indicato nel primo numero della Rivista (2010): *“La “Rivista elettronica di Diritto, Economia, Management” è un periodico totalmente digitale, accessibile e fruibile gratuitamente, che ha lo scopo di trattare le diverse tematiche giuridiche, economiche e manageriali, relative a specifici argomenti monografici, con un approccio integrato e trasversale, di tipo comparato, in un contesto locale, nazionale, comunitario ed internazionale caratterizzato dalla società dell’informazione, dalla globalizzazione dei mercati, da processi innovativi di tipo manageriale ed organizzativo. La rivista ha anche la finalità di ospitare contributi di giovani studiosi che non avrebbero molte opportunità di pubblicare perché fuori da circuiti culturali ed accademici”*.

Dieci anni di continuo impegno scientifico e culturale, di numeri monografici particolarmente significativi, di edizioni multimediali. Le finalità sono state ampiamente raggiunte. Con grande soddisfazione da parte di chi scrive e con i più sentiti ringraziamenti per i componenti del Comitato scientifico, che da questo anno ha iniziato a caratterizzarsi come Comitato scientifico internazionale. Un ringraziamento particolare agli Autori che hanno scritto per la rivista in questi dieci anni assicurando, gratuitamente, qualità scientifica e continuità editoriale. Un ringraziamento alla società Clio SpA di Lecce che da sempre cura l’edizione elettronica della Rivista.

Il nuovo decennio si apre con un numero della Rivista dedicato alla finanza ai tempi del Coronavirus, ideato e curato da Marco Sepe, componente del Comitato scientifico della Rivista dalla sua fondazione.

In questo nuovo decennio la Rivista si occuperà (sempre con un approccio integrato e multidisciplinare) di scenari e tematiche che riguarderanno la formazione di nuovi “paradigmi” di vita, di economia, di politica. Un decennio di grandi trasformazioni che interesseranno in particolare il clima, l’ambiente, le risorse del pianeta, i sistemi produttivi, il lavoro e le professioni, i mercati, le istituzioni pubbliche, le relazioni tra mondo delle macchine intelligenti e gli umani, le relazioni internazionali. La Rivista seguirà e (perché no) “anticiperà” questi cambiamenti epocali (è lo scopo delle riviste con un comitato scientifico prestigioso come il nostro).

---

## EDITORIALE

### LA FINANZA AI TEMPI DEL CORONAVIRUS

**I**l presente numero, che vuole celebrare il decennale della Rivista elettronica di Diritto Economia e Management, raccoglie contributi di affermati accademici e di giovani studiosi, sulle ricadute che la pandemia da Covid 19 ha generato sul sistema economico-sociale, richiedendo al legislatore un poderoso ed articolato intervento sull'ordinamento economico e giuridico nazionale ed europeo.

La pandemia ha mostrato il ruolo determinate del diritto dell'economia e della finanza nella definizione dei rapporti economico-sociali e la regolazione pubblica emergenziale a sostegno dell'economia si è attivata con modalità, estensione e risorse senza precedenti, quantitativamente paragonabili a quelle dell'immediato secondo dopo guerra.

Quali e quante di queste regole emergenziali potranno, una volta passata la tempesta, essere sussunte a regime non è semplice preconizzare, vi è che indubbiamente fenomeni indotti dalla crisi sanitaria quali il "lock-down", il "distanziamento sociale", lo "smart-working" hanno profondamente mutato i comportamenti individuali e aumentato il tasso di alfabetizzazione informatica e digitalizzazione dei rapporti interpersonali, non solo nel campo lavorativo.

La centralità della "rete" e di "internet", se mai ve ne fosse stato bisogno, è emersa in tutta la sua poliedrica dimensione, e il rinfocolarsi delle discussioni sul controllo della tecnologia 5G e sui limiti e i rischi dei rapporti tra social-app e politica/società (non solo con riferimento al tema delle fake news), ne sono solo alcuni degli aspetti maggiormente eclatanti.

L'informatica e la digitalizzazione, quali acceleratori dei processi economici e sociali, hanno contribuito a una più rapida diffusione della crisi che si è autoalimentata anche attraverso una comunicazione non sempre univoca e che ha inciso in maniera determinante sulle aspettative economiche nonché attraverso i comportamenti dei governanti dei vari Paesi, oscillanti tra le ragioni dell'economia e della salute (prevalendo spesso le prime in presenza di vicine scadenze elettorali).

La politica continentale, con il varo del Next Generation EU, è comunque riuscita a non tradire il sogno europeo e, pur con limiti e temperamenti (finalizzati ad evitare comportamenti opportunistici) la logica solidaristica tra Stati, in presenza di una situazione di crisi economica simmetrica, si è spinta a rinvenire forme di mutualizzazione del debito sino a poco tempo fa impensabili.

Al legislatore nazionale è spettato compiere scelte non facili, talora estendendo al massimo l'interpretazione del dettato costituzionale o recuperando ex post il principio che riserva alla legge l'individuazione delle limitazioni alle libertà personali. L'aiuto all'economia e ai soggetti maggiormente colpiti dalla crisi si è realizzato at-

---

traverso una decretazione d'urgenza che ha provveduto alla "Cura", al "Sostegno" e al "Rilancio", del nostro Paese, con disposizioni che talora hanno "sospeso", talora hanno "innovato", talora hanno "introdotto" istituti e assetti giuridici ai suddetti scopi finalizzati.

Il volume presenta uno spaccato di tale interventi, con specifico riferimento al settore finanziario, muovendo dal tema della sostenibilità economica e della finanza etica (Capriglione, Santamaria) e dal ruolo ricoperto dalle banche centrali nel governo dell'economia (Favaro).

Seguono i contributi legati al ruolo della regolamentazione UE e della vigilanza bancaria nel fronteggiare i rischi legati alla pandemia (Lemma, Foà, Cecchinato) e al ruolo che taluni intermediari sono chiamati a rivestire al tempo della crisi (Sepe, Rugolo).

Specifica attenzione ai temi dell'intermediazione finanziaria e assicurativa nonché al progressivo e sempre più accelerato fenomeno della loro prestazione digitalizzata riservano taluni lavori (Davola, Magliano, Mastantuono, Mirra), cui si aggiungono le riflessioni sul crowd-funding (Affinito), sul ruolo e il futuro delle monete virtuali, sospese tra strumento di pagamento e strumento d'investimento (Marasco) e quelle relative al diritto alla integrità della posizione assicurativa-contributiva (Tulino).

Infine, rivolti alla puntuale analisi delle regole introdotte dalla decretazione d'urgenza, anche sotto il profilo civilistico, i contributi concernenti le moratorie da pandemia (Lener), la sospensione temporanea della disciplina sui finanziamenti soci anomali (Manni), le regole temporanee sulla tenuta delle assemblee societarie (Locci), il neo-formalismo dei contratti finanziari alla luce del distanziamento sociale imposto dalla pandemia (Greco), le novità in materia di appalti pubblici (Lo Conte) e la disciplina dei "non performing loans - NPLs" (Mauro), anche con particolare riferimento alla cessione di crediti "deteriorati" attraverso la trasformazione di una quota delle attività per imposte anticipate in credito d'imposta (Midena).

**Marco Sepe**

*Componente del Comitato  
scientifico della Rivista e curatore  
di questo numero*



---

## Autori di questo numero

### *Francesco Affinito*

Avvocato, iscritto all'Albo degli Avvocati di Roma. Laureato in Giurisprudenza presso l'Università "Luiss - Guido Carli" di Roma e in Economia presso l'Università degli studi di Roma "La Sapienza". Docente di Diritto dell'economia, Diritto bancario e finanziario e di Informatica giuridica. Co-titolare degli insegnamenti di Diritto bancario e finanziario presso l'Università degli studi di Roma "Unitelma Sapienza".

### *Francesco Capriglione*

Professore universitario e avvocato. Già ordinario di diritto dell'economia presso la Luiss-G. Carli di Roma è professore straordinario presso l'Univ. G. Marconi di Roma. È direttore del Master su 'Regolazione dell'attività e dei mercati finanziari' presso la Luiss- G. Carli. È direttore della rivista "Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia" e delle riviste internazionali "Law and Economics Yearly Review" e "Open Review of Management, Banking and Finance", edite rispettivamente dalla Queen Mary University of London e dalla Regent's University London - Centre for Banking and Finance. Fa parte dell'Editorial Board della rivista "European Business Law Review" ed è componente dell'Advisory Board della CCP Research Foundation della London School of Economics. È componente della giuria per l'assegnazione del premio internazionale "Pico della Mirandola".

### *Edoardo Cecchinato*

Laureato in giurisprudenza presso l'Università degli Studi di Padova, qui è attualmente assegnista di ricerca in diritto bancario sotto la supervisione del Professor Matteo De Poli. In particolare, la sua attività di ricerca riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi nel contesto del Meccanismo di Vigilanza Unico e la prevenzione delle crisi bancarie. È praticante avvocato presso Studio De Poli – Venezia, studio specializzato in diritto bancario e dei mercati finanziari, diritto societario e contrattualistica d'impresa.

### *Antonio Davola*

Assegnista di ricerca e professore a contratto all'Università Luiss Guido Carli di Roma e *Marie Skłodowska-Curie Fellow* presso l'Università di Amsterdam. È stato Allievo ordinario e dottore di ricerca presso la Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa, e ha conseguito il *Master of Laws* presso la *Yale Law School*. La sua ricerca si concentra sui rapporti tra diritto e tecnologia, con particolare attenzione alla tutela del consumatore e alla disciplina dell'innovazione nel settore bancario e finanziario.

---

*Tamara Favaro*

È dottore di ricerca in Diritto pubblico e dell'economia (Università di Pisa) e *Research Associate* presso il *Centre for Blockchain Technologies* della UCL (Londra). Abilitata alla professione di avvocato, è assegnista di ricerca in Diritto dell'economia presso il Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Pisa. Ha svolto periodi di formazione e ricerca presso le Università di Ginevra e di Londra. Le sue principali pubblicazioni vertono sul rapporto tra regolazione e nuove tecnologie (*blockchain*, *smart contracts* e valute digitali), diritto bancario, clausole sociali negli appalti pubblici, regolazione delle operazioni portuali, *smart cities*, rigenerazione urbana, regolazione dei servizi pubblici

*Daniel Foà*

Ha conseguito la laurea in Giurisprudenza *cum laude* presso l'Università degli Studi Roma Tre con una tesi in Diritto bancario ed è attualmente dottorando di ricerca in Diritto e Impresa presso l'Università LUISS Guido Carli. È, inoltre, cultore di Diritto pubblico dell'economia presso l'Università LUISS Guido Carli e di Diritto commerciale presso l'Università degli Studi Roma Tre. Autore di contributi in lingua italiana e inglese nelle materie del diritto commerciale, bancario e fallimentare.

*Gian Luca Greco*

È Ricercatore Senior (RTD-B) di Diritto dell'Economia e docente di "Integrazione Europea e Regolazione dei Mercati" presso l'Università Statale di Milano. Laurea in Scienze Economiche e Bancarie (con lode) e in Giurisprudenza (con lode). Dottorato di Ricerca in Legislazione e Diritto Bancario. Specializzazione in Discipline Bancarie. Avvocato e Dottore Commercialista. Ha lavorato per oltre quindici anni in primari gruppi bancari, con i ruoli di Responsabile dell'Ufficio Legale e del Servizio Compliance. Dal 2012 al 2015 membro dell'Arbitro Bancario Finanziario. Autore di oltre settanta pubblicazioni scientifiche, tra cui due monografie, articoli e saggi, con particolare attenzione ai temi della regolazione finanziaria, della corporate governance e dei contratti bancari e finanziari.

*Valerio Lemma*

È ordinario di diritto dell'economia nell'Università degli Studi G. Marconi di Roma. Laureato in Economia (Luiss, 2003) ed in Giurisprudenza (Luiss, 2006), ha conseguito il dottorato di ricerca in finanza di progetto (Luiss, 2010). Autore di quattro monografie e oltre cento saggi, affronta quotidianamente i profili regolamentari dell'attività bancaria, finanziaria e assicurativa.

*Raffaele Lener*

Professore ordinario dal 1994. Dal 1998 insegna diritto dei mercati finanziari e diritto commerciale nel Dipartimento di Giurisprudenza dell'università di Roma Tor Vergata. In precedenza ha insegnato nelle università di Perugia e Bari. Insegna anche diritto commerciale nella Luiss-Guido Carli dal 1994.

---

*Roberta Lo Conte*

Laureata in Giurisprudenza presso l'Università degli Studi di Roma La Sapienza, ha svolto il tirocinio forense presso l'Avvocatura Generale dello Stato. Avvocato, è dottoranda di ricerca in Diritto Pubblico dell'Economia presso la medesima Università, ove è impegnata nella ricerca e nello studio del diritto bancario e dei mercati finanziari, diritto societario, diritto fallimentare, diritto amministrativo (in particolare del settore degli appalti).

*Lorenzo Locci*

Ha conseguito la laurea magistrale in giurisprudenza *cum laude* nel novembre 2016 presso la Luiss Guido Carli presentando una tesi sulla riforma delle banche popolari. Nel marzo 2020 ha conseguito *cum laude* il Master universitario di II livello in "Regolazione dell'attività dei mercati finanziari" presso la Luiss Guido Carli presentando una tesi sui temi dell'informativa non finanziaria nelle società quotate. È dottorando di ricerca presso l'Università degli Studi Guglielmo Marconi di Roma, XXXV ciclo. È cultore della materia e assistente alla didattica in diverse Università. È iscritto all'albo degli avvocati dell'Ordine di Perugia dal 2019.

*Rosanna Magliano*

Ricercatore confermato in Diritto Commerciale presso il Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Roma "Tor Vergata". Svolge attività di docenza nell'Ateneo nell'ambito di corsi istituzionali e Master. La sua attività scientifica si incentra principalmente sull'impatto del diritto europeo sul diritto delle imprese e delle società e sull'analisi delle problematiche connesse alla finanziarizzazione del diritto societario.

*Edoardo Manni*

È avvocato e dottorando di ricerca in Mercati, Impresa e Consumatori presso il Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università di Roma Tre. Autore di articoli e contributi a volumi collettanei, anche in lingua inglese, in materia di diritto societario, è regolarmente invitato a tenere lezioni presso corsi universitari e post-universitari. Svolge la propria attività professionale nel dipartimento corporate/M&A dello studio Chiomenti.

*Claudia Marasco*

Ha conseguito cum laude la Laurea Magistrale in Giurisprudenza presso l'Università di Napoli Federico II ed è attualmente dottoranda di ricerca in "Diritto dei servizi nell'ordinamento italiano ed europeo" presso l'Università di Napoli Parthenope. È avvocato iscritto all'Albo professionale del Foro di Napoli.

*Silvia Mastantuono*

È dottoranda di ricerca presso l'Università degli Studi di Roma "Tor Vergata". Nel 2011 ha conseguito la laurea in Giurisprudenza, per poi proseguire la formazio-

---

ne partecipando nel 2013 al Master di II livello in “Diritto Privato europeo e della Cooperazione – Università degli Studi Sapienza – e nel 2014 al programma L.L.M presso la “Temple University” di Philadelphia. Ad oggi collabora e presta assistenza nel dipartimento legale e compliance del gruppo GBSAPRI S.p.A, primario broker di assicurazioni italiano.

*Ciro Alessio Mauro*

Professore Straordinario di diritto pubblico dell’economia presso l’Università Internazionale Telematica UniNettuno. È Avvocato del libero Foro di Roma in materia di diritto amministrativo, diritto privato e pubblico dell’economia. È stato Presidente di enti pubblici partecipati e di Commissioni per l’esame di abilitazione forense (Corte d’Appello di Roma).

*Mattia Midena*

Ha conseguito la Laurea Magistrale in Giurisprudenza presso l’Università degli Studi di Padova, ove ha ottenuto anche la Specializzazione per le Professioni Legali. Attualmente è dottorando di ricerca in Scienze Giuridiche presso l’Università degli Studi di Udine. È iscritto all’albo degli avvocati del Foro di Venezia.

*Vittorio Mirra*

Professore a contratto di Diritto dei mercati e degli intermediari finanziari - Corso progredito – Università LUISS Guido Carli. Ha conseguito il Ph.D. - Dottorato di ricerca in “Diritto ed impresa” presso l’Università LUISS Guido Carli. Dirigente c/o Banca Monte dei Paschi di Siena (Direzione Compliance - Responsabile Settore Mercati, Market Abuse, Conflict Management). Avvocato esperto in assistenza e consulenza giuridica nazionale ed internazionale. Già Public officer presso la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). In precedenza *associate* presso lo Studio Professionale Associato Baker & McKenzie.

*Giulia Rugolo*

Laureata in Giurisprudenza con lode nel 2010 presso l’Università di Messina è avvocato dal 2013 e ha collaborato con le cattedre di diritto commerciale e fallimentare e svolto periodi di formazione e studio in Germania. È Dottore di ricerca in diritto commerciale dal 2015 e assegnista di ricerca in diritto commerciale dal 2020 nel Dipartimento di Giurisprudenza dell’Università di Messina. Autrice di note a sentenza e saggi in materia di diritto delle società e di diritto della crisi d’impresa, pubblicati su primarie riviste scientifiche. Membro del comitato scientifico di importanti riviste e case editrici nazionali. Esercita la professione di avvocato nel campo della consulenza societaria, del contenzioso commerciale e fallimentare

*Stefania Santamaria*

Dottore di ricerca presso l’Università degli Studi di Napoli “Parthenope”, ha conseguito la laurea magistrale in giurisprudenza presso l’Università degli Studi di Napoli

---

“Federico II” ed il diploma di perfezionamento negli studi in diritto civile e societario per il concorso notarile presso la Scuola di Notariato dei Distretti Notarili della Campania “Fondazione Emanuele Casale” in Napoli. È iscritta all’Albo degli Avvocati di Nola. È autrice di alcuni articoli pubblicati su riviste nazionali ed internazionali.

*Marco Sepe*

Professore ordinario presso l’Università Unitelma Sapienza di Roma ove è titolare delle cattedre di Diritto dell’Economia, Diritto bancario e Diritto degli Intermediari finanziari; insegna anche Diritto pubblico dell’Economia presso la LUISS-Guido Carli. Già in Banca d’Italia e avvocato presso la Consulenza legale dell’UIC, è stato membro del Consiglio degli esperti dell’UIF e consulente del MEF. È notaio con studi in Roma ed Anzio e Presidente dell’OIV del Ministero della Salute.

*Giuliana Tulino*

Dottore di ricerca in Diritto Pubblico, Comparato e Internazionale - Curriculum Diritto Pubblico dell’Economia, nonché Specialista in Diritto ed Economia delle Comunità Europee, presso L’Università Sapienza di Roma. Già Funzionario presso il Ministero dell’Economia e delle Finanze - Ragioneria Generale dello Stato. Attualmente Funzionario presso l’Istituto Nazionale della Previdenza Sociale.

# ÉTICA DELLA FINANZA E SOSTENIBILITÀ ECONOMICA

Francesco Capriglione

**Abstract:** L'adeguamento dell'azione umana ai principi dell'etica promuove la costruzione di una nuova visione pluralistica del benessere che appare orientata a riconoscere modalità di utilizzo delle ricchezze del pianeta coerenti con la salvaguardia dei valori ambientali. In tale premessa viene in considerazione il riferimento alla sostenibilità, la cui immagine ha riguardo ad una sintonia dell'*agere* protesa ad assicurare stabili livelli nello sfruttamento delle risorse.

Consegue la necessaria integrazione tra la politica ambientale e quella economica, sì da pervenire ad un miglioramento relazionale ed alla riduzione delle diseguaglianze. Se ne deduce altresì una chiara responsabilità dell'uomo nell'«amministrazione ordinata ed oculata dell'ambiente in relazione alla necessaria conservazione dei processi di riproducibilità nelle risorse». Ciò implica in primo luogo ricerca di un nuovo rapporto tra 'etica e finanza' caratterizzato dal superamento degli utilitarismi, dal perseguimento di livelli crescenti di profitto a vantaggio di pochi, da uno sfruttamento dei beni e delle risorse comuni senza alcuna preoccupazione della sorte delle generazioni comuni.

The adaptation of human action to the principles of ethics promotes the construction of a new pluralistic vision of well-being that appears to be oriented towards recognizing ways of using the planet's riches consistent with the protection of environmental values. In this premise, the reference to sustainability is taken into consideration, the image of which concerns a harmony of the agency aimed at ensuring stable levels in the exploitation of resources.

The necessary integration between environmental and economic policies is achieved, so as to achieve a relational improvement and the reduction of inequalities. It also deduces a clear responsibility of man in the "orderly and prudent administration of the environment in relation to the necessary conservation of the processes of reproducibility in resources". This implies in the first place the search for a new relationship between 'ethics and finance' characterized by the overcoming of utilitarianisms, by the pursuit of increasing levels of profit for the benefit of a few, by an exploitation of common goods and resources without any concern for the fate of common generations.

**Parole chiave:** Etica - Finanza - Covid 19 - Sostenibilità - Economia - Sviluppo

**Sommario:** 1. L'etica della finanza...- 2. *Segue*:...e la *sostenibilità* nella realtà economica. - 3. Le criticità del processo industriale (mutamenti climatici, inquinamento, ecc.)... - 4 *Segue*: ...l'esigenza di una finanza sostenibile...- 5. Conclusioni.

---

## 1. L'etica della finanza...

Il tema dell'etica nella finanza ha, fin da tempi lontani, interessato gli studiosi della materia bancaria e, in particolare, del diritto dell'economia i quali si sono interrogati sulla possibilità di ricondurre l'esercizio dell'attività finanziaria ad un complesso valoriale in grado di superare gli *utilitarismi* che spesso ne connotano l'essenza.

L'apertura a tale analisi si è focalizzata, in primo luogo, sulla individuazione della funzione dell'etica, all'uopo evidenziando che questa ultima consente di identificare i criteri fondanti di ogni corretta pratica comportamentale, riconducendola a principi avvertiti come cogenti. Vengono, pertanto, in considerazione i canoni di un *modus operandi* nel quale la gestione della propria libertà e la cura dei propri interessi non va disgiunta dal rispetto per gli altri; donde l'esigenza di evitare ogni forma di sopraffazione di coloro con i quali si intrattengono relazioni d'affari. Ne consegue che l'etica assurge a criterio interpretativo dell'esistenza umana, da intendere come *legge fondamentale della convivenza* e qualificato da un carattere universale riveniente dall'uso di metodi razionali, che richiamano in via generale i principi del diritto naturale.<sup>1</sup>

La riflessione storico filosofica nei tempi antichi ha approfondito il fondamento ideologico dell'etica, puntualizzando al riguardo la «funzione assiologica» della ragione<sup>2</sup>; ciò, sottolineandone i limiti derivanti dal *relativismo* implicito in ogni costruzione minata dalla difficoltà di storicizzare i contenuti della *morale*.<sup>3</sup> Ed invero, molteplici e variegate sono le modalità con cui, in luoghi e comunità diverse, trovano espressione le regole comportamentali. A ben considerare, sussiste un amplissimo divario tra le concezioni individualistiche che esaltano la *virtù* come attività umana e civile e l'assolutezza della legge morale nell'etica kantiana (caratterizzata dalla determinazione di ciò che si deve o non si deve fare).

Se ne deduce che l'etica, per quanto in grado di condizionare le scelte a base dell'*agere* umano, svolge il suo ruolo in modalità non uniformi, nonostante il carattere universale delle sue regole. Ad essa va, comunque, riconosciuta una funzione equilibratrice, la quale - in relazione alle sue finalità ordinatorie - reca un indiscusso contributo allo sviluppo sociale ed economico; ciò non solo evitando che questo avvenga a danno

---

<sup>1</sup> Sull'argomento si fa rinvio al classico lavoro di MOORE, *Principia Ethica*, Cambridge, 1903; alle riflessioni di ADKINS, *La morale dei greci da Omero ad Aristotele*, tradotto da Ambrosini, Bari, 1987 e, più recentemente, di CREMASCHI, *L'etica del novecento dopo Nietzsche*, Roma, 2005.

<sup>2</sup> Significativa nel pensiero del mondo antico (che pone la razionalità a base della morale) è quella socratica nella quale *l'universale etico* si fonda sui concetti con cui si regolano e giudicano le azioni. Per converso, la dottrina platonica, ipotizzando un ideale sistema piramidale, assegna ad un *elite* di saggi la scelta dei «modelli dettati dalle giuste soluzioni dei problemi personali e sociali»; infine la scuola aristotelica puntualizza che il principio dell'azione non può esistere senza intelletto e razionalità, né «senza disposizione etica... (per cui) ... nell'azione non vi può essere la buona condotta e il suo contrario senza la razionalità e il costume», cfr. in argomento BERLIN, *Sulla ricerca dell'ideale*, in AA.VV., *La dimensione etica nelle società contemporanee*, Torino, 1990, p. 6.

<sup>3</sup> Cfr., tra gli altri, PERRONE, *Storia del pensiero filosofico*, Torino, 1975, vol. I, p. 54; MUSTI, *Democrazia. Origini di un'idea*, Bari, 1995; CIOFFI, *I filosofi e le idee*, Milano, 2005, vol. I, p. 129.



---

di alcune categorie soggettive, ma preoccupandosi di tutelare l'interesse generale al raggiungimento di determinati livelli di crescita<sup>4</sup>. Si addiucine, in tal modo, ad una «concezione innovativa del rapporto tra razionalità economica ed etica dell'azione, tra sviluppo dell'impresa e scienze moderne»<sup>5</sup>.

Sulla base di quanto precede può dirsi che l'adeguamento dell'azione umana ai principi dell'etica promuove la costruzione di una nuova visione pluralistica del benessere che appare orientata a riconoscere vuoi modalità di utilizzo delle ricchezze del pianeta coerenti con la salvaguardia dei valori ambientali, vuoi un adeguato spazio a forme di equilibrio tra produzione e profitto, da un lato, pari dignità e solidarietà, dall'altro<sup>6</sup>.

Consegue l'esigenza di prestare adeguata cura alla realizzazione di forme e tecniche di produzione che consentano lo sviluppo integrale dell'uomo, nonché di ricercare una finanza che sappia orientare le scelte imprenditoriali in modalità che contribuiscano all'affermazione di un'economia nella quale la logica dell'interesse si contemperisca e si equilibri con quella della solidarietà, indispensabile presupposto per la costruzione di una realtà fondata sulla comunanza di diritti e di doveri.

Nel presente la eticità dei comportamenti nella finanza deve allargare il proprio ambito esplicativo, per conformarsi ai cambiamenti della realtà socio economica di riferimento. Essa deve coniugarsi, infatti, con altre essenze valoriali che ne consentano un'estensione più ampia, volta a ricomprendere non solo la possibilità di una sua applicazione in linea con la globalizzazione dei rapporti finanziari, bensì a rendere la sua azione adeguata al fine di supportare, con nuove forme di salvaguardia, i diritti della persona.

Ciò favorendo l'orientamento verso una nuova concezione dell'impresa la cui funzione non si esaurisca nel conseguimento del massimo profitto, ma si estenda anche alla «creazione durevole di valore, in termini di produzione e di equa distribuzione della ricchezza verso la collettività...., prestando particolare attenzione alle risorse umane e all'ambiente naturale»<sup>7</sup>. Si addiucine, per tal via, al superamento di ogni processo di sviluppo *non ponderato* sui bisogni della società civile, essendo volto ad un profitto che non rispetta le esigenze e gli interessi generali.

Il richiamo ai limiti etici della razionalità strumentale ci sembrano particolarmente opportuni in un periodo in cui voci importanti della teoria sociale contemporanea

---

<sup>4</sup> Risulta, altresì, chiara la ragione per cui, allorché l'etica trova radicamento in un'ideologia religiosa, l'osservanza delle relative prescrizioni assume un rilievo particolare, derivato dall'interiore convincimento di corrispondere ad un «comando» divino. È il raccordo del principio regolatore ad un fondamento metafisico, alla trascendenza propria di un «credo» religioso ciò che conferisce al medesimo una giustificazione che va oltre il razionale convincimento della doverosità di determinati comportamenti; cfr. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e finanza etica*, Bari, 1997, p. 19 ss.

<sup>5</sup> Così il Cardinale RUINI, *Presentazione* a AA.VV., *Finanza impresa e nuovo umanesimo*, Bari, 2007, p. 9.

<sup>6</sup> Cfr. IANNARELLI, *La tutela dell'ambiente e lo sviluppo sostenibile tra diritto dell'economia e valori supremi*, in AA.VV., *Giovanni Paolo II. Le vie della giustizia. Itinerari per il terzo millennio*, a cura di Loiodice e Vari, cit., p. 660; BOTTA, *Della globalizzazione, dello sviluppo sostenibile e degli altri giochi possibili*, Bari, 2001; LOMONACO, *Sviluppo sostenibile e difesa dei diritti umani*, Roma, 2004.

<sup>7</sup> Così CARRASSI, *Aspetti etico-sociali in economia aziendale*, Bari, 2004, p. 5.



---

radicalizzano l'impostazione funzionalista, arrivando ad affermare l'inapplicabilità del paradigma etico alla società globale. Significativa al riguardo è la tesi di Niklas Luhmann secondo cui il codice morale non è applicabile ai sistemi funzionali, che hanno un proprio specifico criterio binario di valutazione, diverso da quello della morale; per cui non è possibile l'integrazione di essi nella società globale sulla base dei canoni di quest'ultima<sup>8</sup>.

Una narrazione critica di tal genere appare contraria, a mio avviso, ad ogni orientamento che interpreti il *postmoderno* in senso non decostruttivo ma di conciliazione. È in tale direzione, invece, che deve essere ricercata la possibilità di superare la tradizionale separazione tra etica ed economia al fine di pervenire ad un'integrazione tra le relative «problematiche verso una economia etica ed una etica economica», come tiene a sottolineare il filosofo tedesco Peter Koslovski<sup>9</sup>.

Ne consegue che l'etica incide sullo stesso funzionamento del mercato, che richiede fiducia, credibilità e affidabilità nel rispetto degli impegni assunti. Essa, come è stato osservato, identifica una componente basilare dell'attività di produzione di scambio, della competizione;<sup>10</sup> ciò in quanto solo accettando l'idea di un'etica necessaria per la stessa realtà del mercato diviene ipotizzabile il superamento di scopi egoistici nello svolgimento dell'attività finanziaria e, conseguentemente, si riesce a giustificare il profitto (che nel delineato contesto assurge a movente di un'azione di rilevanza sociale). In tale ordine logico, si comprende come «l'etica sta in parte sopperendo alle gravi lacune di regolamentazione e al grave *deficit* di democrazia delle istituzioni economiche globali»; tesi che ad essa riconduce il principio e la prassi della responsabilità, «responsabilità verso gli altri abitanti del pianeta, verso le generazioni future»<sup>11</sup>.

---

<sup>8</sup> Cfr. *ex multis* il noto lavoro *Il paradigma perduto*, tr. it. di S. Rodeschini, Roma 2005, in particolare p.50, ove si ribadisce che il 'paradigma morale' è, per l'appunto, quello *perduto* dal punto di vista dell'analisi sociale, in quanto il codice binario di bene e male può essere applicato solo alle persone ed esprime la stima o disistima del loro comportamento. È una tesi che legittima il dubbio che Luhmann indica: una via sociologica di tipo funzionale per andare al di là del bene e del male secondo il programma di Nietzsche.

<sup>9</sup> Cfr. l'opera *Prinzipien der Ethischen Ökonomie. Grundlegung der Wirtschaftsethik und der auf die Ökonomie bezogenen Ethik*, Tübingen 1988, p. 18.

<sup>10</sup> Cfr. FAZIO, *Discorso* tenuto nell'Abazia Benedettina di S.Vincenzo al Volturno, 7 ottobre 2000, pp. 9 -10, della bozza di stampa.

<sup>11</sup> Cfr., in più ampio spettro, CONTE G, *I nuovi paradigmi della ricerca giuridica ed economica nell'epoca della globalizzazione*, in AA.VV., *Finanza impresa e nuovo umanesimo*, Bari, 2007, p. 162,

---

## 2. Segue: ...e la sostenibilità nella realtà economica

È in tale premessa che viene in considerazione il riferimento alla sostenibilità, la cui immagine ha riguardo ad una sintonia dell'*agere* protesa ad assicurare stabili livelli nello sfruttamento delle risorse. Da qui la necessità di evitare possibili intemperanze al riguardo, dalle quali potrebbero derivare dannose implicazioni vuoi nella conservazione dell'ambiente, vuoi nel mantenimento di situazioni sociali ed economiche in razionale equilibrio.

Risulta evidente come la sostenibilità assurga a fattore primario di uno sviluppo mirato a valorizzare il potenziale dei sistemi economico finanziari, evitando gli effetti degenerativi di politiche d'investimento che, allo scopo d'incrementare il livello del profitto, sono incuranti delle esigenze degli uomini sui quali impatta la loro azione e, dunque, poco rispettose della dignità di questi ultimi. Valutata in tale accezione, la sostenibilità evidenzia un indissolubile legame con l'etica in quanto attiene essenzialmente alle scelte che sono alla base di ogni programma di sviluppo compatibile con le esigenze della collettività, imponendo che gli investimenti produttivi siano correlati al rispetto della persona e, dunque, alla predisposizione di condizioni di vita sociale conformi a consolidati principi di etica.

Ne consegue che l'*agere economicus* - nel presentare una continua interrelazione con «il bisogno di eticità», vuoi nel settore dell'impresa che in quello della finanza<sup>12</sup> - deve essere orientato alla sostenibilità affinché l'attività svolta segni l'affermazione di linee comportamentali solidaristiche che esprimano unitarietà d'intenti e coesione. È questa la via da seguire per l'avvento di un 'nuovo umanesimo', *humus* fecondo per il riconoscimento, nel tessuto economico e finanziario, di valori morali che storicamente sono legati al rispetto dei diritti e della dignità degli uomini<sup>13</sup>.

Pertanto la sostenibilità è portatrice di interventi che propongono uno sviluppo economico volto a contrastare la perdita di biodiversità, ad impedire incontrollati cambiamenti climatici e le connesse alterazioni degli ecosistemi. È evidente come nelle citate proposizioni operative si assume l'interdipendenza tra gli uomini a presupposto di attività che tutelino la dignità di questi, evitando che la cultura del profitto prenda il sopravvento e, dunque, si addivenga ad un eccessivo sfruttamento delle risorse, ad inquinamenti di vario tipo, ad uno sconsiderato utilizzo/abuso della natura.

Sotto altro profilo, va tenuto presente che la fruibilità di un ambiente adeguato per lo sviluppo è *condizione indispensabile* per procedere ad una qualsivoglia ipotesi ricostruttiva della logica democratica che riconosca e rispetti i diritti (presenti e futuri) degli appartenenti ad una collettività. Ne consegue l'esigenza di uno sviluppo sostenibile che si svolga sulla base di «adeguati ed efficaci schemi quantitativi, di metodologie di conduzione d'impresa che consentano un'adeguata valutazione e

---

<sup>12</sup> Cfr. SEPE, *Impresa e finanza tra etica e diritto*, in AA.VV., *Finanza impresa e nuovo umanesimo*, cit., p. 45.

<sup>13</sup> Cfr. Cfr. ARROW, *Gli obblighi etici del mercato*, in Atti della Conferenza su "Economia ed etica", organiz. da Nemetria, Foligno, 1993, pubbl. in *L'impresa*, suppl. al n. 1 del 1994.

---

gestione dei rischi<sup>14</sup>; è evidente come, inquadrata in tale ambito concettuale, la sostenibilità diviene presupposto per la creazione di valore e, dunque, per assicurare la realizzazione di un'autentica democrazia, che non sia fondata sul sacrificio delle persone<sup>15</sup>. Non a caso in dottrina si è evidenziato che un'impresa "crea valore" se riesce a combinare gli elementi che integrano i suoi profili funzionali (efficienza, remunerazione del capitale, ecc.) con «una condotta etica rispettosa della legalità, dei diritti umani e del contesto ambientale»<sup>16</sup>.

A ben considerare, lo sviluppo sostenibile appare riconducibile ai principi fondanti della costituzione economica degli Stati moderni; e, come acutamente è stato sottolineato, per quanto concerne il nostro Paese tale principio trova puntuale riscontro in alcune disposizioni della Costituzione italiana (artt. 2, 9, 32, 41) nelle quali il riconoscimento della funzione sociale trova compendio nei valori tutelati<sup>17</sup>. È di tutta evidenza la centralità ascrivibile, in tale contesto, al binomio solidarietà/sostenibilità; quest'ultimo è, infatti, destinato a garantire che pericolose alleanze tra logica di mercato e moderna tecnologia non si risolvano a danno delle condizioni ambientali necessarie ad assicurare livelli essenziali di vita.

S'individua, in tal modo, il criterio ordinatore cui deve conformarsi l'avvio di attività che, per essere preordinate all'«imperativo della decrescita delle ineguaglianze»<sup>18</sup>, assolvono ad una funzione sociale. Più in generale, il menzionato legame tra etica e sostenibilità diviene centrale ai fini di una riformulazione del rapporto tra economia, diritto e morale sociale<sup>19</sup>, conferendo concretezza di contenuti ai doveri fondamentali sanciti nell'art. 2 della nostra Costituzione, ove si rinviene l'espressa previsione dei cardini sottesi alla costruzione sistemica che essa ha realizzato<sup>20</sup>.

Naturalmente, nel tempo si sono succedute variegate definizioni della sostenibilità che ne hanno ora ampliato ora ristretto il contenuto rispetto a quello originario. Quest'ultimo ha finito spesso col subire distorsioni per essere adattato a finalità

---

<sup>14</sup> Così MASERA R., *L'impresa e la creazione di valore*, in AA.VV., *Finanza impresa e nuovo umanesimo*, cit. p. 70.

<sup>15</sup> Al riguardo rileva la considerazione formulata in dottrina secondo cui la massimizzazione della creazione di valore non può essere ottenuta se si ignorano o si misurano in maniera inappropriata gli interessi dei diversi *stakeholder*; cfr. MASERA- MAZZONI, *Creazione di valore per gli shareholders e gli stakeholders: una fondazione analitica dei principali indicatori di valore*, in *Moneta e credito*, vol. LIX, n. 236, dicembre 2006, p. 334.

<sup>16</sup> Cfr. MASERA, *L'impresa e la creazione di valore*, cit., p. 81.

<sup>17</sup> Cfr. PEPE, *Lo sviluppo sostenibile tra diritto internazionale e diritto interno*, in *Riv. giur. ambiente*, 2002, p. 209 ss, in particolare p. 238.

<sup>18</sup> Così FITOUSSI, *La nuova ecologia politica*, Milano, 2009, p. 76, il quale richiama al riguardo le tesi di John Stuart Mill che tende ad identificare le linee di tendenza della società in un percorso di progressione economica.

<sup>19</sup> Cfr. OPPO, *Diritto privato e interessi pubblici*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, p. 25 ss.

<sup>20</sup> Cfr. LIPARI, *La cultura della solidarietà nella costituzione italiana*, in *Parlamento*, 1989, n. 12, p. 17 ss; PAIARDI, *La cultura della legalità*, in *Nomos*, 1991, p. 35 ss. In argomento, cfr. anche l'analisi di FELICE, *L'economia sociale di mercato*, Cosenza, 2009, ove il dibattito sulla solidarietà nel mercato viene ricondotto ad una nuova formula d'organizzazione economico sociale che risale ai principi fondanti della democrazia tedesca.

---

della politica ovvero al governo degli affari e, dunque, alla proposizione di una configurabilità volta a conseguire forme d'incremento del profitto. Pertanto, può dirsi che permangono talune incertezze in ordine all'identificazione della portata funzionale della sostenibilità. Ciò non esclude la possibilità di compendiarne l'essenza in un processo dinamico nel quale gli investimenti (assecondati dallo sviluppo tecnologico e dal cambiamento istituzionale) non possono essere orientati ad uno sfruttamento delle risorse che vada oltre i *limiti ambientali* ovvero che travalichino il 'principio di precauzione', come definito nella 'Dichiarazione di Rio' del 1992<sup>21</sup>. Da qui il 'principio guida' che è a fondamento della sostenibilità, il quale va identificato in una corretta gestione delle risorse attraverso analisi volte ad un utilizzo ecocompatibile delle medesime, imponendo obblighi di protezione verso l'ambiente e la natura<sup>22</sup>. In tale contesto, la crescita viene ricondotta ad un processo che, pur essendo mirato alla soddisfazione dei bisogni presenti, non sconfini in ambiti che, sul piano delle concretezze, finiscono con l'erodere beni comuni (e, in primo luogo, la realtà ambientale) sottraendoli alla possibile fruizione della collettività e delle generazioni future.

Ciò posto, È evidente, altresì, come la sostenibilità rilevi sul piano socio ecologico assumendo a elemento catalizzatore per una convergenza di interessi verso un obiettivo comune: preservare le funzioni essenziali dell'ecosistema, distribuire le risorse in modalità più eque e provvedere al benessere delle generazioni future. Essa si pone a base, quindi, del paradigma di una nuova forma di convivenza nella quale l'obiettivo del profitto (da conquistare ad ogni costo) trova un equo temperamento nella adozione di regole e garanzie per migliorare la qualità della vita umana. Ne consegue la ricerca di un modello tipologico dell'*agere* nel quale il rapporto dell'uomo con i beni della natura divenga espressione di valori che facciano «riemergere il tema dell'armonia dell'uomo col mondo»<sup>23</sup>.

Da qui la necessaria integrazione tra la politica ambientale e quella economica, sì da pervenire ad un miglioramento relazionale ed alla riduzione delle diseguaglianze. In tale contesto si comprende, altresì, l'importanza della sostenibilità sul piano teleologico: essa ascrive centralità alla questione ecologica nella cultura contemporanea ed implica il coinvolgimento della collettività dell'intero pianeta nei processi decisionali riguardanti il clima, l'inquinamento, l'ambiente, la sanità, ecc. A tali valori comuni vanno correlate le forme di sviluppo - realizzate col concorso di molteplici rami delle scienze tecniche, quali ad esempio l'ingegneria, l'informatica,

---

<sup>21</sup> A seguito della *Conferenza sull'ambiente*, tenutasi a Rio de Janeiro nel 1992, venne sottoscritta dalle delegazioni dei paesi partecipanti detta dichiarazione nella quale vennero fissati criteri (non impegnativi) riguardanti le responsabilità ed i diritti degli Stati nell'associare le esigenze dello sviluppo con quelle della salvaguardia ambientale.

<sup>22</sup> Cfr. tra gli altri CORDONIER SEGGER - KHALFAN, *Sustainable Development Law. Principles, Practices and Prospects*, Oxford Univ. Press, 2006; LA CAMERA, *Sviluppo sostenibile. Origini, teoria e pratica*, Roma, 2005; CROSETTI - FERRARA - FRACCHIA - OLIVETTI RASON, *Diritto dell'ambiente*, Roma-Bari, 2008.

<sup>23</sup> Cfr. CORDINI, *Uomo, diritto, ambiente*, in AA.VV., *Giovanni Paolo II Le vie della giustizia. Itinerari per il terzo millennio*, Roma 2003, p. 647.

---

la chimica, la biologia - finalizzate ad assicurare risultati economici rispondenti a puntuali indicazioni di scelte sociali che si prefiggono la salvaguardia di un progresso privo di conseguenze alienanti.

Da quanto precede si evince che la sostenibilità assolve ad una funzione sostanzialmente etica; come si è avuto modo di evidenziare, essa consente infatti di evitare, soprattutto in ambito finanziario, l'impatto negativo di incontrollate azioni, ispirate a un fondamento utilitaristico e, dunque, destinate ad incidere negativamente sull'equilibrio naturale rinvenibile nell'ecosistema.

### **3. Le criticità del processo industriale (mutamenti climatici, inquinamento, ecc.)...**

Il percorso verso la meta dello sviluppo sostenibile deve fare i conti con un *agere* economico che - come si è dianzi anticipato - talora, anziché essere improntato a principi di equilibrio ed equità, si rivela proteso verso una linea di condotta orientata in via prevalente al profitto; all'uopo avvalendosi vuoi delle asimmetrie del mercato, vuoi dei condizionamenti di vario genere che spesso mettono in posizione di chiara debolezza alcuni operatori.

Ne consegue che il raggiungimento del menzionato obiettivo costituisce spesso una sfida sociale che coinvolge alcuni rami della scienza giuridica (*i.e.* industriale, commerciale, internazionale, etc.) e di quella economico finanziaria (*i.e.* fiscalità). Sicchè, l'analisi deve, tra l'altro, aver riguardo (*i*) alla definizione di complessi urbanistici coerenti con l'assetto territoriale, (*ii*) alla progettazione di trasporti opportunamente raccordati alla rete stradale, nonché (*iii*) alla formazione di razionali piani di espansione contrari alle aberrazioni della speculazione edilizia.

Naturalmente, nel delineato contesto logico, va riconosciuta peculiare centralità alla cura da riservare all'ecosistema, cui - com'è noto - è legata la sopravvivenza della specie umana; donde l'impegno ad evitare che si determinino forme di inquinamento ambientale ovvero criticità di altro genere che possano incidere negativamente sulla gestione delle risorse naturali e sulla tutela dell'ambiente.

Al riguardo, è bene far presente che l'intento di realizzare processi produttivi economicamente convenienti si rivela spesso incurante delle modalità di selezione dei medesimi, per cui si assiste ad opzioni che, per massimizzare la produzione a parità di costi, trascurano qualsivoglia forma di raccordo operativo con le condizioni ambientali ovvero con la predisposizione di misure antinquinamento e con analisi di biocompatibilità. In altri termini, la logica del profitto, svincolata da ogni valutazione etica, finisce col tener conto soltanto dei possibili effetti positivi del processo produttivo che si verificano nel breve termine; ciò omettendo di considerare che talune forme tecniche, ad essa conformate, possono risolversi a danno vuoi di coloro che utilizzano (*rectius*: adoperano) determinati impianti, vuoi delle popolazioni che

---

sono costrette a subire l'inquinamento atmosferico (o di altra natura) che per tal via si produce.

Sono evidenti le implicazioni negative della mancata attivazione di misure che consentano di valutare la sicurezza ambientale di lungo periodo avendo riguardo ai materiali utilizzati in ambito industriale (quali polimeri per *food packaging*, micro/nano-particelle come additivi per alimenti o in ambito cosmetico, ovvero materiali di dubbia biocompatibilità in ambito medico). Da essa discendono inevitabilmente significativi squilibri, connessi al mancato rispetto dell'integrità e dei ritmi della natura, che impediscono uno sviluppo sostenibile. Se ne deduce che le scelte economiche, per quanto convenienti, non potranno prescindere dall'adozione di misure che riducono l'impatto negativo dell'uomo sull'ambiente; donde l'opportunità di far ricorso ad una gestione delle risorse fondata su sistemi di informatica verde, nonché sulla revisione e riorganizzazione dei settori d'intervento, avendo altresì riguardo a prassi operative che utilizzano nuove tecnologie (quale, ad esempio, l'energia rinnovabile)<sup>24</sup>.

Su un piano più generale, una maggiore consapevolezza dei limiti delle risorse disponibili determina una giusta «preoccupazione ecologica» - nel 1987 rappresentata dal Papa Giovanni Paolo II nell'enciclica *Sollicitudo rei socialis* e più di recente ribadita da Papa Francesco nell'enciclica *Laudato si* - nella quale si evidenzia la crescente sensibilità sociale per la qualità della vita da svolgere in un ambiente ecologicamente sano.

Da qui una chiara responsabilità dell'uomo nell'«amministrazione ordinata ed oculata dell'ambiente in relazione alla necessaria conservazione dei processi ... di riproducibilità nelle risorse», come acutamente è stato osservato<sup>25</sup>. Per vero, solo nel riferimento a tale 'criterio guida' è consentito individuare le azioni da porre in essere al fine di esercitare una gestione conservativa dell'ambiente, condizione indispensabile per la sopravvivenza delle generazioni future.

Ciò implica che solo un impegno solidale di tutti gli operatori economici è in grado di porre fine allo sfruttamento sempre più intenso delle risorse della terra; ipotizzare l'avvio di processi industriali mirati alla fruizione di energie alternative - e, dunque, ad evitare che continui nel tempo la insana prassi del depauperamento dei beni comuni - significa porre un freno alla visione egoistica indotta dalla logica di un'inarrestabile crescita del profitto. L'avvento di un'equilibrata e diffusa fruizione degli elementi a fondamento della vita (vale a dire acqua, cibo, energia, etc.) consente di guardare ad interessi che vanno al di là di quelli interni all'impresa per conseguire uno sviluppo proteso alla tutela della comunità.

Si addivene ad una concezione della sostenibilità che si identifica con l'affermazione dell'etica sociale, lasciando intravedere finalità che denotano una valenza superiore

---

<sup>24</sup> Cfr. per tutti MOHAMED EL-KAMEL BAKARI, *The Dilemma of Sustainability in the Age of Globalization: A Quest for a Paradigm of Development*, Lexington Books, 2017

<sup>25</sup> COSÌ IANNARELLI, *La tutela dell'ambiente e lo sviluppo sostenibile tra diritto dell'economia e valori supremi*, in AA.VV., *Giovanni Paolo II Le vie della giustizia. Itinerari per il terzo millennio*, cit., p. 662.



---

al profitto: garantire la stabilità, assicurando un minimo accettabile da tutti, creare i presupposti per una crescita inclusiva dell'intera popolazione, nella quale si attenuano le disuguaglianze e si superano i problemi derivanti dal malcontento e dai disagi che ampia parte di essa è costretta a sopportare.

Sotto altro profilo, si comprende che i rischi ambientali (*i.e.* catastrofi naturali, uragani, siccità, alluvioni, etc.) devono essere considerati, per certi versi, più gravi di un possibile rallentamento del processo industriale in quanto da essi possono derivare grandi conseguenze negative sull'economia e sulla finanza, con ovvie, incalcolabili perdite. Per mettere a fuoco la rilevanza di tale problema basti pensare, ad esempio, (*i*) al fatto che negli ultimi decenni il livello del mare si è innalzato più velocemente rispetto agli ultimi due millenni, (*ii*) alla concentrazione media di anidride carbonica nell'atmosfera che ha raggiunto il livello più alto mai osservato da 800.000 anni, per cui i cambiamenti climatici degli ultimi 70 anni non hanno precedenti<sup>26</sup>.

Orbene, l'acquisita consapevolezza che la questione ecologica - e, dunque, l'accelerata mutazione del pianeta - è in via prevalente riconducibile all'attività umana si è tradotta in una riflessione complessiva degli Stati membri delle Nazioni Unite sulle criticità cui è esposto il globo ove persista a lungo una metodologia industriale volta ad una costante e progressiva violazione della natura (riguardata nella sua accezione più ampia). Da qui la formazione di un generalizzato convincimento in ordine alla necessità di porre rimedio all'emergenza dei rischi ambientali e sociali; situazione alla quale si è inteso far fronte nel 2015 proponendo un'*agenda politica*, sottoscritta da tutti i paesi Onu, nella quale si individuano gli obiettivi da perseguire per la realizzazione di uno sviluppo sostenibile *SDG's (Sustainable Development Goals)*<sup>27</sup>.

## **4. Segue: ...l'esigenza di una finanza sostenibile...**

Da quanto precede si evince che l'obiettivo della 'sostenibilità', valutato con riguardo ai profili finanziari, si presenta di particolare ampiezza. Ed invero, esso, per un verso, si estende a comprendere fattori sociali, proponendo il superamento delle disuguaglianze, per altro incide sui modelli operativi, legandoli a nuovi schemi di organizzazione economia e di *governance*. Da qui la prospettiva si passa da una realtà orientata alla massimizzazione del valore degli azionisti (*shareholder's value*) ad un'altra nella quale si reputa prevalente l'interesse degli *stakeholders*. Ciò,

---

<sup>26</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Il livello dei mari cresce più in fretta*, visionabile su [www.focus.it/ambiente/natura/il-livello-dei-mari-aumenta](http://www.focus.it/ambiente/natura/il-livello-dei-mari-aumenta), unitamente all'editoriale intitolato *CO2 in atmosfera: mai così alta in 800.000 anni*, visionabile su <https://www.focus.it/ambiente/ecologia/co2-in-atmosfera-anidride-carbonica>.

<sup>27</sup> Ci si riferisce all'*Agenda per lo sviluppo sostenibile 2030*, ratificata al summit dell'Onu di settembre 2015 da 193 Paesi, nella quale si individuano 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (*Sustainable Development Goals* o *SDGs*), declinati in 169 *target*.

---

con la conseguenza di portare in primo piano, nelle agende dei Paesi membri, gli investimenti ad alto impatto sociale, fondati su un'articolata analisi dell'ecosistema<sup>28</sup>. Viene, quindi, in considerazione l'esigenza di uno schema ordinatorio caratterizzato da un significativo ridimensionamento della 'teoria dei mercati efficienti', nei quali i prezzi degli strumenti finanziari rispecchiano sempre e pienamente le informazioni disponibili<sup>29</sup>. Per converso, appare coerente con detto obiettivo la diversa tipologia dei mercati *adattivi*, fondati sul presupposto che i prezzi in realtà non possono riflettere tutte le informazioni, a causa delle inefficienze e delle esternalità che ne connotano la funzione; per cui gli operatori non riescono a disporre di un'informativa completa, donde la possibilità di errori, ai quali si aggiungono a volte comportamenti irrazionali. Si delinea, quindi, un modello costruito nella consapevolezza che necessitano 'molteplici adattamenti' dello stesso nella ricerca del giusto prezzo finanziario; atteso che nella definizione di quest'ultimo interagiscono fattori variegati, dai quali non è dato prescindere per addivenire ad una corretta valutazione dei rischi<sup>30</sup>.

In tale contesto, rileva la tendenza dei rischi ambientali (disastri naturali, perdita della biodiversità, etc.) ad oltrepassare quelli economici e finanziari, nonché il riferimento ai medesimi come a causa di instabilità sociale. Si individuano, per tal via, le ragioni di una progressiva transizione da un *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) - nel quale l'equilibrio dei mercati finanziari si fonda sul valore e sull'ammontare degli investimenti (le cui ampie dimensioni sono ritenute in grado di minimizzare i rischi) - ad un modello che guarda non solo alla entità (*rectius*: qualità) finanziaria dell'attività posta in essere, ma anche ad altri, possibili fattori di rischio. Conseguentemente si spiega la ragione per cui nelle analisi di cui trattasi, quel che rileva sono le componenti che integrano il portafoglio e non anche il dato quantitativo che ne contraddistingue i contenuti; donde il diffondersi del convincimento secondo cui è preferibile una tipologia d'investimenti che consente di effettuare, oltre ad una corretta valutazione dei fondamentali economici dei medesimi, anche quella di altri fattori non finanziari.

Naturalmente, tale transizione è graduale ed appare legata vuoi alla crescente tangibilità dei rischi ambientali, vuoi alla opportunità di evitare per il settore finanziario le onerose implicazioni di un'esclusione troppo repentina dalla lista degli investimenti consentiti quelli relativi ai materiali inquinanti. Un significativo esempio, in proposito, è fornito dalla mancata introduzione della *carbon tax*, la cui applicazione si risolverebbe in *stranded assets* (attività incagliate), decisamente

---

<sup>28</sup> Cfr. il Report intitolato *La finanza che include. Gli investimenti ad impatto sociale per una nuova economia*, presentato il 15 settembre 2014 alla Camera dei Deputati.

<sup>29</sup> Ci si riferisce al noto lavoro di E. FAMA, *Random Walks in Stock Market Prices*, pubblicato sul *Financial Analysts Journal* nel 1965, ove si sostiene che un mercato può essere definito efficiente quando tutti gli investitori hanno le stesse informazioni.

<sup>30</sup> Cfr. CUSSEDDU, *La nuova finanza: la transizione verso la sostenibilità*, lezione tenuta il 21 febbraio 2020, nel Master di II livello su 'Regolazione dell'attività finanziaria e dei mercati', Università LU-ISS- G. Carli di Roma.



---

dannosi per gli intermediari<sup>31</sup>. Ciò non esclude, tuttavia, che è in corso un processo di progressiva dismissione di investimenti nel combustibile fossile, la cui esposizione nei bilanci è esposta al rischio di forte perdita di valore<sup>32</sup>.

È evidente come il modello di finanza sostenibile si caratterizza per scelte di investimento e gestione dei rischi nelle quali si riflettono le *esternalità* che impattano sullo svolgimento delle attività economiche. Più in particolare, si ha riguardo ai cd. fattori ESG (*Environmental, Social, Governance*), che consentono la visualizzazione di un «valore integrato», nel quale trovano espressione non solo i dati finanziari, ma anche quelli ambientali, sociali e di *governance*, destinati a giocare negli investimenti di lungo periodo un ruolo decisivo nella identificazione del rischio e del rendimento<sup>33</sup>.

Ne consegue che l'accettazione di tale modello non si risolve nella rinuncia alla dimensione finanziaria dell'investimento, bensì nel computare nel calcolo della *performance* di quest'ultimo una serie di elementi di valutazione che consentono di accertarne la sostenibilità in un'angolazione che va al di là dei risultati economici dello stesso. Si è in presenza di una nuova modalità di accertamento dei profili di rischio/rendimento delle operazioni da porre in essere; donde la configurabilità di un *rating* ESG (o *rating* di sostenibilità) che è portatore di un giudizio sintetico in ordine alla validità di taluni strumenti finanziari (ovvero di solidità degli emittenti) con riguardo ai loro riflessi in ambito ambientale, sociale e di *governance*<sup>34</sup>.

Va da sé che i differenti attori del mercato (imprese, governi, banche centrali, società civile, consumatori) devono internalizzare dette esternalità, sì da creare valore in modo sostenibile. In tal modo si rende possibile alle imprese effettuare valutazioni degli investimenti orientate al medio-lungo termine e, dunque, programmare strategie nelle quali l'analisi finanziaria sia correttamente integrata da quella ambientale, sociale e di buon governo.

Affinché la transazione in parola avvenga in modalità non traumatiche necessiterà, peraltro, far ricorso a forme di regolamentazione con approccio *market-based*,

---

<sup>31</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Fmi: una carbon tax per combattere il climate change* visionabile su <https://www.ilsole24ore.com/art/fmi-carbon-tax-combattere-climate-change-ACbdZKq>, nel quale si precisa che per il *Fondo Monetario Internazionale* tassare i combustibili fossili è lo strumento più efficace, se non l'unico, nella lotta al surriscaldamento globale, ferma peraltro l'esigenza di accompagnare tale intervento con la riduzione di altre tasse e con misure di sostegno per i gruppi sociali più colpiti.

<sup>32</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Campagna mondiale per disinvestire dalle fossili, raggiunti 11 trilioni di dollari*, visionabile su [www.qualenergia.it/articoli/campagna-mondiale-per-disinvestire-dalle-fossili-raggiunti-11-trilioni-di-dollari](http://www.qualenergia.it/articoli/campagna-mondiale-per-disinvestire-dalle-fossili-raggiunti-11-trilioni-di-dollari), ove si precisa che «più di mille organizzazioni in tutto il mondo – banche, fondi sovrani, assicurazioni, fondi pensione e così via – si sono già impegnate a disinvestire 11.000 miliardi di dollari dalle risorse più inquinanti, con una crescita del 22.000% in confronto al 2014

<sup>33</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Environmental, Social, and Governance (ESG) Criteria*, visionabile su <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp>, ove sono specificati i criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) quali *standard* per le operazioni che gli investitori socialmente consapevoli utilizzano per vagliare potenziali investimenti.

<sup>34</sup> Cfr. l'editoriale intitolato *Cosa sono gli investimenti ESG (Environmental, Social e Governance)*, visionabile su <https://www.digital4.biz/finance/esg>

---

fondato cioè su incentivi e disincentivi, destinato ad essere accompagnato, se del caso, da interventi di tassazione. Nel contempo, occorrerà eliminare i sussidi ambientalmente dannosi (SAD), che a tutt'oggi vengono erogati per produzioni che inquinano e devastano il pianeta. In questa direzione si sta orientando la politica italiana come si evince dalla partecipazione del gruppo misto del Senato al “Rapporto sulla cancellazione entro il 2025 dei Sussidi Ambientalmente Dannosi (19,8 miliardi l'anno) e sulla loro trasformazione in sussidi per la riconversione ecologica dell'economia”<sup>35</sup>.

Anche la Commissione europea dimostra consapevolezza in ordine alle difficili sfide che il pianeta deve affrontare con riguardo al cambiamento climatico. Essa ha compreso che il settore finanziario ha un ruolo chiave nel guidare gli investimenti verso tecnologie e imprese sostenibili, supportando una crescita di lungo termine in grado di contribuire alla creazione di un'economia fondata sulla integrazione ESG. Pertanto, a seguito della sottoscrizione dell'«Accordo di Parigi sul clima» e dell'«Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite», essa ha intrapreso un percorso volto a raccordare alla sostenibilità gli interventi di *policy*, legando in tal modo l'azione dell'UE all'obiettivo di realizzare la transizione verso modelli di crescita attenti alle tematiche ambientali<sup>36</sup>.

In tale logica è stata promossa l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nella gestione dei rischi e nell'orizzonte temporale degli operatori finanziari. È l'avvio del cd. *Sustainable and Responsible Investment* (SRI), la cui diffusione a livello globale appare correlata all'incremento della fiducia degli investitori in attività in linea con gli obiettivi ambientali e sociali definiti nelle sedi internazionali poc'anzi menzionate. Nel 2018 la previsione di un *Action plan* - destinato a costituire uno dei principali elementi del *Green Deal* europeo - ascrive peculiare importanza alla definizione delle linee strategiche per la realizzazione di un sistema finanziario che sostenga il programma di una crescita sostenibile<sup>37</sup>. Ad esso hanno fatto seguito numerosi altri provvedimenti in materia - assunti sia dalla stessa Commissione, sia dal Parlamento europeo - nei quali si evidenzia la necessità di attuare la massima trasparenza nell'*agere* finanziario, sì da consentire agli investitori di selezionare in maniera coerente i *benchmark* da utilizzare per confrontare la *performance* di un portafoglio con l'andamento del mercato. Diviene, per tal via, possibile costruire strategie di lungo termine, orientate al perseguimento

---

<sup>35</sup> Cfr. Se ne veda il resoconto su <https://www.lunaria.org/come-cambiare-leconomia-senza-avvelenare-lambiente>.

<sup>36</sup> Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Accordo di Parigi*, visionabile su [https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris\\_it](https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations/paris_it), nel quale 195 paesi hanno adottato la prima convenzione universale, e giuridicamente vincolante sul clima mondiale. Nell'occasione, infatti, venne definito un piano d'azione globale, inteso ad evitare cambiamenti climatici pericolosi limitando il riscaldamento globale ben al di sotto dei 2°C.

<sup>37</sup> L'8 marzo del 2020 la Commissione Europea ha pubblicato il Piano d'Azione sulla finanza sostenibile: con questo documento, presentato il 22 marzo a Bruxelles, l'UE si è dotata di una tabella di marcia per rafforzare il ruolo della finanza nella transizione verso un'economia sostenibile, in linea con l'Accordo di Parigi sul clima.

---

della tutela ambientale ed alla realizzazione di una positiva socialità.

Il quadro prospettico della finanza sostenibile ricomprende anche una configurazione di quest'ultima che potremmo definire significativamente protesa verso l'eticità. Un'indagine, pubblicata nel 2019 da un economista olandese<sup>38</sup>, riconduce la tematica in parola al 'bene comune', in quanto in essa viene evidenziato che la *finanza* non abbia un valore di per sé, avendo soltanto una valenza strumentale di mezzo, condizione per poter operare. Da qui l'ulteriore considerazione concernente la rilevanza dell'obiettivo finale, per il suo tramite perseguito, vale a dire la sostenibilità ambientale e sociale, cui si ricollega un eccellente livello di *governance*, fondato sulla massima trasparenza sugli investimenti fatti, sui livelli di remunerazione molto bilanciati, etc.

## 5. Conclusioni

Da quanto precede si evincono i presupposti per una svolta positiva nelle scelte della politica, le quali negli intenti del vertice del nostro Paese devono essere orientate ad una sostenibilità che assicuri uno sviluppo rispettoso della natura e dell'ambiente, preconditione essenziale di un modo nuovo di relazionarsi e di programmare la crescita che è nelle aspirazioni di tutti.

Ciò implica in primo luogo ricerca di un nuovo rapporto tra 'etica e finanza' caratterizzato dal superamento degli utilitarismi, dal perseguimento di livelli crescenti di profitto a vantaggio di pochi, da uno sfruttamento dei beni e delle risorse comuni senza alcuna preoccupazione della sorte delle generazioni comuni. La pandemia ha dimostrato che, sia pur nei limiti della azione dei singoli, permane ed è fortemente avvertito lo spirito di solidarietà tra gli uomini, l'amore per il prossimo capace di esprimersi con l'eroico sacrificio della propria vita. Il Covid 19 ci ha offerto il quadro di una umanità sofferente, non solo a causa di un male invisibile che colpisce di sorpresa e molte volte uccide, bensì per le gravi conseguenze dell'emergenza economica da esso indotta che ha creato dissesti nel processo produttivo, perdita del lavoro nuovi poveri.

Come ho detto in precedenza la *sostenibilità* deve essere inclusa tra le componenti del processo produttivo e, più in generale, del mercato: essa consente di conciliare le opzioni morali col sistema regolatorio, facendo sì che quest'ultimo sia portatore dei benefici recati da una *nuova economia* che si conforma al principio del rispetto della natura. Non v'è dubbio che questa è la strada per addivenire all'affermazione di una geopolitica che eviti lo sviluppo di un arido capitalismo orientato all'idolatria dell'accumulazione, rinunciando a costruire una 'nuova frontiera' nella realizzazione di obiettivi sociali.

---

<sup>38</sup> Cfr. SCHOENMAKER - SCHRAMADE, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford University Press, 2019

# LA FINANZA ETICA E SOSTENIBILE. UNA PANORAMICA SULL'EVOLUZIONE NORMATIVA ITALIANA ED EUROPEA

**Stefania Santamaria**

**Abstract:** L'attuale contesto emergenziale, dovuto alla diffusione del Covid-19, offre l'occasione per rivalutare il ruolo dell'etica nelle moderne relazioni commerciali. Il presente contributo, pertanto, si propone di analizzare le criticità di un impianto disciplinare nel quale l'etica non sembra aver ancora assunto il ruolo che dovrebbe spettarle. Di qui, l'opportunità di verificare la possibile compatibilità tra *moralità* e *speculazione* avuto riguardo al significato che l'etica può assumere nella realizzazione di una finanza sostenibile. In tale logica, l'analisi, in chiave critica, dei recenti provvedimenti legislativi adottati in materia, offre lo spunto per valutare le ragioni che sono di ostacolo alla realizzazione di tali programmi. Vengono in rilievo, in particolare, le diverse finalità perseguite dal legislatore europeo, particolarmente attento alle tematiche ambientali, rispetto a quello nazionale che sembra orientato a salvaguardare maggiormente le istanze connesse ai diritti umani e sociali.

The current emergency context, due to the spread of Covid-19, offers the opportunity to re-evaluate the role of ethics in modern commercial relations. This contribution, therefore, aims to analyze the critical issues of a disciplinary system in which ethics does not seem to have yet taken on the role it should expect. Hence, the opportunity to verify the possible compatibility between morality and speculation with regard to the meaning that ethics can assume in the realization of sustainable finance. In this logic, the critical analysis of recent legislative provisions on the subject offers the starting point for evaluating the reasons that are an obstacle to the implementation of these programs. We can see the different aims pursued by the European legislator, particularly attentive to environmental issues, compared to the national one which seems oriented towards safeguarding the instances related to human and social rights more.

**Parola chiave:** Etica, finanza sostenibile, crisi economica, Covid-19

**Sommario:** 1. L'etica nella finanza: una risposta alla crisi economica da Covid-19 - 2. Contesto normativo di riferimento - 3. Prospettive di evoluzione e di "involuzione" - 4. Considerazioni finali

---

## L'etica nella finanza: una risposta alla crisi economica da Covid-19

L'attuale contesto emergenziale, dovuto alla diffusione del Covid-19, ha giustificato l'adozione da parte del governo di specifiche misure di intervento a sostegno delle imprese e dei lavoratori<sup>1</sup> entrati in difficoltà a causa delle restrizioni imposte per limitare la circolazione del virus.

Si è in presenza di provvedimenti che hanno il chiaro obiettivo di limitare i danni di un'inevitabile recessione economica che colpirà l'Italia, come la maggior parte dei Paesi dell'intero globo<sup>2</sup>; di qui, l'occasione di riesaminare le criticità di un sistema nel quale l'etica non sembra aver assunto il ruolo che dovrebbe spettarle all'inter-

---

<sup>1</sup> Tra gli interventi messi in campo dal Governo, attraverso i decreti-legge "Cura Italia", "Liquidità" e "Rilancio", si annoverano, ex multis: l'estensione, all'intero territorio nazionale, a tutti i dipendenti, di tutti i settori produttivi, della cassa integrazione in deroga; il riconoscimento di un indennizzo di 600 euro, su base mensile, non tassabile, per i lavoratori autonomi e le partite IVA; l'istituzione di un Fondo per il reddito di ultima istanza con una dotazione di 300 milioni di euro come fondo residuale per coprire tutti gli esclusi dall'indennizzo di 600 euro, compresi i professionisti iscritti agli ordini; la concessione di una moratoria dei finanziamenti a micro, piccole e medie imprese; il potenziamento del fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese, anche per la rinegoziazione dei prestiti esistenti; l'introduzione di un meccanismo di controgaranzia per le banche, da parte di Cassa depositi e prestiti, con cui consentire l'espansione del credito anche alle imprese medio-grandi impattate dalla crisi; la sospensione, senza limiti di fatturato, per i settori più colpiti, dei versamenti delle ritenute, dei contributi previdenziali e assistenziali e dei premi per l'assicurazione obbligatoria; la concessione di un incentivo alla cessione dei crediti deteriorati (NPL) mediante conversione delle attività fiscali differite (DTA) in crediti di imposta per imprese finanziarie ed industriali; la deroga alla disciplina degli aiuti di Stato; la concessione di una garanzia dello Stato su passività di nuova emissione delle banche con sede legale in Italia fino ad un valore nominale di 19 miliardi di euro senza che sia necessario effettuare una notifica alla Commissione Europea; il rafforzamento del c.d. il Golden Power; agevolazioni per gli investimenti nell'economia reale attraverso il potenziamento della capacità dei piani di risparmio a lungo termine (pir) di convogliare risparmio privato verso il mondo delle imprese

<sup>2</sup> Si rileva, infatti, il manifestarsi di tutti gli elementi tipici di una crisi economica tra cui l'inutilizzabilità delle risorse per un periodo prolungato connessa alla sospensione temporanea delle attività, la riorganizzazione della produzione con minore impiego di manodopera, l'aumento del numero dei fallimenti delle imprese ed il conseguenziale incremento del livello di disoccupazione e di richieste di cassa integrazione. A ben vedere, tali concause sono ben diverse da quelle caratterizzanti una crisi finanziaria- come quella del 2007 - nella quale si assiste *"ad un crollo dei prezzi azionari seguito da una prolungata ulteriore caduta, e accompagnato da continue turbative nei mercati monetari, finanziari e del credito."* Cfr. C. D'Adda, Dalla crisi finanziaria alla crisi reale, in *Moneta e Credito*, 2010, vol. 63 n. 249, 59. F. Capriglione, Crisi finanziaria, limiti della politica ed interventi UE, in F. Capriglione, A. Troisi ( a cura di ) *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Utet ed., 2014, 18; E. Paulet, M. Parnaudeau, F. Relano, *Banking with Ethics: Strategic Moves and Structural Changes of the Banking Industry in the Aftermath of the Subprime Mortgage Crisis*, in *Journal of Business Ethics*, 2015, 131, 1, 199 ss.; A. Quartarone, *Etica in finanza*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2018, supplemento 1, 129; A. Sciarrone Alibrandi, E. Macchiavello, *Commento all'art. 111-bis t.u.b.*, in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam, Padova, 2018, 1644 secondo cui *"[...] un modello basato su libero mercato e ricerca spinta del profitto risulta inadeguato non solo rispetto ai bisogni di tutela delle fasce sociali più deboli, ma anche rispetto all'esigenza di garantire stabilità e sviluppo all'intero sistema"*.

---

no delle dinamiche sociali ed economiche<sup>3</sup>. In tale processo di rivalutazione delle scelte che si pongono alla base degli indirizzi strategici di ciascun Paese, ci sembra opportuno provvedere a coniugare le esigenze della politica e dell'economia e, specularmente, dell'etica e della finanza, con l'obiettivo di improntare le condotte degli intermediari a criteri di eticità individuando, al contempo, idonee modalità operative attraverso le quali garantire la compatibilità tra *moralità* e *speculazione*<sup>4</sup>.

La ricerca del significato del termine "etica" conduce alla considerazione che non esiste una sua definizione univoca<sup>5</sup>; esso assume forme e significati diversi a seconda del contesto socio-economico che di volta in volta si prende in considerazione<sup>6</sup>. In linea generale, tuttavia, in accordo con autorevole dottrina<sup>7</sup>, può dirsi che assumere un comportamento etico significa improntare le proprie azioni ai principi di uguaglianza, equità, solidarietà, soprattutto nella realizzazione di riforme istituzionali e nella riorganizzazione dei processi economici. Un atteggiamento etico tende a non arrecare danno altrui ed è incentrato nel "tutelare l'interesse generale per il raggiungimento di determinati livelli di crescita"<sup>8</sup>.

E' necessario, pur tuttavia, chiarire sin da subito che discutere di etica nella finanza non significa attribuire a quest'ultima connotazioni caritatevoli: la finanza etica, in letteratura, indica la "consapevolezza di poter costruire un'economia auto-sostenibile, che non passa sopra le relazioni sociali e le ricchezze naturali, che ha rispetto delle generazioni future e si impegna per migliorare la qualità della vita di tutti gli abitanti del pianeta"<sup>9</sup>.

Si aggiunga, poi che "per etica nel comportato bancario e finanziario si intende

---

<sup>3</sup> Cfr. M. La Torre, Banche e dividendi: l'etica ai tempi del coronavirus", pubblicato il 05 aprile 2020 su Il Sole 24 Ore. In detto articolo, l'A. propone e spiega la seguente, quanto mai calzante, proporzione "L'Amore sta al Colera come l'Etica sta al Coronavirus"

<sup>4</sup> Ex multis, cfr. E. Macchiavello, Possono esistere "banche etiche"? La nuova definizione normativa di "operatori di finanza etica e sostenibile" tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi in Riv. trim. dir. ec., 2019, supplemento 1, 189.

<sup>5</sup> Nella presentazione del libro "Banca ed Etica", a cura di I. Sabatelli, Cedam, 2013, 1, G. Alpa intende per etica "*la linea di un necessario <dover essere> degli uomini di buona volontà, per indicare l'agere, caratterizzato da impegno e diligenza, proprio delle professioni liberali, per individuare l'impianto finalistico a base delle regole riguardanti le modalità di conduzione degli affari, la vita dell'impresa, in generale, delle banche e degli organismi che operano nella finanza, in particolare*". L'A. continua, sostenendo che l'etica "*diviene ineludibile obiettivo di riferimento per ogni contesto socio economico che intenda coniugare equilibrio ed equità, da un lato, con correttezza e coerenza dall'altro.*"

<sup>6</sup> Cfr. R. Thornton, Ethical Investments: A Case of Disjointed Thinking', in Cambridge Law Journal, 2008, 67, 396 ss.

<sup>7</sup> Cfr. F. Capriglione, Etica e Finanza in tempi di crisi, in I. Sabatelli (a cura di), Banca ed Etica, Cedam, 2013, 5

<sup>8</sup> Cfr. Id., op. ult. cit. 6. Per S. Signori, Etica, finanza e finanza etica: una chiave di lettura, in S. Signori, G. Rusconi e M. Dorigatti, (a cura di), Etica e finanza, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2005, 12, l'etica può essere interpretata come principio "*fondamento di ogni azione e di ogni processo finalizzati ad un contenimento di interessi tra i diversi attori in gioco.*"

<sup>9</sup> In tali termini si esprime M. Gallicani, La finanza etica: paradigma di un sistema di scelte, in S. Signori, G. Rusconi e M. Dorigatti, (a cura di), Etica e finanza, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2005, 98.



---

<<correttezza comportamentale>> nel rapporto fra intermediari e clienti che si sostanzia in vari modi: nella riduzione delle asimmetrie informative, nell'ampliamento della trasparenza e in diverse forme di chiarezza relazionale fra le parti, riconducibili ai principi base dell'ordinamento giuridico del mercato"<sup>10</sup>. La finanza etica, inoltre, ha declinazioni anche in termini di equità sociale, di promozione dei diritti umani e civili e di tutela ambientale<sup>11</sup>. Ne consegue che, a seconda della declinazione, si assumano nomi e forme differenti, come ad esempio il social banking<sup>12</sup> o la green economy<sup>13</sup>.

Alla base delle questioni considerate dalla finanza etica vi è il crescente sfruttamento dei Paesi economicamente forti nei confronti di quelli deboli<sup>14</sup> dovuto proprio all'assenza di regole tese al perseguimento di equità<sup>15</sup>.

Autorevole dottrina sostiene che la predominanza del capitalismo selvaggio<sup>16</sup> - che esalta gli individualismi ed esaspera gli utilitarismi - sembrerebbe incompatibile con l'etica. Pur tuttavia, non manca chi ritiene possibile tutelare gli interessi di mercato con quelli solidaristici: la "giusta finanza", infatti, sarebbe tesa a garantire il soddisfacimento collettivo dei bisogni<sup>17</sup>.

Ad ogni buon conto pare non esservi dubbi sulla circostanza che il perseguimento di una finanza etica - o giusta - debba passare inesorabilmente attraverso una rivoluzione culturale a cui si sta assistendo, sia da un punto di vista politico che normativo, seppur in maniera lenta e con le enormi difficoltà legate alla pandemia.

---

<sup>10</sup> Cfr. F. Capriglione, "Etica e finanza" alla luce della recente crisi finanziaria, in De Carli (a cura di), *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, Milano, 2012, 101; C. J. Cowton, *Integrity, responsibility and affinity: three aspects of ethics in banking*, in *Business Ethics: A European Review*, 2002, 11, 4, 393

<sup>11</sup> Cfr. R. Costi, *Banca etica e responsabilità delle banche*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, 2, 166

<sup>12</sup> Sul punto, P. Righetti, *Dalla bancarizzazione all'inclusione finanziaria: il paradosso della modernizzazione dei mercati e le iniziative di contrasto all'esclusione*, in S. Signori, G. Rusconi e M. Dorigatti, (a cura di), *Etica e finanza*, FrancoAngeli s.r.l., Milano, 2005, 99; F. Minetti, *L'introduzione e la crescente rilevanza di profili etici nell'offerta di prodotti finanziari da parte delle imprese bancarie italiane*, in *Studi e note di Economia*, 2004, 2, 146.

<sup>13</sup> United Nations Environment definisce un'economia green come un miglioramento del benessere umano e dell'equità sociale, riducendo significativamente i rischi ambientali e le scarsità ecologiche. Cfr. United Nations Environment, *Towards a Green Economy: Pathways to Sustainable Development and Poverty Eradication*, 2011, disponibile al sito <https://sustainabledevelopment.un.org/>

<sup>14</sup> Cfr. F. Onida, *La globalizzazione aumenta o riduce disuguaglianze e povertà?*, in *Il Mulino*, 2002, 1 ss.; P. Brown, H. Lauder, D. Ashton, *Education, Globalisation and the Future of the Knowledge Economy*, in *European Educational Research Journal*, 2008, 7, 2, 132

<sup>15</sup> Cfr. N. Irti, *Le categorie giuridiche della globalizzazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 625

<sup>16</sup> In tali termini si esprime F. Capriglione, *Etica e Finanza in tempi di crisi*, cit. 22

<sup>17</sup> Cfr. E. Malinvaud, *Che cosa deve intendersi per finanza giusta? (Chiarimenti preliminari ad un consenso sull'etica finanziaria)*, conferenza tenuta a Roma il 22 marzo 2002, pubblicato dalla tipografia della Banca d'Italia.

---

## 2. Contesto normativo di riferimento

Nel 1998 l'Associazione finanza etica, in occasione del Convegno “*Verso una carta d'intenti per la finanza etica italiana*”, rese noto il “Manifesto della finanza etica” che, seppur privo di valenza normativa, rappresenta tutt'oggi il primo documento che delinea in maniera chiara quali sono i fondamenti su cui si poggia la finanza eticamente orientata<sup>18</sup>. Purtroppo, come rilevato in dottrina, nessun testo normativo ha definito il fenomeno di cui si discute<sup>19</sup>. Non hanno, infatti, avuto alcun rilevante contributo le disposizioni di cui all'art. 117 ter tuf - inserito dall'art. 14 della legge 262/2005 - rubricato “Disposizioni in materia di finanza etica” né gli artt. 89 e 90 del Libro VII del Regolamento Intermediari della Consob n. 16190 del 2007<sup>20</sup>, intitolato “Disposizioni in materia di finanza etica o socialmente responsabile”. Ai detti articoli va, infatti, semplicemente ascritto l'onere, in capo agli intermediari, di rendere pubblici – nei prospetti, nei documenti informativi e sui propri siti internet – gli obiettivi etici che intendono perseguire, le caratteristiche dei prodotti e dei servizi etici scelti ed i criteri utilizzati per la loro individuazione<sup>21</sup>.

Purtroppo, poi, il Regolamento Intermediari, richiamando i “prodotti e servizi qualificati come <<etici>> o <<socialmente responsabili>>” non chiarisce in alcun modo la differenza tra la finanza etica e quella socialmente responsabile, alimentando, in tal modo, confusione ed incertezze<sup>22</sup>.

Detto vuoto normativo sarebbe imputabile, secondo la Consob, alla relatività del concetto di etica ed alla difficoltà di definire in maniera oggettiva cosa debba intendersi per investimento etico<sup>23</sup>.

Con rammarico si evidenzia che la normativa di rango sovranazionale non colma la lacuna in questione ed anzi sembra discostarsi dalla quella nazionale. Si rileva, infatti, la propensione del legislatore europeo verso aspetti maggiormente ambientali rispetto a quelli sociali, sui i quali sembra, viceversa, propendere il regolatore italiano. Una svolta si è avuta nel 2016 allorquando il legislatore italiano, introducendo l'art. 111 bis tub<sup>24</sup>, ha finalmente conferito riconoscimento legislativo alla finanza etica.

---

<sup>18</sup> Cfr. il sito internet [www.fianza-etica.it](http://www.fianza-etica.it)

<sup>19</sup> Cfr. E. Macchiavello, Possono esistere “banche etiche”? La nuova definizione normativa di “operatori di finanza etica e sostenibile” tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi, cit. 190

<sup>20</sup> Con il nuovo regolamento n. 20307 del 2018 gli articoli citati sono stati traslati negli artt. 136 e 137 del Libro X

<sup>21</sup> Cfr. A. Sciarrone Alibrandi, E. Macchiavello, Commento all'art. 111-bis t.u.b., cit. 1646

<sup>22</sup> Cfr. R. Costi, Banca etica e responsabilità delle banche, cit. 165. L'A. rileva che alcun aiuto deriva dall'art. 6, comma 14 d.lgs. 252/2005 che fa un generico richiamo ad “aspetti sociali, etici ed ambientali”

<sup>23</sup> Cfr. Delibera Consob n. 15861 del 30 maggio 2007; Id. Documento di consultazione del 7 febbraio 2007 – Disposizioni attuative dell'art. 117 ter tuf introdotto dalla legge n. 262/2005, in materia di finanza etica, consultabile sul sito [consob.it](http://consob.it)

<sup>24</sup> Introdotto dall'art. 1, comma 51, della legge 11 dicembre 2016 n. 232



---

Ciò ha rappresentato un traguardo importante per l'Italia essendo stato il primo Paese europeo a tracciare le caratteristiche delle banche etiche e sostenibili, in grado di distinguerle dalle banche c.d. tradizionali<sup>25</sup>.

L'articolo, costituito da 3 commi, definisce al primo di questi, gli "operatori di finanza etica e sostenibile", prevedendo nei loro confronti, al secondo comma, un'agevolazione fiscale. Con il terzo comma si rinvia ad un successivo decreto ministeriale per le norme di attuazione dell'articolo.

Tuttavia, a seguito della sua introduzione in dottrina sono state sollevate perplessità in ordine alla compatibilità tra il concetto stesso di banca ed il perseguimento di un fine etico. La criticità deriva dalla vincolatività delle forme legali ammesse per la costituzione di una banca<sup>26</sup>, tendenzialmente caratterizzate da una finalità lucrativa che mal si concilia con quella etica.

Gli intenti delle banche etiche, infatti, vanno oltre il perseguimento di interessi economici a favore degli azionisti. Esse, *"mira[no] a introdurre come parametri di riferimento, oltre al rischio e al rendimento, anche il riflesso dell'investimento sull'economia reale oltre che a modificare i comportamenti finanziari in senso più sociale e a finanziare tutte le attività che si muovono in un'ottica di sviluppo umanamente ed ecologicamente sostenibile, tra cui quelle tradizionali del cosiddetto settore non profit come la cooperazione sociale e internazionale, l'ecologia, la tutela dei diritti umani, le attività culturali e artistiche, sia quelle più di frontiera come il commercio equo e solidale, l'agricoltura biologica, la produzione ecocompatibile e più in generale tutte quelle attività imprenditoriali che producono sul territorio un beneficio sociale o ambientale"*<sup>27</sup>.

Ne deriva che la selezione degli investimenti operata dagli amministratori<sup>28</sup> attraverso

---

<sup>25</sup> M. Cavallito, E. Isonio, M. Meggiolaro, La finanza etica e sostenibile in Europa, Primo rapporto, Fondazione Finanza etica (a cura di), 2017, 37, disponibile sul sito [https://permicro.it/wp-content/uploads/2017/11/1%C2%B0\\_RAPPORTO\\_FINANZA\\_ETICA\\_nov17\\_PerMicro.pdf](https://permicro.it/wp-content/uploads/2017/11/1%C2%B0_RAPPORTO_FINANZA_ETICA_nov17_PerMicro.pdf)

<sup>26</sup> s.p.a. per banche con scopo lucrativo oppure società cooperativa per azioni a responsabilità limitata per banche con scopo mutualistico e bcc (indicare la norma!). Secondo E. Macchiavello, Possono esistere "banche etiche"? La nuova definizione normativa di "operatori di finanza etica e sostenibile" tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi, cit. 218, il legislatore stia suggerendo di optare per la forma della banca cooperativa, tra l'altro utilizzata dalla più antica banca etica: la Banca Popolare Etica. Tale ipotesi sarebbe sostenuta dall'ulteriore requisito di cui all'art. 111 bis tub di divieto di distribuzione degli utili

<sup>27</sup> Tanto si legge nell'Introduzione dell'articolo 111-bis del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, recante la disciplina degli operatori bancari di finanza etica, in Atti parlamentari, a cura del Senato della Repubblica, XVII legislatura, n.2554, 2

<sup>28</sup> Sul punto si è aperto il dibattito – che qui si accenna – sulla condotta degli amministratori e sui loro eventuali profili di responsabilità su cui la dottrina risulta divisa. Vi è, infatti, chi sostiene che in capo agli amministratori vi sarebbe la mera facoltà di perseguire interessi etici ed altri che, invece, si esprimono in termini di vincolatività. Ne consegue che si potrebbe configurare una responsabilità degli amministratori i quali, nell'ipotesi della facoltatività, perseguendo il fine etico, potrebbero limitare le chances di guadagno degli azionisti o allungare notevolmente i tempi per l'istruttoria dei finanziamenti; diversamente, in caso di vincolatività, potrebbero essere tacciati di non adempiere all'onere di perseguire il fine imposto dalla maggioranza dell'assemblea. Per far fronte a tale problema è stato ipotizzato di introdurre forme giuridiche ibride in grado di conciliare l'interesse economico

---

so criteri etici ne ridurrebbe il ventaglio in maniera considerevole.

Ad alimentare i dubbi sulla compatibilità tra il concetto di banca ed il fine etico, vi è il divieto imposto agli azionisti di distribuzione degli utili i quali dovranno essere reinvestiti interamente nella società. Sicché, la banca etica non può avere scopo lucrativo e mutualistico ed i suoi “partecipanti” agiscono in maniera disinteressata, solo nel nome del bene comune.

Un ulteriore motivo di incertezza si riscontra nei criteri da utilizzare per la valutazione delle persone giuridiche<sup>29</sup>. Difatti, tra i requisiti che devono possedere gli operatori bancari di finanza etica e sostenibile, vi è l'erogazione di finanziamenti a persone giuridiche<sup>30</sup> scelte sulla base di “standard di rating etico internazionalmente riconosciuti”. Ad un'attenta analisi, si rileva l'assenza di qualsivoglia atto normativo che contenga una univoca elencazione di detti parametri. Ne deriva che, sebbene le agenzie di rating esprimano giudizi in relazione ad alcuni canoni generalmente condivisi, pur tuttavia, come è stato attentamente osservato in dottrina, *“le variabili che confluiscono sulla determinazione del rating etico sono molteplici, non sempre facilmente misurabili e sono strettamente legate alle preferenze del valutatore e degli investitori”*<sup>31</sup>. Sicché si corre il rischio che il finanziamento erogato sulla base di un giudizio etico possa non essere condiviso e portare, quindi all'esclusione dal novero degli operatori etici.

Si aggiunga poi, che anche il requisito imposto ai detti operatori, relativo all'adozione di sistemi democratici e partecipativi ad azionariato diffuso risulta di non facile comprensione. Si evidenzia, infatti, la poca chiarezza sulla forma societaria da adottare<sup>32</sup> e se quest'ultima richieda la partecipazione oltre dei soli soci, anche dei clienti non soci e dei dipendenti. Posto che, allo stato, non vi sono figure societarie com-

---

degli azionisti con il perseguimento di fini sociali e ambientali. Cfr. P. Montalenti, Interesse sociale e amministratori, in AA.VV., L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli <<stakeholders>>, Quaderni di giurisprudenza commerciale, Giuffrè, Milano, 2010, 91; S. Richter Jr., Società benefit e società non benefit, in Riv. dir. comm. e dir. gen. obblig., 2017, 2, II, 278; A. Sciarone Alibrandi, E. Macchiavello, Commento all'art. 111-bis t.u.b., cit. 1649

<sup>29</sup> Il rating etico “mutua dalle tradizionali metodologie dei sistemi di rating i principi e i presupposti esprimendo, in ultima analisi, un giudizio sintetico che si basa su criteri di eticità, ovvero su una valutazione fondata su informazioni non solo di carattere finanziario ma anche sociale, ambientale e culturale: in tale ottica si vuole valutare la capacità di creare valore non esclusivamente per l'azionista, ma per tutti gli stakeholders”. In tali termini si esprime A. Rosa, La Finanza Etica – Principi strumenti e finalità, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2009, 138

<sup>30</sup> Secondo E. Macchiavello, Possono esistere “banche etiche”? La nuova definizione normativa di “operatori di finanza etica e sostenibile” tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi, cit. 200, l'esclusione delle persone fisiche è dovuto ad una maggiore difficoltà di valutarle eticamente.

<sup>31</sup> Cfr. S. Funari, I “vincitori” in etica: valutazione multicriteriale di fondi socialmente responsabili, in “Note di ricerca”, Dipartimento di Management, Università Cà Foscari, - Venezia, 2011, 3, 6

<sup>32</sup> Il dubbio ricade sulla forma cooperativa, (per la vigenza del principio democratico ed il voto capitario), la società benefit (per la considerazione degli interessi degli stakeholders) o l'impresa sociale (per la partecipazione degli stakeholders alle decisioni). Cfr. E. Macchiavello, Possono esistere “banche etiche”? La nuova definizione normativa di “operatori di finanza etica e sostenibile” tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi, cit. 201

---

patibili con quelle imposte dall'art. 111 bis tub, in ogni caso si deve osservare che con una partecipazione così ampia, si svilirebbe qualsivoglia forma societaria in un mero forum d'ascolto<sup>33</sup>, con il rischio di paralizzare qualsiasi processo decisionale. Vi sono, poi, ulteriori requisiti che sono esenti da critiche. Trattasi dell'obbligo annuale di *disclosure*<sup>34</sup> e l'imposizione di un tetto massimo retributivo per gli amministratori. L'onere della divulgazione delle informazioni, che può realizzarsi anche via internet, garantisce la trasparenza su finanziamenti ed erogazioni<sup>35</sup> mentre la limitazione degli emolumenti agli amministratori<sup>36</sup> introdurrebbe un criterio proporzionale tra il loro operato e l'andamento dell'ente creditizio, assicurando, per tale via, una maggiore chiarezza in merito alle attività dagli stessi svolte<sup>37</sup>.

Infine, l'art. 111 bis tub si conclude con la previsione di un'agevolazione fiscale, nei confronti degli operatori di finanza etica e sostenibile, la quale, corrispondente ad un'erogazione di una somma inferiore a 200 mila euro nell'arco di un triennio, risulta pienamente compatibile con la normativa disciplinante gli aiuti di Stato ex art. 107 TFUE<sup>38</sup>.

Concludendo, ciò che rileva, oltre alle critiche già esplicitate, è l'assenza di alcuni requisiti essenziali, tra i quali si annoverano la presenza di uno statuto e di un bilancio etico. Difatti, pare non essere presente alcun obbligo di improntare l'attività degli operatori di finanza etica a principi etico, sociali o ambientali, sembrando sufficiente l'erogazione di finanziamenti sulla base del rating etico delle persone giuridiche.

---

<sup>33</sup> Ex multis, cfr. A. Sciarrone Alibrandi, E. Macchiavello, Commento all'art. 111-bis t.u.b., cit. 1653

<sup>34</sup> Con l'entrata in vigore della direttiva 2014/95/UE, recepita in Italia con d.lgs, 254/2016, è stato introdotto l'obbligo di monitoraggio e di reporting di carattere non finanziario. Sul punto cfr., A. Carretta, Sostenibilità? Warning! Maneggiare con cura, in *Diritto Bancario* del 22/09/2019, disponibile sul sito [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

<sup>35</sup> Secondo E. Macchiavello, Possono esistere "banche etiche"? La nuova definizione normativa di "operatori di finanza etica e sostenibile" tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi, cit. 200 *"Pure in questo caso ci si riferisce ai soli finanziamenti diretti alle persone giuridiche dal momento che rendere pubblici l'ammontare e la destinazione dei prestiti a persone, spesso concessi per motivi socio-assistenziali e particolarmente delicati, sarebbe facilmente considerato in violazione del diritto alla riservatezza"*.

<sup>36</sup> La norma stabilisce che la differenza tra la remunerazione maggiore e quella media della banca, non può superare il valore di 5.

<sup>37</sup> Cfr. M. L. Vitali, M. Miramondi, La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati, in *Rivista di diritto Bancario*, disponibile sul sito [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it). 2014, 11, 1. L'Europa sul fronte della trasparenza nel sistema delle remunerazioni degli amministratori è intervenuta con una serie di interventi, tra cui le Raccomandazioni 2004/913/CE; 162/2005/CE; 2009/385/CE; 2009/384/CE e la Direttiva 2010/76/CE.

<sup>38</sup> Per un approfondimento sugli aiuti di Stato alle banche, si rinvia ex multis, a D. Rossano, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Utet ed., 2017, 40 ss.

---

### 3. Prospettive di evoluzione e di “involuzione”

Come si è avuto modo di analizzare, il 2016 ha rappresentato un anno importante essendosi poste le basi per dare un riconoscimento giuridico alla finanza etica. Il primato di tale sforzo legislativo spetta, al livello europeo, all'Italia. L'enorme entusiasmo è sfociato nella speranza di una diffusione a macchia d'olio di una maggiore sensibilità normativa in materia. Uno spiraglio, a tal proposito, si è avuto il 22 dicembre 2016 quando la Commissione UE ha riunito un gruppo di esperti di alto livello – High Level Expert Group on Sustainable Finance: HLEG - per definire le linee guida per lo sviluppo della finanza sostenibile in Europa. Nelle due relazioni prodotte dagli esperti – una intermedia del 13 luglio 2017 ed una finale del 31 gennaio 2018 – si evidenzia che la mancanza di chiarezza in merito a quanto costituisca un investimento sostenibile rappresenta un ostacolo al finanziamento delle infrastrutture sociali necessarie ad affrontare le questioni di ineguaglianza e di inclusività.

Si è avvertita, pertanto, la necessità di predisporre un piano d'azione – Action Plan on Financing Sustainable Growth - nel quale emerge la necessità di creare una tassonomia della sostenibilità, di sviluppare un sistema di classificazione per tutte le forme di investimento sostenibile, di creare un programma europeo di investimenti strutturali verdi per indirizzare i flussi finanziari verso progetti sostenibili, di introdurre modifiche alle direttive MIFID II e IDD e alle linee guida ESMA sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti ed, infine, di includere gli obiettivi ambientali e sociali nei processi decisionali finanziari<sup>39</sup>.

I detti obiettivi sono, ad oggi, soltanto in parte realizzati. In particolare, grandi passi in avanti sono stati compiuti nella realizzazione della c.d. Tassonomia<sup>40</sup>, ma non senza ostacoli. Ci si duole, infatti, che il sistema di classificazione adottato non rispecchi appieno i propositi iniziali.

Difatti, le difficoltà maggiori sono state riscontrate nella contrapposizione tra le lobbies legate ad un'economia di tipo lineare – c.d. brown economy - e quelle di tipo circolare – c.d. green economy -<sup>41</sup>. Invero, se il progetto iniziale prevedeva l'e-

---

<sup>39</sup> L' Action Plan on Financing Sustainable Growth sviluppa un elenco di 10 proposte consultabili su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>

<sup>40</sup> Nel mese di aprile del 2020, il Consiglio Europeo ha adottato il sistema di tassonomia e tale provvedimento è stato anche accettato dalla Commissione Europea. Il regolamento, per essere pubblicato in Gazzetta Ufficiale ed entrare in vigore, deve soltanto attendere l'approvazione del Parlamento Europeo. Per maggiori dettagli in merito alla Procedura 2018/0178/COD relativo allo stato di avanzamento della Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088 - COM (2018) 353, consultare il sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/HIS/?uri=CELEX%3A52018PC0353>

<sup>41</sup> Secondo l'art. 2 n. 9) Prop. Reg. COM/2018/353 final, per “economia circolare” si intende “un sistema economico in cui il valore dei prodotti, dei materiali e delle altre risorse nell'economia è mantenuto il più a lungo possibile, migliorandone l'uso efficiente nella produzione e nel consumo, così da ridurre l'impatto ambientale del loro uso, riducendo al minimo i rifiuti e il rilascio di sostanze pericolose in tutte le fasi del loro ciclo di vita, anche mediante l'applicazione della gerarchia dei rifiuti;”. Sulla distinzione tra l'economia lineare e circolare, cfr. R. Ferrara, Brown economy, green economy, blue

---

sclusione di qualsiasi attività non sostenibile, una prima classificazione includeva (paradossalmente) attività super-inquinanti, come quelle legate alla produzione di energia nucleare. Fortunatamente, il 28 marzo 2018, i Parlamentari Europei, riunitisi a Strasburgo in seduta plenaria, le hanno estromesse, insieme, purtroppo, all'emanamento che imponeva di misurare anche gli impatti sociali. La linea, pertanto, seguita dall'Europa è stata una propensione totale verso le politiche ambientali, abbandonando di fatto, quelle sociali. Ciò ha significato che, in Europa, è considerata sostenibile un'azienda che rispetta gli standard ambientali, indipendentemente dalla circostanza che essa sfrutti i propri lavoratori o sia imputabile di evasione fiscale<sup>42</sup>. Ad ogni buon conto, la necessità di realizzare gli obiettivi delle politiche ambientali, così come individuati nell'Agenza 2030 delle Nazioni Unite ed adottate dall'Europa, ha imposto a quest'ultima di utilizzare appieno le potenzialità del sistema finanziario e di porlo al servizio delle esigenze specifiche dell'economia europea. Coerentemente, con l'Action Plan 2018, la Commissione Europea mira a rendere la finanza più sensibile nei confronti della sostenibilità attraverso iniziative volte a gestire i rischi finanziari derivati dai fattori ambientali e sociali, nonché a promuovere la trasparenza e la visione di lungo termine nelle attività finanziarie.

Mutando angolo prospettico verso il regolatore italiano, si evidenzia che alla grande enfasi del 2016 è seguito un silenzio normativo. Difatti, il tanto atteso decreto di attuazione dell'articolo 111 bis tub non è stato ancora pubblicato in Gazzetta Ufficiale, dovendosi attendere i pareri favorevoli della Banca di Italia e del Consiglio di Stato a seguito della chiusura, del 24 ottobre 2019, della consultazione pubblica sullo schema del detto decreto<sup>43</sup>. Sicchè, ad oggi, l'articolo del tub non trova piena applicazione a causa delle incertezze sopra esplicitate. Va osservato che, la pubblicazione del decreto consentirebbe di risolvere, seppur in maniera non esaustiva, alcune perplessità riscontrate nell'articolo in commento. In particolare e con specifico riferimento agli "standard di rating etico internazionalmente riconosciuti" il decreto rinvierebbe ai *"principi e iniziative elaborati dall'Unione Europea, dalle Nazioni Unite, dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, dall'Organizzazione Internazionale del Lavoro e da altre organizzazioni internazionali costituite in base a trattati o convenzioni internazionali, in materia di sviluppo sostenibile e tutela dei diritti umani, nonché da organismi e organizzazioni di normazione previsti dal Regolamento (UE) n. 1025/2012"*. Inoltre, si specifica che non sono, in ogni caso, conformi ai predetti standard, i finanziamenti nei confronti di quelle persone giuridiche alle cui attività siano imputabili la violazione dei diritti umani o individuali e/o

---

economy: l'economia circolare e il diritto dell'ambiente, in *Il Piemonte delle Autonomie*, 2018, V, 2, 1 ss.

<sup>42</sup> Cfr. l'articolo di E. Tramonto, *Finanza sostenibile: l'Europa corregge il rito. Non è ancora "sociale", ma è molto più green*, del 29.03.2019, sul portale on line [www.valori.it](http://www.valori.it)

<sup>43</sup> La consultazione pubblica è stata indetta dal Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'economia e delle Finanze. Lo schema del decreto ministeriale oggetto di consultazione pubblica è consultabile sul sito: [http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni\\_pubbliche/consultazione\\_finanza\\_etica.html](http://www.dt.tesoro.it/it/consultazioni_pubbliche/consultazione_finanza_etica.html)

---

il consumo di energia esclusivamente da fonti non rinnovabili.

Sotto il profilo della *governance* e del modello organizzativo “a forte orientamento democratico e partecipativo”, lo schema di decreto stabilisce un numero di soci non inferiore a duecento. Inoltre, al fine di incentivare la rappresentatività della compagine sociale nelle decisioni e di evitare che gli azionisti di maggioranza possano monopolizzare le decisioni, si è limitato il diritto di voto ad un massimo del 5 per cento del capitale sociale. Si prevede, altresì, l'introduzione di meccanismi atti a facilitare la partecipazione dei soci, come il voto per corrispondenza. Si intende, poi, coinvolgere i destinatari dei finanziamenti al fine di definire ed attuare gli indirizzi generali della banca in materia di politiche di finanza etica e sostenibile.

Sotto altro profilo, probabilmente l'elemento di maggiore novità, è l'introduzione di un organismo di certificazione con il compito di rilasciare, alle banche che aderiscono alle linee guida per la gestione dell'integrità, l'attestazione di conformità, ossia una certificazione accreditata attestante la sussistenza dei requisiti di cui al comma 1 dello schema di decreto. Detto organismo orienta la propria attività e le proprie decisioni alle disposizioni stabilite dall'ISO/IEC 17065 dell'Ente Italiano di Normazione<sup>44</sup>. Alla luce delle considerazioni esposte, si deve, purtroppo, constatare che lo schema di decreto delude decisamente le aspettative in quanto non sembra risolvere, come detto in maniera esaustiva, le criticità individuate nell'art. 111 bis tub. In particolare, con riferimento agli standard di rating etico, il maggiore motivo di doglianza è relativo al rinvio a “*principi ed iniziative*” che, di fatto, rispetto all'articolo del tub, non fornisce alcun ausilio agli operatori per la formulazione di valutazioni univoche. A bene vedere, l'origine del problema risiede, come già ampiamente ribadito, nella mutevolezza del concetto di eticità. Sicchè, se in Italia si riconosce maggior peso alle tematiche sociali, differentemente, in Europa, si risaltano quelle ambientali. Pertanto, l'assenza di un'elencazione chiara sui canoni etici da adottare avrà come conseguenza che i giudizi espressi, potranno essere oggetto di obiezioni<sup>45</sup>.

Ci si auspica, pertanto, che sopraggiungano modifiche sostanziali alla disciplina attualmente profilata al fine di dare piena attuazione all'articolo del tub

---

<sup>44</sup> Cfr. la prassi UNI/PdR 41 del 2018 e la norma UNI CEI EN ISO/IEC 17065:2012 sul portale dell'Ente Italiano di Normazione: [www.uni.com](http://www.uni.com)

<sup>45</sup> Al fine di meglio definire gli standard etici, Banca Etica, nelle osservazioni presentate in occasione della consultazione pubblica sullo schema di decreto, ha proposto gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, oramai riconosciuti a livello mondiale. Cfr. <https://www.bancaetica.it/blog/news/decreto-attuativo-della-legge-sulla-finanza-etica-le-nostre-richieste> e gli Sustainable Development Goals della Italian Agency for development cooperation, consultabile su <https://www.aics.gov.it/home-eng/fields/sdgs/>



---

## 4. Considerazioni finali

A conclusione dell'iter seguito possiamo provare a definire la finanza etica come quel particolare settore che fornisce istruzioni sulla giusta allocazione delle risorse tramite i mezzi tradizionali e sulla base di valutazioni, non soltanto finanziarie ma anche etiche e morali.

Purtroppo, ad impedire la conversione verso una finanza sostenibile si frappongono ostacoli di matrice politica ed economica. Difatti, si consideri che nella seduta dell'11 marzo 2019 la Commissione per gli Affari economici e quella per l'Ambiente del Parlamento Europeo ha incluso, tra le attività di finanza sostenibile i finanziamenti alle industrie estrattive del petrolio e del carbone, attività che non appaiono coerenti con le finalità proprie della green economy. Poco condivisibile è stata poi la decisione, adottata dalla menzionata Commissione, di non effettuare alcun riferimento alle politiche di *governance* le quali, unitamente alle tematiche sociali e ambientali, rappresentano – o dovrebbero rappresentare – le priorità della finanza etica. Sul punto, dunque, occorre effettuare attente valutazioni che tengano conto dell'ingerenza economica, del settore privato, nel processo di conversione da un'economia lineare ad una circolare. Difatti, al necessario contributo finanziario dei privati per la detta trasformazione, si contrappone l'imposizione di gravosi vincoli che di fatto, ne limitano la piena realizzazione.

A tal proposito, si deve con rammarico considerare, che l'attuale crisi economia causata dalla pandemia, ha fortemente mutato le priorità delle aziende private, con un declassamento degli obiettivi ambientali. Sicchè, ad oggi, gli imprenditori ed i loro rappresentanti politici considerano gli obiettivi fissati dal Green Deal del dicembre 2019 ormai non più finanziariamente sostenibili, proponendo, addirittura, di incentivare il commercio dei certificati di CO2 con contestuale posticipo delle legislazioni sull'ambiente<sup>46</sup>.

Si paventa, quindi, la possibilità di un ulteriore rallentamento nel processo di riforma della finanza. Ciò nonostante, si deve, con fiducia, assistere ad una rinnovata consapevolezza da parte della collettività sulla necessità di non poter più procrastinare il problema e di intervenire con urgenza nel *“preservare una capacità operativa orientata ad evitare un utilizzo disattento o distorto delle risorse disponibili; ad assicurare, a livello organizzativo, l'adozione di misure in grado di perseguire il primario obiettivo della messa in sicurezza del Paese e, con questa, del superamento dei divari tra nord e sud (cui consegue l'ovvia possibilità di rotture sociali); a far vincere le buone idee e la sana politica sul velleitarismo, su visioni utopistiche destinate a scrivere la loro storia sull'acqua!”*<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup> Cfr. gli articoli, pubblicati su “La Repubblica”, Se il coronavirus infetterà anche il Green Deal europeo, del 01 aprile 2020 e Coronavirus, appello dei ministri dell'Ambiente Ue: “Il Green Deal resti centrale”, del 11 aprile 2020

<sup>47</sup> Cfr. F. Capriglione, Etica e Finanza in tempi di crisi, cit. 25

# GLI INTERVENTI DELLE BANCHE CENTRALI SUL MERCATO. DALLA REGOLAZIONE AL GOVERNO DELL'ECONOMIA

Tamara Favaro

**Abstract:** Partendo dall'analisi delle più recenti misure di politica monetaria non convenzionale che sono state adottate dalla Banca Centrale Europea al fine di fronteggiare la pandemia in atto, il presente contributo mira ad indagare il nuovo ruolo che, nell'attuale contesto storico, sembrano assumere le Banche Centrali. In particolare, dopo aver richiamato alcune possibili forme innovative di intervento nell'economia reale – le quali impongono una nuova riflessione sulla necessità di riconoscere, anche in capo alla BCE, un'effettiva funzione di credito di ultima istanza –, si evidenzia l'opportunità di attribuire alla Banca Centrale Europea nuove competenze, che permettano alla stessa di esercitare un ruolo attivo nel governo dell'economia, consentendole di intervenire *direttamente* a sostegno delle politiche europee e così ripristinando il collegamento tra politica e moneta anche a livello europeo.

This work begins with an analysis of the most recent unconventional monetary policy measures that have been adopted by the European Central Bank in order to deal with the ongoing COVID-19 pandemic. The aim is to investigate the new role that central banks seem to assume in the current historical context. In particular, after recalling some possible innovative forms of intervention on the real economy by the Central Bank – which impose a new reflection on the need to recognize, even for the ECB, a Lender of Last Resort Function –, I stress the opportunity to give a new mandate to the European Central Bank, allowing it to intervene directly in support of European policies and thus restoring the link between politics and currency also at European level.

**Parole chiave:** Banca Centrale, politica monetaria non convenzionale, COVID-19, regolazione, governo dell'economia

**Sommario:** 1. Il nuovo ruolo della Banca Centrale europea nella gestione della politica monetaria. Un possibile ripensamento del modello di regolazione meramente economica? – 2. Banca Centrale Europea e misure di politica monetaria non convenzionale per fronteggiare la crisi in atto. – 3. Criticità relative agli interventi della Banca Centrale Europea. – 4. Forme innovative di intervento delle Banche Centrali nell'economia reale. – 5. Un possibile ritorno alla “politica” da parte della Banca Centrale?



---

«La legge patisce tante eccezioni che diventa eccezione essa stessa»

(I. SVEVO, *Commedie*, Mondadori, 1960, p. 59)

## 1. Il nuovo ruolo della Banca Centrale europea nella gestione della politica monetaria.

### Un possibile ripensamento del modello di regolazione meramente economica?

I problemi connessi alla natura indipendente e neutrale della Banca Centrale Europea<sup>1</sup> sono oggetto di un annoso dibattito dottrinale<sup>2</sup>, che ha assunto nuovo rilievo anche in tempi recentissimi a seguito di alcuni approdi giurisprudenziali<sup>3</sup>. Parti-

---

<sup>1</sup> \*Assegnista di ricerca in Diritto dell'economia presso il Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Pisa. Per un approfondimento in dottrina, si rinvia in particolare alle opere di M. PELLEGRINI, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, Bari, Cacucci, 2003; S. ANTONIAZZI, *La Banca Centrale Europea, tra Politica Monetaria e Vigilanza Bancaria*, Torino, Giappichelli, 2013; C. BUZZACCHI, (a cura di), *La Banca centrale europea: il custode della costituzione economica*, Milano, Giuffrè, 2017; ID., *Risparmio, Credito e Moneta tra art. 47 Cost. e funzioni della Banca Centrale Europea: beni costituzionali che intersecano ordinamento della Repubblica e ordinamento dell'Unione*, in *Costituzionalismo.it*, fasc. 2, 2016, p. 39 ss.; F. MATTASSOGLIO, *La Banca Centrale Europea come una Penelope schizofrenica?*, in G. COCCO, S. LA PORTA (a cura di), *Il pendolo delle autonomie, tra aspirazioni federalistiche e tentazioni di semplificazione. Scritti in onore di Anna Marzanati*, Torino, Giappichelli, 2018, pp. 181-194; ID., *Dalla Banca d'Italia alla Banca Centrale Europea: come sono cambiate le modalità di finanziamento del debito*, in *Rivista Italiana di Diritto Pubblico Comunitario*, fasc. 5, 2016, pp. 1145-1182; F. ZATTI, *Il controllo della BCE sulle economie nazionali*, in M. CAFAGNO, F. MANGANARO (a cura di), *L'intervento pubblico nell'economia – Studi a 150 anni dall'unificazione amministrativa italiana*, a cura di L. Ferrara e D. Sorace, vol. V, Firenze, Firenze University Press, 2016, pp. 487-598; F. BELLI, V. SANTORO (a cura di), *La Banca centrale europea*, Milano, Giuffrè, 2003; A. MALATESTA, *La Banca centrale europea. Gli aspetti istituzionali della Banca centrale della Comunità europea*, Milano, Giuffrè, 2003; O. ROSELLI (a cura di), *Europa e banche centrali*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2004; D. HOWARTH, P. LOEDEL, *The European Central Bank: The New European Leviathan?*, New York, Palgrave Macmillan, 2005; C. ZILIOI, M. SELMAYR, *La Banca Centrale Europea*, Milano, Giuffrè, 2007.

<sup>2</sup> V., *ex multis*, S. CASSESE, *L'autonomia delle banche centrali*, in *È ancora attuale la legge bancaria del 1936?*, Roma, 1987, 83 ss.; C. GOODHART, *L'evoluzione delle banche centrali*, Laterza, Roma-Bari, 1989; D. MASCIANDARO, S. RISTUCCIA (a cura di), *L'autonomia delle banche centrali*, Milano, Edizioni di Comunità, 1998; A. PREDIERI, *Il potere della Banca centrale: isola o modello?*, Firenze, Passigli, 1996; C. GOODHART, *The Constitutional Position of a Independent Central Bank*, in *Government and Opposition*, vol. XXXVII, fasc. 2, 2002, pp. 190 ss.; G. CAMA, G.B. PITTALUGA, *Indipendenza delle banche centrali e democrazia*, Milano, Hoepli, 2004; AA.VV., *Banche centrali e principio democratico, Quaderni del dottorato di ricerca in diritto ed economia*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2007; F. MOROSINI, *Banche centrali e questione democratica*, Pisa, ETS, 2014; P. CIOCCA, *La banca che ci manca. Le banche centrali, l'Europa, l'instabilità del capitalismo*, Roma, Donzelli, 2014; O. CHESSA, *La costituzione della moneta. Concorrenza, indipendenza della banca centrale, pareggio di bilancio*, Napoli, Jovene, pp. 265 ss.

<sup>3</sup> V. *infra* par. 2.

---

colare oggetto di indagine è il nodo, tuttora irrisolto, della natura tecnica o anche politica del ruolo attualmente esercitato dalla BCE, mediante l'utilizzo di strumenti di politica monetaria non convenzionale quale forma di gestione di situazioni emergenziali. In massima sintesi, tradizionalmente questo dibattito è finalizzato a rivendicare una sorta di "legittimazione democratica" in capo alla Banca Centrale Europea. Più in generale, il fine è quello di verificare se vi sia l'effettiva possibilità di ricondurre l'adozione di politiche non convenzionali al mandato formalmente attribuito alla stessa o se invece essa invada le competenze appartenenti agli organi politici dei singoli Stati membri.

Pur partendo dal medesimo problema, diverso è lo scopo che orienta il presente contributo: l'obiettivo è infatti quello di interpretare il nuovo ruolo assunto dalla Banca Centrale Europea alla luce della recente crisi nell'ottica della tradizionale relazione tra mercato e istituzioni.

Come noto, fin dalla sua istituzione con il Trattato di Maastricht, il mandato primario attribuito alla BCE consiste nel mantenimento della stabilità dei prezzi, al fine di contenere il tasso di inflazione. Pertanto, volendo applicare le categorie dogmatiche tipiche del diritto pubblico dell'economia, forse non è azzardato ritenere che, nel perseguimento della politica monetaria, l'Autorità appaia connotata da una funzione di regolazione squisitamente economica<sup>4</sup>: esercita infatti un'attività di conforma-

---

<sup>4</sup> È noto come la nozione di "regolazione" sia tuttora notevolmente discussa in dottrina a livello nazionale ed europeo, in particolare per ciò che attiene l'ambito di delimitazione della materia rispetto al diritto pubblico dell'economia. In massima sintesi, la disciplina dell'economia viene attuata attraverso l'elaborazione e l'attuazione di politiche pubbliche di natura fiscale, di spesa, di sostegno e incentivo ai diversi settori dell'economia: per mezzo di essa le istituzioni pubbliche mirano a influenzare l'andamento del mercato, e talora anche a sostituirlo con altre forme di organizzazione economica, in vista del raggiungimento di determinati obiettivi. La regolazione ha carattere "condizionale", nel senso che "consiste di prescrizioni non direttive, ma ipotetiche, dal verificarsi delle quali le norme o la regolazione stessa fa discendere conseguenze che sono predeterminate" (Cassese, 2002). Si distingue in regolazione sociale ed economica: la prima prevede interventi diretti a orientare il funzionamento dei mercati, in relazione alla rilevanza dei beni e dei servizi prodotti e scambiati per la realizzazione di interessi pubblici di per sé estranei al mercato; la seconda considera invece come interesse generale da perseguire proprio il corretto funzionamento del mercato: M. BOMBARDELLI, *Le relazioni tra istituzioni pubbliche e mercati*, in ID. (a cura di), *L'intervento amministrativo sui mercati*, Torino, Giappichelli, 2019, pp. 10 ss. Per un approfondimento sul tema, si rinvia in particolare a N. RANGONE, *Regolazione*, in S. CASSESE (a cura di), *Dizionario di diritto pubblico*, vol. V, Milano, Giuffrè, 2006, pp. 5057 ss.; assume una posizione parzialmente diversa A. ZITO,  *Mercati (Regolazione dei)*, in *Enciclopedia del Diritto*, Annali III, Milano, Giuffrè, 2010, pp. 805 ss.; M. SEPE, *I Mercati*, Bari, Cacucci, 2003; M. PELLEGRINI,  *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Milano, Wolters Kluwer, 2016; A. TUCCI,  *Il diritto dell'economia nella prospettiva storico-istituzionale*, in *Amministrazione in Cammino*, 2016; V. inoltre S. BREYER,  *Regulation and its Reform*, Cambridge, Harvard University Press, 1982; J. TAPIA, D. MANTZARI,  *The Regulation/Competition Interaction*, in D. GERARDIN, I. LIANOS (a cura di),  *Research Handbook on European Competition Law*, 2014, disponibile all'indirizzo: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2044722](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2044722) [ultimo accesso: 20 febbraio 2020]; A. POLICE,  *Tutela della concorrenza e pubblici poteri. Profili di diritto amministrativo nella disciplina antitrust*, Torino, Giappichelli, 2007, pp. 245 ss.; E. BRUTI LIBERATI,  *La regolazione pro-concorrenziale dei servizi pubblici a rete*, Milano, Giuffrè, 2006.

---

zione del mercato secondo regole di natura condizionale, è sottoposta al sindacato giurisdizionale della Corte di Giustizia e può considerarsi una c.d. “*single mission authority*”, nel senso che non deve ponderare l’interesse pubblico ad esso affidato con altri interessi pubblici secondari<sup>5</sup>. In effetti, a conferma di tale tesi sembra di potersi citare una recente letteratura economica<sup>6</sup> che ha evidenziato come la Banca Centrale Europea, con le sue misure di politica monetaria, operi in un caso di “fallimento del mercato” che caratterizza la stabilità monetaria e si ripropone di intervenire sui comportamenti dei soggetti operanti nei mercati finanziari, regolando il livello dei prezzi.

È noto infatti come essa agisca secondo regole di natura economica ed incarni la tipica concezione dell’economia monetarista<sup>7</sup>; inoltre, come evidenziato anche di recente dalla dottrina amministrativistica<sup>8</sup>, nella sua intrinseca natura di Autorità indipendente essa manifesta in maniera emblematica tutta la sfiducia nell’adeguatezza dell’intervento pubblico nell’economia, cui si contrappone la fede nel mercato e nella sua efficienza<sup>9</sup>.

In tal senso, la Banca Centrale Europea si sviluppa in contrapposizione al precedente modello Keynesiano, ove la politica monetaria era invece considerata quale parte delle più complessive strategie di politica economica e, dunque, dotata di rilevante connotazione politica, dovendo per l’appunto contemperare finalità ed interessi pubblici diversi ed in parte confliggenti. In questo precedente modello, che ha caratterizzato l’economia quantomeno fino agli anni sessanta del secolo scorso, vi era un forte e connaturale «collegamento tra politica e moneta»<sup>10</sup>: le decisioni di politica monetaria dovevano infatti saper mediare tra interessi in conflitto, per cui le scelte relative alla sua definizione erano rimesse a organi democraticamente eletti, lasciando in sostanza alle banche centrali il mero «potere di decidere autonomamente le *misure tecniche*»<sup>11</sup> più idonee a realizzare tali obiettivi<sup>12</sup>.

In effetti, il ruolo delle banche centrali si è evoluto nel tempo in maniera speculare rispetto al “ritiro” dello Stato dall’economia, divenendo emblematico del prevalere delle forze del mercato sulle istituzioni politicamente rappresentative. Si fa forza l’i-

---

<sup>5</sup> Cfr. in particolare S. CASSESE, *Dalle regole del gioco al gioco con le regole*, in *Mercato Concorrenza Regole*, fasc. 2, 2002, pp. 265-276.

<sup>6</sup> Sul punto, cfr. V. VISCO, *Note sulla regolamentazione dei mercati finanziari*, relazione tenuta presso la Scuola Superiore della Magistratura, Milano, 3 marzo 2016, disponibile all’indirizzo: <https://www.nens.it/archivio/documenti/note-sulla-regolamentazione-dei-mercati-finanziari> [ultimo accesso: 15 giugno 2020].

<sup>7</sup> Cfr. in particolare M. FRIEDMAN, *Metodo, consumo e moneta*, Bologna, Il Mulino, 1996.

<sup>8</sup> E.B. LIBERATI, *La regolazione indipendente dei mercati. Tecnica, Politica, Democrazia*, Torino, Giappichelli, 2019, che dedica autonomo

<sup>9</sup> Cfr. F. MERUSI, *Democrazia e autorità indipendenti*, Bologna, Il Mulino, 2000, pp. 9 ss.

<sup>10</sup> M. PELLEGRINI, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit., p. 19.

<sup>11</sup> Corsivo aggiunto.

<sup>12</sup> C. PANICO, M.O. RIZZA, *Fondamenti dell’indipendenza della banca centrale in una società democratica*, in AA.Vv., *Banche centrali e principio democratico, Quaderni del dottorato di ricerca in diritto ed economia*, op. cit., p. 49.

---

dea secondo cui la politica monetaria debba essere sottratta alla discrezionalità dei governi per essere affidata in via esclusiva a banche centrali indipendenti, incaricate in via principale di garantire la stabilità dei prezzi sulla base di criteri tecnici, senza tener conto delle considerazioni politiche contingenti.

Eppure, nell'attuale contesto storico, si suole ritenere che si assista ad un massiccio ritorno delle politiche pubbliche e alla sempre più matura consapevolezza per cui il dato economico è inseparabile da quello politico, anche con riferimento alla politica monetaria: quale è allora l'attuale «forma di interazione tra potere politico e potere monetario»<sup>13</sup>? In particolare, può ritenersi che evolva anche il ruolo della Banca Centrale Europea, assumendo una maggiore «politicizzazione» rispetto a quella attribuita dai Trattati europei, essendo chiamata a svolgere funzioni che vadano oltre la mera integrazione economica e così finalmente ripristinando anche a livello transnazionale il connaturale nesso tra politica e moneta?

## **2. Banca Centrale Europea e misure di politica monetaria non convenzionale per fronteggiare la crisi in atto**

Come anticipato, per cercare di rispondere a questa domanda appare opportuno far riferimento al crescente ricorso alla politica monetaria non convenzionale da parte della BCE. Infatti, nella perdurante incompletezza del disegno europeo, caratterizzato non solo dalla sostanziale assenza di un'unione fiscale e politica ma ancor prima dall'incompletezza dell'Unione Economica e Monetaria, la Banca Centrale Europea è stata costretta a porre in essere «azioni straordinarie»<sup>14</sup>. In particolare, essa è ricorsa in maniera cospicua alla politica monetaria non convenzionale (c.d. *non standard measures*), inaugurata a seguito della crisi finanziaria del 2007<sup>15</sup>, mettendo in atto una serie di interventi urgenti e fuori dal comune al fine di fronteggiare l'emergenza. Così, oltre a mantenere i tassi d'interesse invariati<sup>16</sup>, la BCE ha deciso di intervenire con massicce misure di *Quantitative Easing*<sup>17</sup>, potenziando temporaneamente il

---

<sup>13</sup> F. CAPRIGLIONE, voce *Moneta*, in *Enc. dir., Aggiornamento*, III, Milano, 1999, p. 747.

<sup>14</sup> Il riferimento è alla nota affermazione con cui la presidente della BCE ha presentato il piano straordinario “*Pandemic Emergency Purchase Programme*” (meglio definito *infra*): «Tempi straordinari richiedono azioni straordinarie. Il nostro impegno per l'euro non ha limiti. Siamo determinati a sfruttare l'intero potenziale dei nostri strumenti, nell'ambito del nostro mandato».

<sup>15</sup> Inoltre, ha adottato misure di vigilanza prudenziale, qui non oggetto di approfondimento.

<sup>16</sup> Nello specifico, il tasso principale resta fermo a zero, quello sui depositi a -0,50% e quello sui prestiti marginali allo 0,25%.

<sup>17</sup> C.d. “allentamento quantitativo”, che consiste sostanzialmente in una strategia della Banca Centrale destinata all'acquisto massiccio di azioni e titoli di stato, con lo scopo di produrre maggiore circolazione di liquidità e riduzione dei tassi di interesse, facilitando così l'accesso al credito. Avviato

---

programma di acquisto di *bond* europei (c.d. *Asset Purchase Programme – APP*)<sup>18</sup> avviato nel 2014 al fine di sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e fornire l'importo di adattamento politico necessario per garantire la stabilità dei prezzi, incrementandolo di 120 miliardi di euro netti sino a fine anno<sup>19</sup>. Inoltre, ha stabilito di condurre ulteriori operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (c.d. *Long Term Refinancing Operations – LTRO*)<sup>20</sup>, introducendo al contempo condizioni più favorevoli per le c.d. “operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine” (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO III*)<sup>21</sup>, atte a stimolare i prestiti bancari all'economia reale e in generale migliorare la trasmissione della politica monetaria<sup>22</sup>. Ancora, sempre nell'ambito delle proprie misure di politica monetaria non convenzionale, la BCE ha istituito sette nuovi interventi di supporto alla liquidità, ovvero le c.d. “operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica” (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations – PELTRO*)<sup>23</sup>, con lo scopo di preservare il normale funzionamento dei mercati finanziari ed evitare una crisi del credito nell'Eurozona determinata dal coronavirus.

Particolarmente significativa è anche la creazione di un nuovo Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme –*

---

per la prima volta in Europa nel 2015 come misura straordinaria e temporanea con una scadenza iniziale prevista per settembre 2016, il *Quantitative Easing* è stato continuamente oggetto di proroga.

<sup>18</sup> In particolare, nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* l'Eurosistema conduce quattro programmi di acquisto di titoli pubblici e privati, che hanno per oggetto: obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme – CBPP3*), titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari (*Asset-Backed Securities Purchase Programme – ABSPP*), titoli emessi da governi, agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'area dell'euro (*Public Sector Purchase Programme – PSPP*, per cui v. *infra* nel presente paragrafo), e obbligazioni del settore privato (*Corporate Sector Purchase Programme – CSPP*). Con riferimento a queste ultime, il 18 marzo 2020 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di estendere la gamma di attività idonee ai documenti commerciali non finanziari. In generale, questi programmi mirano ad incrementare l'offerta monetaria, a sostenere i consumi e la spesa per gli investimenti nell'area euro nonché a raggiungere un obiettivo di inflazione vicino al 2%.

<sup>19</sup> Che vanno ad aggiungersi ai 20 miliardi di euro mensili previsti dal programma corrente. Si segnala che tra marzo e maggio 2020 l'Eurosistema ha effettuato acquisti netti per 127,8 miliardi di EUR nell'ambito del c.d. *APP*.

<sup>20</sup> Fino al 24 giugno 2020.

<sup>21</sup> Che saranno applicate dal 24 giugno 2020 al 23 giugno 2021. In particolare, il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni *TLTRO III* nel periodo da giugno 2020 a giugno 2021 a 50 punti base al di sotto del tasso di interesse medio di deposito prevalente nello stesso periodo. In particolare, tali misure sono volte a sostenere i prestiti bancari nei confronti delle persone maggiormente colpite dalla diffusione del coronavirus, *in primis* le piccole e medie imprese.

<sup>22</sup> Per un approfondimento sul punto, si rinvia alla decisione (UE) 2020/407 della Banca Centrale Europea del 16 marzo 2020, che modifica la decisione (UE) 2019/1311 su una terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (BCE/2020/13).

<sup>23</sup> Avviate nel maggio 2020, tali operazioni avranno scadenze scaglionate tra luglio e settembre 2021, in linea con la durata delle misure di allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle garanzie.



---

PEPP)<sup>24</sup>, rivolto ai titoli del settore sia pubblico che privato, cui è stata attribuita una dotazione finanziaria complessiva di 1.350 miliardi di euro<sup>25</sup> per allentare l'orientamento complessivo della politica monetaria e per contrastare i gravi rischi a cui il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e le prospettive per l'area dell'euro sono esposti a causa della pandemia di coronavirus<sup>26</sup>. In effetti, questo nuovo programma appare ancor più radicale delle tanto discusse operazioni monetarie definitive per i Paesi in difficoltà (*Outright Monetary Transactions – OMT*) e del programma di acquisti di titoli pubblici sui mercati secondari (*Public Sector asset Purchase Programme – PSPP*), che sono stati recentemente oggetto di sindacato da parte della Corte di Giustizia dell'Unione europea<sup>27</sup> e su cui è significativamente intervenuta la *Bundesverfassungsgericht* tedesca<sup>28</sup> proprio all'indomani dell'adozione

---

<sup>24</sup> Istituito con decisione (UE) 2020/440 della Banca Centrale Europea del 24 marzo 2020 su un programma temporaneo di acquisto per l'emergenza pandemica (BCE/2020/17).

<sup>25</sup> In un primo momento, erano stati attribuiti 750 miliardi di euro. Successivamente, con decisione del 4 giugno 2020 la BCE ha previsto altri 600 miliardi di euro nell'ambito del c.d. PEPP.

<sup>26</sup> Per una più approfondita ricostruzione delle molteplici misure poste in essere dalla Banca Centrale Europea al fine di contrastare gli effetti prodotti sull'economia dal COVID-19, si rinvia in particolar modo a G. CLAEYS, *The European Central Bank in the COVID-19 crisis: Whatever it takes, within its mandate*, Policy Contribution n. 9/2020, Bruegel, disponibile all'indirizzo: <https://www.bruegel.org/2020/05/the-european-central-bank-in-the-covid-19-crisis-whatever-it-takes-within-its-mandate/> [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

<sup>27</sup> Ci si riferisce in particolar modo alla sentenza della Corte di giustizia del 16 giugno 2015 sul caso *Peter Gauweiler et al. c. Deutscher Bundestag* (Causa C-62/14), in merito alla validità delle decisioni del Consiglio direttivo della Banca centrale europea del 6 settembre 2012, relative ad una serie di caratteristiche tecniche concernenti le *Outright Monetary Transactions* dell'Eurosistema sui mercati secondari del debito sovrano e sull'interpretazione degli artt. 119 TFUE, 123 TFUE e 127 TFUE, nonché degli articoli da 17 a 24 del Protocollo (n. 4) sullo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, e alla successiva sentenza della Corte (Grande Sezione) del 11 dicembre 2018 sul caso *Weiss* (causa C-493/17), volta a sindacare la validità del programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondario (*PSPP*). In entrambi i casi, la Corte di Giustizia ha riconosciuto la legittimità dell'operato della Banca Centrale Europea. Per un commento in dottrina, cfr. in particolare L. DANIELE, P. SIMONE, R. CISOTTA (a cura di), *Democracy in the EMU in the Aftermath of the Crisis*, Cham, Springer, 2017, con particolare riferimento ai contributi di Susanna Cafaro, Fabio Bassan e Giulio Peroni. Cfr. anche M. BONINI, *La Banca Centrale Europea tra forma di governo parlamentare, democrazia "à la UE" e "costituzionalismi intrecciati"*, in *Rivista AIC*, fasc. 4, 2016, pp. 1-39; R. IBRIDO, *Il controllo democratico della politica monetaria: equilibri costituzionali e integrazione europea dopo le sentenze OMT*, in *Federalismi*, fasc. 5, 2017, pp. 1-29; F. MUNARI, *Da Pringle a Gauweiler: i tormentati anni dell'Unione monetaria e i loro effetti sull'ordinamento giuridico europeo*, in *Il Diritto dell'Unione europea*, fasc. 4, 2015, pp. 723-755.

<sup>28</sup> Ovvero, l'organo di giustizia costituzionale della Repubblica Federale di Germania. Il riferimento è all'ormai nota sentenza del 5 maggio 2020 che, in parte contraddicendo nel merito la sentenza della Corte di Giustizia sul caso *Weiss*, peraltro pronunciata su rinvio pregiudiziale della stessa *Bundesverfassungsgericht*, ha posto nuovamente in dubbio la legittimità dei programmi di *Quantitative Easing* adottati nell'ambito del programma *PSPP*. In massima sintesi, la Banca Centrale Europea avrebbe confuso la politica monetaria, competenza esclusiva dell'Unione, con la politica economica, rimessa agli Stati membri e di cui l'Unione assicura tutt'al più il coordinamento dettandone gli indirizzi di massima. In particolare, essa non avrebbe tenuto in debito conto una serie di effetti distorsivi provocati dalla sua politica monetaria non convenzionale sull'economia reale, necessariamente implicati dalla natura dell'intervento: infatti, non avrebbe sufficientemente considerato gli effetti di politica economica e sociale del programma sul debito pubblico, sul risparmio personale, sui regimi pensionistici e previdenziali, sui prezzi degli immobili e sul

---

delle nuove misure di *Quantitative Easing* volte a fronteggiare la crisi sanitaria in atto.

### 3. Criticità relative agli interventi della Banca Centrale Europea

In effetti, alcuna dottrina<sup>29</sup> ha già contestato la legittimità del nuovo Programma di acquisto per l'emergenza pandemica, a causa della sua enorme flessibilità<sup>30</sup>, della pressoché totale assenza di forme di condizionalità<sup>31</sup> e dell'apparente rimozione dei limiti per emissione e per emittente che avevano invece caratterizzato i precedenti programmi<sup>32</sup>, sebbene la Banca Centrale Europea abbia giustificato tali innovazioni sulla base delle caratteristiche peculiari che connotano l'attuale crisi rispetto alla precedente<sup>33</sup>.

---

mantenimento di imprese economicamente non redditizie (v. par. 139 della sentenza in parola). Inoltre, la Corte di Giustizia nella pronuncia *Weiss* non avrebbe sufficientemente vagliato il rispetto del principio di proporzionalità, imposto dai trattati alla BCE. Per un primo commento in dottrina, si rinvia in particolare a J. ZILLER, *L'insopportabile pesantezza del giudice costituzionale tedesco*, in *I post di AISDUE*, vol. II, fasc. 1, 2020, pp. 1-13; G. TESAURO, P. DE PASQUALE, *La BCE e la Corte di giustizia sul banco degli accusati del Tribunale costituzionale tedesco*, in *Il diritto dell'Unione europea – Osservatorio europeo*, maggio 2020, pp. 1-22, disponibile al link: [http://www.dirittounioneuropea.eu/Tool/Evidenza/Single/view\\_html?id\\_evidenza=1000](http://www.dirittounioneuropea.eu/Tool/Evidenza/Single/view_html?id_evidenza=1000) [ultimo accesso: 10 giugno 2020]; D.U. GALETTA, *Karlsruhe über alles? Il ragionamento sul principio di proporzionalità nella pronuncia del 5 maggio 2020 del BVerfG tedesco e le sue conseguenze*, in *Federalismi*, fasc. 14, 2020, pp. 166-178; L.F. PACE, *Il BVerfG e la sentenza sul programma PSPP: "c'è della logica in questa follia"? Il prevedibile "rientro" della "crisi istituzionale" annunciata nella sentenza (provvisoria) del 5 maggio 2020*, in *Federalismi*, fasc. 16, 2020, pp. 299-309; B. CARAVITA, M. CONDINANZI, A. MORRONE, A.M. POGGI, *Da Karlsruhe una decisione poco meditata in una fase politica che avrebbe meritato maggiore ponderazione – Editoriale*, fasc. 14, 2020, pp. ix-xiv; A. CIANCIO, *The 5 May 2020 Bundesverfassungsgericht's Decision on the ECB's public sector purchase program: an attempt to "break the toy" or a new starting point for the Eurozone?*, in *Federalismi*, fasc. 16, 2020, pp. 36-47; M. CLARICH, *La Consulta tedesca e il problema della legittimazione democratica dell'UE*, in *Milano Finanza*, 8 maggio 2020; F. BASSAN, *Il primato del diritto tedesco*, in *Dirittobancario.it*, 7 maggio 2020; S. LOMBARDO, *Quantitative Easing: la sentenza della Corte Costituzionale tedesca*, in *Dirittobancario.it*, 6 maggio 2020.

<sup>29</sup> Cfr. in particolare M. VAN DER SLUIS, *Analysis: "Fighting the fallout: the ECB adopts a purchase programme in response to the coronavirus"*, 24 marzo 2020, disponibile all'indirizzo: <https://eulawlive.com/analysis-fighting-the-fallout-the-ecb-adopts-a-purchase-programme-in-response-to-the-coronavirus-by-marijn-van-der-sluis/> [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

<sup>30</sup> Infatti, ai sensi dell'art. 5, c. 2, della decisione (UE) 2020/440, saranno permesse «fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto nel tempo, fra classi di asset e giurisdizioni».

<sup>31</sup> M. VAN DER SLUIS, *Analysis: "Fighting the fallout: the ECB adopts a purchase programme in response to the coronavirus"*, cit., osserva a tal proposito che «(...) the accusation is easily made that PEPP is OMT, just without the conditionality».

<sup>32</sup> Ovvero, il limite del 33% per i titoli di Stato e del 50% per gli emittenti sovranazionali che finora ha vincolato gli acquisti da parte della BCE.

<sup>33</sup> Particolarmente significativo a tal proposito appare il Considerando n. 4 della decisione (UE) 2020/440 della Banca Centrale Europea, con cui si riconosce che «(...) Il PEPP è istituito per rispondere a una crisi economica specifica, straordinaria e acuta che potrebbe compromettere l'obiettivo della stabilità



---

Tuttavia, ci sembra che, nell'ipotesi (alla luce dei precedenti, invero assai probabile) in cui tale programma fosse utilizzato dalla Corte Costituzionale tedesca quale nuovo pretesto per sottoporre a sindacato giurisdizionale le misure di *Quantitative Easing* adottate dalla BCE, la Corte di Giustizia si pronuncerebbe, ancora una volta, nel senso della sua ammissibilità, essendo coerente rispetto agli obiettivi perseguiti e dei mezzi utilizzati per il loro raggiungimento<sup>34</sup>. Infatti, riprendendo le argomentazioni addotte dalla Corte di Giustizia nella sentenza *Gauweiler*<sup>35</sup>, se è pur vero che «il SEBC non può validamente acquistare titoli di Stato sui mercati secondari in presenza di condizioni che conferiscano, in pratica, al suo intervento un effetto equivalente a quello dell'acquisto diretto di titoli del debito pubblico presso le autorità e gli organismi pubblici degli Stati membri, rimettendo così in discussione l'efficacia del divieto enunciato all'articolo 123, paragrafo 1, TFUE<sup>36,37</sup>, d'altro canto la rimozione dei limiti per emissione e per emittente da parte del nuovo Programma di acquisto per l'emergenza pandemica non sembra per ciò solo idonea «a sottrarre gli Stati membri di cui trattasi all'incitamento a condurre una sana politica di bilancio»<sup>38</sup>, e questo proprio a causa della natura peculiare che connota l'attuale crisi rispetto alle precedenti<sup>39</sup>.

A ben vedere, e a prescindere dalle considerazioni di stampo squisitamente costitu-

---

dei prezzi e il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. A causa di tali circostanze eccezionali, in rapida evoluzione e caratterizzate da incertezza, il PEPP richiede un elevato grado di flessibilità nella sua pianificazione e attuazione rispetto al PAA e i suoi obiettivi di politica monetaria non sono identici a quelli del PAA». Ancora, al Considerando n. 5 si spiega che «(...) Un approccio flessibile alla composizione degli acquisti nell'ambito del PEPP è purtuttavia essenziale per impedire che le attuali dislocazioni della curva dei rendimenti dei titoli sovrani aggregata dell'area dell'euro si traducano in ulteriori distorsioni nella curva dei rendimenti privi di rischio dell'area dell'euro, assicurando altresì nel contempo che l'orientamento complessivo del programma comprenda tutte le giurisdizioni dell'area dell'euro. Per rafforzare ulteriormente la flessibilità del PEPP, i titoli di debito negoziabili del settore pubblico con scadenze più brevi di quelli acquistati nell'ambito del PSPP saranno acquistati anche nell'ambito del PEPP».

<sup>34</sup> Infatti, come chiarito dalla sentenza *Gauweiler* al punto 42, «è importante rilevare che il Trattato FUE non contiene alcuna definizione precisa della politica monetaria, ma definisce al tempo stesso gli obiettivi di tale politica e i mezzi di cui dispone il SEBC per attuarla (v., in tal senso, sentenza *Pringle*, C-370/12, EU:C:2012:756, punto 53)».

<sup>35</sup> Meglio definita *supra*, nota 27.

<sup>36</sup> Il quale, come noto, impone il divieto di finanziamento monetario degli Stati membri della zona euro, prevedendo che «Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (...), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali».

<sup>37</sup> V. punto 97 della sentenza in parola.

<sup>38</sup> V. punto 109 ss.

<sup>39</sup> In senso conforme e per ulteriori argomentazioni a favore della legittimità del PEPP, si rinvia in particolare modo a S. GRUND, *Legal, compliant and suitable: The ECB's Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, Working Paper del 25 marzo 2020 pubblicato dal Jacques Delors Centre e disponibile all'indirizzo: [http://aei.pitt.edu/102668/1/20200325\\_PEPP\\_GrundII.pdf](http://aei.pitt.edu/102668/1/20200325_PEPP_GrundII.pdf) [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

---

zionalistico<sup>40</sup>, il dibattito sull'effettiva competenza della Banca Centrale Europea in materia di politica monetaria non convenzionale – ormai tranquillamente riconosciuta non solo dalla giurisprudenza<sup>41</sup>, ma anche dalla dottrina maggioritaria<sup>42</sup> –, se unito alla crescente adozione di tali misure da parte dell'Autorità monetaria come modalità di intervento essenziale nella gestione della crisi, denuncia, con limpida chiarezza, l'attualità dei pericoli derivanti dalla decisione di «ingabbiare l'unica istituzione in grado di essere lungimirante (...) nella prigione d'oro di un'autonomia ad una sola dimensione, quella del mantenimento della stabilità dei prezzi»<sup>43</sup>.

Le recenti crisi hanno infatti chiaramente dimostrato la natura di «Banca centrale imperfetta»<sup>44</sup> della BCE, essendo la stessa priva della funzione di prestatore di ultima istanza che è invece «consustanziale alla sua funzione, e non può che essere nelle mani di chi crea base monetaria, dato l'indissolubile legame tra impiego degli strumenti ed effetti che essi svolgono sulla quantità di moneta in circolazione»<sup>45</sup>. Proprio a causa dell'incompletezza dei poteri conferiteli, la Banca Centrale Europea si trova costretta a porre in essere strumenti creativi di politica non convenzionale. Questi, uniti alla crescente contrapposizione politica tra Stati del Nord e del Sud Europa – di cui la recente crisi ha fornito una prova evidente, basti pensare alla reviviscenza delle istanze protezioniste e all'aspro dibattito politico europeo sulla creazione dei c.d. *coronabond* o *eurobond* nel momento in cui urgeva invece fornire una risposta immediata all'emergenza<sup>46</sup> –, rende manifesta la fragilità del compromesso su cui

---

<sup>40</sup> Per un approfondimento in materia, si rinvia alla dottrina richiamata *supra*, nota 28.

<sup>41</sup> V. *supra*, nota 27.

<sup>42</sup> Cfr., *ex multis*, F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, Padova, Cedam, 2015, pp. 121 ss.; M. SEPE, *A crisis, Public Policies, Banking Governance, Expectations & Rule reforms: when will the horse go back to drink?*, in *Law and Economics Yearly Review*, fasc. 1, 2014, pp. 210 ss. e in particolare pp. 221 ss. (disponibile anche in italiano: ID., *Crisi, politiche pubbliche, governance bancaria, aspettative e riforma delle regole: quando il cavallo tornerà a bere?*, in M. CARTA (a cura di), *Quale futuro per l'Europa tra crisi, rilancio ed utopia*, Soveria Mannelli, Rubettino, 2016, pp. 183-200).

<sup>43</sup> G. NARDOZZI, *Sul mito dell'autonomia della banca centrale*, in ID. (a cura di), *Il ruolo della banca centrale nella recente evoluzione dell'economia italiana*, Milano, Franco Angeli, 1993, p. 92, richiamato da A. ANTONUCCI, *Il credito di ultima istanza nell'età dell'euro*, Bari, Cacucci, 2003, pp. 91-92.

<sup>44</sup> Il riferimento è a F. MERUSI, *Il sogno di Diocleziano. Il diritto nelle crisi economiche*, Torino, Giappichelli, 2013, p. 102.

<sup>45</sup> A. ANTONUCCI, *Il credito di ultima istanza nell'età dell'euro*, *op. cit.*, pp. 23-24.

<sup>46</sup> A ben vedere, già la precedente crisi aveva evidenziato tali problematiche. Appare infatti incredibilmente attuale quanto osservato da F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, *op. cit.*, a p. 45: «L'Unione ha mostrato il suo vero volto, autodenunciando la sua configurazione di mero aggregato di Paesi tra loro diversi e, comunque, poco disposti a recedere da posizioni individualistiche (che dovrebbero, tra l'altro, comportare la rinuncia a possibili profitti rivenienti dalle altrui avversità). Sono emerse le contraddizioni di una forzata combinazione tra la "moneta unica" (con le sue logiche di rigore e *austerità*) e l'intesa economica che connota il "mercato comune" (qualificato da *aperture* prevalentemente operative, più che ideologiche). Da qui il venir meno di una visione prospettica e l'insorgere di perplessità talora sfociate nella perdita della *speranza* di poter continuare a credere nel "sogno europeo"».

---

si basa la cessione di sovranità monetaria da parte dei singoli Stati membri, che ha imposto alla Banca Centrale Europea di interpretare estensivamente l'ambito delle funzioni ad essa assegnate dai Trattati.

Sembra dunque giunto il momento di operare un esplicito allargamento dei poteri ad essa attribuiti, fino a ricomprendere in via diretta<sup>47</sup> anche quello di “prestatore di ultima istanza”, alla luce della sempre crescente interdipendenza<sup>48</sup> tra politica monetaria, vigilanza e stabilità finanziaria<sup>49</sup>, riconoscendo alla Banca Centrale Europea una maggiore possibilità di intervento nell'economia reale.

## 4. Forme innovative di intervento delle Banche Centrali nell'economia reale

In particolare, inizia ad essere sempre più discusso l'utilizzo, da parte delle Banche Centrali, di strumenti del tutto innovativi; inoltre, alcune teorie economiche che, fino a poco tempo fa, venivano considerate del tutto inconsistenti da parte della letteratura prevalente, assumono ora un nuovo vigore.

È il caso ad esempio della c.d. teoria del c.d. *helicopter money*<sup>50</sup>, che consiste in una sorta di finanziamento diretto dei cittadini da parte della banca centrale ed è sostanzialmente volta a fornire uno stimolo monetario di ultima istanza all'economia reale. Questa forma di intervento trova oggi il sostegno di alcuni autorevoli economisti<sup>51</sup>

---

<sup>47</sup> In effetti, già oggi, sul piano sostanziale, l'intervento della BCE finisce per assumere «una valenza non dissimile da quella a fondamento del credito di ultima istanza»: F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, *op. cit.*, p. 121.

<sup>48</sup> Il riferimento è al c.d. “Teorema dell'interdipendenza”, di cui dà conto esaustivamente M. GOLDMANN, *Adjudicating Economics? Central Bank Independence and the Appropriate Standard of Judicial Review*, in *German Law Journal*, vol. XV, fasc. 2, 2014, pp. 265-280 e in particolare p. 271.

<sup>49</sup> Infatti, come osservato da A. ANTONUCCI, *Il credito di ultima istanza nell'età dell'euro*, *op. cit.*, p. 15, il credito di ultima istanza ha un'intrinseca «natura plurale», essendo «strumento che nasce e matura in una terra di mezzo fra politica monetaria e vigilanza».

<sup>50</sup> Trattasi di uno strumento di politica monetaria non convenzionale, elaborato nel 1969 dal Premio Nobel per l'economia Milton Friedman, che configura una misura sostanzialmente di *quantitative easing* nelle situazioni in cui l'economia si trova in una c.d. “trappola della liquidità”. Anche in questo caso, ci si riferisce ad un tipo di strategia volta a fornire uno stimolo monetario di ultima istanza.

<sup>51</sup> Per un approfondimento sul punto, si rinvia a P. DE GRAUWE, *The Need for Monetary Financing of Corona Budget Deficits*, in *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, vol. LV, fasc. 3, 2020, pp. 133-134; D. MASCIANDARO, *COVID-19 Helicopter Money, Monetary Policy and Central Bank Independence: Economics and Politics*, *Bocconi University Working Paper n. 137*, 2020, disponibile su SSRN al link: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3583466](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3583466) [ultimo accesso: 10 giugno 2020]; A. CUKIERMAN, *Covid 19: Helicopter Money & the Fiscal Monetary Nexus*, *CEPR Discussion Paper n. 14734*, maggio 2020, disponibile su SSRN al link: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3603965](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3603965) [ultimo accesso: 10 giugno 2020]; B.S. BERNANKE, *The New Tools of Monetary Policy*, in *American Economic Review*, vol. CX, fasc. 4, 2020, pp. 943-983; T.J. CARTER, R.R. MENDES, *The Power of Helicopter Money Revisited: A New Keynesian Perspective*, *Discussion Paper*

---

ed è attualmente considerata dalla Banca Centrale degli Stati Uniti (ovvero, la *FED*) tra le modalità di intervento per affrontare la crisi generata dal COVID-19. Fin dal primo dibattito in seno al Congresso degli Stati Uniti sulle misure da porre in essere per fronteggiare la pandemia, si è discussa la creazione di un dollaro digitale – inquadabile all’interno delle c.d. Valute Digitali della Banca Centrale (*Central Bank Digital Currency – CBDC*)<sup>52</sup> – che fosse regolato dalla *Federal Reserve* e finalizzato a fornire un finanziamento rapido e diretto alle famiglie statunitensi<sup>53</sup>. Ancora più significativa in tal senso è la circostanza per cui, a pandemia ormai dilagata, la *People’s Bank of China*, la Banca Centrale francese e la *Bank of England* hanno avviato alcune sperimentazioni riguardanti la nuova valuta, mentre un recente studio della *Bank for International Settlements*<sup>54</sup> incoraggia l’emissione delle *Central Bank Digital Currency*, anche alla luce dei rischi di propagazione del virus connessi alla circolazione dei contanti.

Al di là della concreta opportunità insita nell’adozione o comunque nella sperimentazione di strumenti di tal guisa, appare evidente che, come sostenuto anche da autorevole dottrina italiana nel proporre ulteriori strumenti innovativi<sup>55</sup>, «per contrastare l’effetto domino sull’economia reale del coronavirus non sono sufficienti e neppure appropriati gli strumenti monetari e finanziari messi in campo per disinnescare la crisi finanziaria del 2009. (...) Bisogna far fronte con urgenza ad una crisi che si è generata nell’economia reale per impedire che avvitandosi in una spirale economica recessiva determini la caduta verticale delle attività economiche, dei redditi da lavoro, dell’occupazione e del PIL con tutto quello che questa caduta comporterebbe

---

n. 1 del 2020, pp. 1-28, pubblicato dalla *Bank of Canada* e disponibile all’indirizzo: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2020/02/sdp2020-1.pdf> [ultimo accesso: 10 giugno 2020]; M. MINENNA, *Perché l’idea dell’«Helicopter Money» è sempre meno estrema*, in *Il Sole 24ore*, 16 settembre 2019 (ma l’idea è stata sostenuta dallo stesso A. anche in alcune recenti dichiarazioni).

<sup>52</sup> Per un approfondimento sul punto, sia concesso il rinvio a T. FAVARO, *La valuta digitale della Banca Centrale tra funzione monetaria e tutela del risparmio*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, fasc. 2, 2020, pp. 330-364. Cfr. anche G. BOSI, *Taking CBDC Seriously*, in *Banca Impresa Società*, fasc. 1, 2020, pp. 67-92.

<sup>53</sup> La possibile emissione di *Central Bank Digital Currency* era stata prevista anche in diverse proposte legislative precedenti al c.d. *CARES ACT (The Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act)*, poi definitivamente approvato il 27 marzo 2020 quale “pacchetto emergenziale” per fronteggiare la pandemia.

<sup>54</sup> V. lo studio pubblicato da R. AUER, G. CORNELLI, J. FROST, *Covid-19, cash, and the future of payments*, 3 aprile 2020.

<sup>55</sup> Si fa riferimento in particolare a G. DI GASPARE, *Coronavirus, come la BCE può trasferire subito la liquidità necessaria all’economia reale*, in *Amministrazione in Cammino*, 17 marzo 2020, p. 1. L’Autore suggerisce in particolare due strumenti. Con riferimento al primo, la BCE dovrebbe accettare come garanzia titoli derivanti dalla cartolarizzazione delle sofferenze bancarie per crediti all’economia reale (ovvero, i c.d. *Non Performing Loans*); il secondo strumento è invece costituito dall’apertura di un canale di credito tramite le banche le quali “scontino” con liquidità messa a disposizione della BCE, titoli di imposta, cioè il debito verso il fisco delle imprese nei settori in crisi». I due strumenti sono meglio approfonditi in G. DI GASPARE, S. CROSETTI, *Covid-19: come trasferire liquidità alle imprese con due strumenti innovativi in linea con le misure non convenzionali della BCE*, in *Amministrazione in Cammino*, 3 giugno 2020, pp. 1-10.

---

anche sulla finanza pubblica»<sup>56</sup>.

Se queste sono alcune delle misure attualmente auspiccate quale forma di intervento maggiormente diretto da parte della Banca Centrale nell'economia reale, vi sono anche alcuni interventi già concretamente in atto che manifestano tale tendenza.

L'esempio più evidente è forse rappresentato, ancora una volta, dalla *FED*. Infatti, se è vero che la *Federal Reserve* è abituata ormai da anni a sostenere l'economia reale<sup>57</sup>, è anche vero che attualmente la sua azione è ben più espansiva rispetto al passato. Si noti infatti che, per la prima volta, la *FED* sta erogando prestiti direttamente alle autorità municipali attraverso lo strumento della c.d. *Municipal Liquidity Facility*<sup>58</sup>, approvato il 9 aprile scorso e modificato in senso estensivo con decisioni successive. Si tratta di una sorta di «*Quantitative easing* di comunità»<sup>59</sup> che non ha precedenti nella storia.

Più in generale, la Banca Centrale sostiene direttamente l'economia reale erogando credito anche a istituzioni non finanziarie: a seguito dell'approvazione del *CARES ACT*<sup>60</sup>, in risposta alla diffusione del COVID-19, ha infatti istituito 14 strutture *ad hoc* atte ad erogare prestiti a società (finanziarie e non), a banche centrali straniere e a governi statali e locali<sup>61</sup>, ponendo dubbi sulla compatibilità di tali misure rispetto al *Federal Reserve Act* e al *Gold Reserve Act*.

Insomma, essa esercita sempre più attività che nulla hanno a che vedere con le responsabilità proprie di una Banca centrale, essendo totalmente avulse dalle tipiche funzioni monetarie. In particolare, è stato recentemente osservato<sup>62</sup> come la *FED*

---

<sup>56</sup> G. DI GASPARE, *Coronavirus, come la BCE può trasferire subito la liquidità necessaria all'economia reale*, cit., p. 2. Significativamente, l'A. osserva come, nonostante i circa 10.000 miliardi di euro «immessi dalla BCE nell'Eurosistema dal 2012 ad oggi, acquistando titoli di agenzia e del debito pubblico, ben poca di questa potenziale alluvione monetaria si è in effetti riversata nell'economia reale». Il rischio di una mancata trasmissione all'economia reale è evidenziato anche da M. SEPE, *A crisis, Public Policies, Banking Governance, Expectations & Rule reforms: when will the horse go back to drink?*, cit., p. 228, ove si osserva come «*a coordinated and coherent combination of public policies, albeit an essential condition for overcoming the crisis, could not be pointed out as enough where the drive belts and, in particular, the banking system (which in Europe intermediate still 80% of capital), will not transfer the incentives put in place by public policies properly and efficiently to businesses and households*».

<sup>57</sup> Per un approfondimento sul punto, cfr. G. DI GASPARE, S. CROSETTI, *Covid-19: come trasferire liquidità alle imprese con due strumenti innovativi in linea con le misure non convenzionali della BCE*, cit., p. 2.

<sup>58</sup> Per maggiori informazioni si rimanda al sito ufficiale della *FED* di New York e alle *FAQ* ivi pubblicate: <https://www.newyorkfed.org/markets/municipal-liquidity-facility/municipal-liquidity-facility-faq> [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

<sup>59</sup> Così definito da R.C. HOCKETT, *Community QE2: New Key Provisions and an Updated 'Game Plan' for State and Municipal Action*, 3 maggio 2020, attualmente disponibile su SSRN: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3589851](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3589851) [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

<sup>60</sup> Già richiamato *supra*, nota 53. Si rinvia in particolar modo alla Sezione 4003(b).

<sup>61</sup> Il riferimento è a H.S. SCOTT, *An Essay on the Fed and the U.S. Treasury: Lender of Last Resort and Fiscal Policy*, 27 maggio 2020, attualmente disponibile su SSRN al link: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3607192](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3607192) [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

<sup>62</sup> R.C. HOCKETT, *Spread the Fed. Distributed Central Banking in Pandemic and Beyond*, maggio 2020, *passim*, disponibile all'indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_)



---

sembra assumere sempre più la natura di «Autorità nazionale di investimento», necessariamente politica e non neutrale, il che ha portato alcuna dottrina<sup>63</sup> a proporre l'istituzione di una nuova agenzia governativa, sulla falsariga della ormai dismessa *Reconstruction Finance Corporation*<sup>64</sup> che operava nel periodo della Grande Depressione come strumento di politica industriale a livello nazionale, e ciò al fine di restituire alla *FED* il proprio ruolo.

Pertanto, dal quadro qui succintamente esposto appare evidente che la politica monetaria non convenzionale è divenuta ormai una radicata prassi delle banche centrali a livello globale, assumendo forme sempre più innovative. Ma ancor prima, emerge una crescente tendenza al finanziamento della spesa pubblica da parte della Banca Centrale, che, nella storia italiana, riecheggia il rapporto tra Banca d'Italia e Ministero del Tesoro prima del "divorzio storico" avvenuto nel 1981<sup>65</sup> e che appare quale "spia" di un progressivo condizionamento reciproco tra Governi nazionali (se non addirittura locali, come sembra dimostrare il caso della *Municipal Liquidity Facility*) e Banche Centrali, che, nell'ottica della concorrenza a livello globale tra queste ultime, sembra suggerire un possibile scardinamento del dogma dell'indipendenza anche con riferimento alla BCE.

---

*id=3597724* [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

<sup>63</sup> Cfr. S.T. OMAROVA, *Why We Need a National Investment Authority*, 1 aprile 2020, disponibile su SSRN al link: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3566462](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3566462) [ultimo accesso: 10 giugno 2020]; R.C. HOCKETT, S.T. OMAROVA, *Private Wealth and Public Goods: A Case for a National Investment Authority*, in *The Journal of Corporation Law*, fasc. 43, 2018, pp. 437 ss.

<sup>64</sup> Si tratta di un'agenzia federale volta all'erogazione di credito ed istituita negli Stati Uniti al fine di ridurre al minimo gli effetti della Grande Depressione nei primi anni Trenta. Nel corso degli anni ha finanziato attività agricole, commerciali e industriali erogando loro miliardi di dollari in prestiti, fino a quando non è stata sciolta nel 1957. Appare significativo evidenziare come essa abbia svolto un ruolo significativo nel finanziamento di programmi del *New Deal*.

<sup>65</sup> Per un approfondimento della nota vicenda nazionale, si rinvia in particolar modo a F. MERUSI, *Per uno studio sui poteri della banca centrale nel governo della moneta*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1972, pp. 1425 ss. Cfr. anche F. ZATTI, *Il ruolo della Banca d'Italia tra Sebc, Bce ed istituzioni politiche nazionali*, in O. ROSELLI (a cura di), *Europa e Banche centrali*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2004, pp. 196-197, che ricorda come «Nell'evoluzione storica della Banca d'Italia si è passati da un assetto istituzionale 'orientato al Tesoro' ad uno 'orientato alla banca centrale'. In questo processo evolutivo si possono individuare schematicamente sei periodi significativi, scanditi dalle riforme della posizione della Banca d'Italia nei confronti del Tesoro, alle modalità del suo finanziamento: 1) la fase dell'accondiscendenza monetaria (...); 2) la fase del processo di c.d. divorzio della Banca d'Italia dal Tesoro (dal 1981 in poi); 3) la fase dell'autonomia apparente, caratterizzata da un graduale ritorno agli strumenti indiretti di politica monetaria; 4) la fase del riconoscimento normativo dell'indipendenza e dell'autonomia della Banca d'Italia dal Tesoro (Trattato di Maastricht, 1992-1998); 5) la fase di transizione finale verso l'Unione monetaria europea (1999-2002); 6) la fase dell'appartenenza al Sebc».

---

## 5. Un possibile ritorno alla “politica” da parte della Banca Centrale?

La pandemia ha dimostrato le vulnerabilità intrinseche al processo di globalizzazione. Sebbene sia ancora presto per trarre un giudizio conclusivo, la virulenza della crisi sembra aver determinato il ritorno alla politica, all'interventismo pubblico; più in particolare ha reso manifeste tutte le fragilità insite in un'Unione europea ancora incompleta, mentre gli Stati membri hanno iniziato a rivendicare la propria sovranità, che si riflette in un maggiore interventismo nel mercato.

L'attuale crisi costituisce dunque l'occasione per un generale ripensamento del ruolo della BCE<sup>66</sup>, che si è dimostrata essenziale non solo alla sopravvivenza dell'Unione monetaria, ma anche al processo di integrazione politica europea. Al contempo ed *ex adverso*, se è vero che storicamente l'evoluzione della natura indipendente della Banca Centrale è avvenuta in maniera parallela rispetto al ritiro dello Stato dall'economia, proprio il crescente utilizzo da parte della Banca Centrale Europea di strumenti di politica monetaria non convenzionale sembra manifestare la volontà di un ritorno ad un più incisivo intervento pubblico nel mercato.

Si fa sempre più attuale il tema della c.d. «politicizzazione della Banca Centrale Europea»<sup>67</sup>, reso evidente dall'utilizzo degli strumenti non convenzionali al fine di risolvere i problemi legati all'emergenza, non unicamente nel mercato finanziario ma più in generale nel settore pubblico. Come si è già rilevato, nella perdurante assenza di un'unione politica e fiscale, la BCE ha dovuto porre in essere nuove misure per tentare di arginare gli effetti dirompenti della crisi. In particolare, essa è stata chiamata a garantire la sopravvivenza della moneta unica prima ancora della regolare gestione della politica monetaria, così perseguendo obiettivi assai più ambiziosi rispetto al corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione monetaria. Se ciò è vero, ritornando alla questione posta *supra*, par. 1, diventa assolutamente attuale l'esigenza di riconoscere in capo ad essa la possibilità di svolgere funzioni che vadano oltre la mera integrazione economica, così finalmente ripristinando anche a livello transnazionale il connaturale nesso tra politica e moneta. Bisognerebbe allora prendere atto anche a livello istituzionale della circostanza per cui la più profonda *raison d'être* della Banca Centrale Europea è proprio questa: essa è anzitutto un *mezzo*, prima ancora che un fine, volto a «contribuire al consolidamento ed all'estensione del processo di unificazione (politica) europea»<sup>68</sup>.

---

<sup>66</sup> Per un approfondimento sul nuovo ruolo che connota la Banca Centrale Europea fin dalla crisi del 2007, si rinvia in particolare a F. CAPRIGLIONE, *Mercato regole democrazia – L'UEM tra euro-scetticismo e identità nazionali*, Torino, Utet Giuridica, 2012, con particolare riferimento al Cap. III (pp. 71 ss.).

<sup>67</sup> Cfr. *ex multis* P.D. TORTOLA, *The Politicization of the European Central Bank: What Is It, and How to Study It?*, in *Journal of Common Market Studies*, vol. LVIII, fasc. 3, 2020, pp. 501-513. Con riferimento alla dottrina italiana, di recente cfr. E.B. LIBERATI, *La regolazione indipendente dei mercati. Tecnica, Politica, Democrazia*, *op. cit.*, pp. 137 ss.

<sup>68</sup> O. ROSSELLI, *Profili costituzionali dell'integrazione monetaria europea*, in ID. (a cura di) *Europa e*



---

È per tale motivo che, nel contesto attuale e più in generale nelle situazioni di dissesto che imperversano l'economia, il mandato della BCE in materia di "stabilità dei prezzi" viene interpretato in maniera estensiva dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea, quale salvaguardia della moneta unica: ciò sebbene l'art. 282 del TFUE, nel circoscrivere la sua funzione alla conduzione della politica monetaria dell'Unione, parrebbe opporsi ad un sindacato giurisdizionale debole nei confronti della BCE, mentre l'art. 5 del Trattato sull'Unione europea, nel sancire il principio di sussidiarietà e proporzionalità, sembrerebbe imporre un'interpretazione restrittiva dei Trattati stessi<sup>69</sup>.

Ancora una volta, la crisi sembra averci colto del tutto impreparati, sia sul piano giuridico che economico. Si è rivelata essa stessa occasione per porre in essere una tumultuosa *débâcle* tra gli organi politici, mentre sarebbe stato necessario avere a disposizione un armamentario giuridico già ben definito per intervenire quanto prima a dar sollievo all'economia. Questo anche perché, come ha reso evidente la costante proroga delle misure di politica monetaria non convenzionale poste in essere dalla crisi del 2008<sup>70</sup>, tali strumenti hanno in realtà una natura solo formalmente temporanea. A ciò si aggiunge la circostanza, resa palese dall'attuale crisi, per cui vi è il rischio di una sovrapposizione di funzioni tra la BCE e il MES, il quale, costituendo un'organizzazione intergovernativa, è invece pienamente giustificato ad occuparsi delle questioni in materia di politica economica<sup>71</sup>.

In effetti, è la nuova dinamica di interventismo pubblico nel mercato a imporre un effettivo riconoscimento normativo dell'innovativo ruolo della Banca Centrale Europea, che nel lungo periodo appare difficilmente giustificabile per mera via interpretativa. Il caso in esame sembra rappresentare un esempio concreto della "porosità del diritto"<sup>72</sup>, modellato non più sulla legge, ma su un mercato dai confini incerti, messo alla prova dalle più recenti crisi.

In via più generale, il riconoscimento di questo nuovo ruolo corrisponde al necessario recupero di una posizione di primazia, da parte del Diritto<sup>73</sup> e della Politica<sup>74</sup>, nei

---

*Banche centrali*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2004, p. 18.

<sup>69</sup> Cfr. M. CLARICH, *La Consulta tedesca e il problema della legittimazione democratica dell'UE*, cit.

<sup>70</sup> V. *supra*, nota 17.

<sup>71</sup> Possono a tal proposito richiamarsi i punti n. 56 e 57 della già richiamata sentenza *Pringle*, ove si definisce l'obiettivo del MES come quello di salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo complesso. Inoltre, viene chiarito come «esso si distingue chiaramente dall'obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi, che costituisce l'obiettivo principale della politica monetaria dell'Unione» e che «la concessione di un'assistenza finanziaria ad uno Stato membro non rientra manifestamente nella sfera di politica monetaria»: proprio sulla base di questa interpretazione restrittiva la Corte tedesca ha criticato il programma OMT.

<sup>72</sup> A.L. SIBONY, *La porosità del diritto: à propos du relations du droit avec d'autres disciplines*, in *Revue de la Faculté de droit de l'Université de Liege*, fasc. 2, 2010, pp. 271-278.

<sup>73</sup> Sul punto, il riferimento è a N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, Laterza, 2003, pp. 10 ss.

<sup>74</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, A. SACCO GINEVRI, *Politica e finanza nell'Unione Europea. Le ragioni di un difficile incontro*, op. cit., p. 27, ove si evidenzia la necessità che «la politica identifichi un *prius* rispetto

---

confronti dell'Economia. È stato infatti già evidenziato<sup>75</sup> come il processo politico sia stato «messo “a “rimorchio” della forza propulsiva dell'economia”, finendo col perdere la prerogativa, sua propria, di tracciare (quanto meno) il percorso che si deve seguire (...)», dando così vita ad una «“crisi esistenziale” del processo politico sotteso al progetto di integrazione»<sup>76</sup>.

Allora, se l'intento è effettivamente quello di trasformare la Banca Centrale Europea da mera autorità indipendente di regolazione<sup>77</sup>, intesa quale organismo tecnico sottratto al circuito della rappresentanza democratica, a vera protagonista del processo di integrazione politica europea, appare necessario garantire alla stessa un più diretto potere di intervento – e, dunque, di governo – dell'economia, ridefinendo in maniera espressa il suo mandato.

Ovviamente è ancora presto per comprendere come la dinamica Stato/Mercato verrà concretamente impattata dalla pandemia. Ad ogni modo, qualora le attuali avvisaglie di un maggior interventismo pubblico nell'economia trovino effettivamente conferma, sarà anche il rapporto tra Stati membri e Istituzioni europee a necessitare di una compiuta ed espressa rimodulazione. Senza contare che la scelta, operata dal Trattato di Maastricht, di attribuire alla BCE il fine primario del mantenimento della stabilità dei prezzi, è figlia di quella visione ordoliberalista<sup>78</sup> che viene oggi messa in discussione: un radicale ripensamento dei modelli dogmatici di riferimento necessiterebbe allora di essere recepito e cristallizzato all'interno del Trattato di Lisbona. Pertanto, se nell'istituzione della Banca Centrale Europea si è presa a riferimento la *Bundesbank* tedesca<sup>79</sup> che, per note ragioni storiche, fin dalla sua istituzione incarnava il principio d'indipendenza e di stabilità dei prezzi, nel contesto attuale il modello di Banca Centrale auspicato è maggiormente assimilabile a quello che ha caratterizzato la Banca Centrale italiana in epoca precedente allo storico “divorzio” rispetto al Ministero del Tesoro. Si assiste dunque ad una sostanziale “riscoperta” della politica della monetizzazione, la quale, se confermata, dovrebbe concretizzarsi anzitutto nel riconoscimento in capo alla BCE di quella funzione di credito di ultima istanza che è ormai da tempo auspicata dalla dottrina giuridica maggioritaria nonché da parte della letteratura economica<sup>80</sup>.

---

all'economia».

<sup>75</sup> *Ivi*, p. 39.

<sup>76</sup> *Ivi*, p. 40.

<sup>77</sup> Per un approfondimento sul punto, cfr. S. ANTONIAZZI, *La Banca Centrale Europea, tra Politica Monetaria e Vigilanza Bancaria*, op. cit., passim; E.B. LIBERATI, *La regolazione indipendente dei mercati. Tecnica, Politica, Democrazia*, op. cit., 2019, pp. 137 ss.

<sup>78</sup> Cfr. L.F. PACE, *Il principio dell'indipendenza della banca centrale e la stabilità dei prezzi come obiettivo della politica monetaria: quale influenza dell'ordoliberalismo in Germania e nell'Unione Europea?*, in *Moneta e Credito*, vol. LXXII, fasc. 288, 2019, pp. 349-364; F. ZATTI, *Il controllo della BCE sulle economie nazionali*, cit.

<sup>79</sup> V., ex multis, M. PELLEGRINI, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano*, op. cit. p. 74.

<sup>80</sup> V. *supra*, par. 2.

---

Ad ogni buon conto, questa sorta di “ritorno al passato” potrebbe a sua volta assumere delle connotazioni del tutto nuove, realizzando finalmente un compiuto «collegamento etico»<sup>81</sup> tra politica monetaria ed economica. A tal proposito, si consideri quanto segue. Come noto, l'attuale formulazione dell'art. 127 del TFUE permette sì al Sistema europeo di banche centrali di sostenere le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del Trattato sull'Unione europea<sup>82</sup>, ma solo «fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi».

Pertanto, si ritiene che la Banca Centrale Europea, nei propri margini di sostegno alle politiche economiche generali nell'Unione, sia vincolata ad un principio di «*market neutrality*» derivante dall'unico vero fine che può legittimamente orientare il suo agire, ovvero l'obiettivo di stabilità dei prezzi<sup>83</sup>.

Allora, l'esplicito riconoscimento di una *valenza politica* e non più meramente economica delle scelte che la stessa può porre in essere, conferirebbe alla BCE anche una piena legittimazione a intervenire *direttamente* a sostegno delle politiche europee, non limitandosi a sollecitare i governi nazionali e le singole banche<sup>84</sup> (come accade oggi)<sup>85</sup> a favorire la finanza sostenibile per realizzare la trasformazione digitale e la transizione energetica<sup>86</sup> quali obiettivi primari della ripartenza dell'economia europea, ma operando essa stessa in tal senso, anche nell'esercizio delle sue tradizionali attività di politica monetaria. In tale contesto, la già richiamata necessità

---

<sup>81</sup> Il riferimento è a M. SEPE, *Impresa e finanza tra Etica e profitto*, in F. CAPRIGLIONE, A. ANTONUCCI (a cura di), *Finanza, Impresa e nuovo Umanesimo*, Bari, Cacucci, 2007, p. 49.

<sup>82</sup> A sua volta, l'art. 3, par. 3 del TUE prevede che «L'Unione instaura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale, e su un elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell'ambiente. Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico».

<sup>83</sup> Per un approfondimento sul punto, v. in particolare M. MINENNA, *Ambiente e Finanza, la svolta green delle banche centrali*, in *Il Sole 24ore*, 23 dicembre 2019. Si tenga inoltre presente che il Presidente della Banca Centrale Europea Christine Lagarde, nel corso di un'audizione al Parlamento europeo svoltasi nel febbraio 2020, ha chiarito che gli obiettivi sottesi al c.d. *Green Deal* e più in generale riconducibili alla sostenibilità ambientale non diventeranno nuovi obiettivi della BCE: il mandato dell'Istituzione è e resterà quello di garantire la stabilità dei prezzi, e la sostenibilità viene tenuta in considerazione dalla stessa solo nelle decisioni di politica monetaria volte ad assicurare una corretta valutazione dell'inflazione.

<sup>84</sup> Si pensi a tal proposito alla Consultazione pubblica recentemente avviata dalla BCE nella sua attività di supervisione bancaria sul progetto di guida sui rischi climatici e ambientali. Per un approfondimento sul punto, si rinvia all'indirizzo: [https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/html/climate-related\\_risks.it.html](https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/html/climate-related_risks.it.html) [ultimo accesso: 10 giugno 2020].

<sup>85</sup> Appaiono a tal proposito significative le parole della Presidente della BCE rilasciate nel corso di un'intervista del 13 giugno 2020: «La politica monetaria da sola non basta per far fronte alle domande più profonde su come sarà l'economia in futuro. L'esperienza storica suggerisce che i grandi cambiamenti economici come quello che stiamo attraversando oggi richiedono un'azione del governo per favorire il cambiamento e facilitare il ritorno alla normalità».

<sup>86</sup> Per un approfondimento in materia, sia consentito il rinvio a T. FAVARO, *Regolare la «transizione energetica»: Stato, Mercato, Innovazione*, Padova, Cedam, 2020.

---

di dar vita ad un compiuto «collegamento etico» tra politica monetaria ed economica offrirebbe non solo nuovi strumenti di intervento alla BCE, ma imporrebbe alla stessa una nuova forma di responsabilità nel conseguimento degli obiettivi primari dell'Unione.

In conclusione, se la crisi finanziaria ha determinato in capo alla Banca Centrale Europea la creazione di nuovi oneri di supervisione, l'attuale crisi, originata da uno *shock* di natura reale, potrebbe comportare la previsione di nuove competenze da esercitarsi direttamente nell'economia reale.

# “DESTRUCTURED BANKING” ALLA LUCE DEL REGOLAMENTO (UE) 2019/876 (CRR II) E DELLA DIRETTIVA (EU) 2019/878 (CRD V)

Valerio Lemma

**Abstract (ITA):** L'esperienza emergenziale del 2020 ha messo in evidenza le potenzialità delle innovazioni tecnologiche e la loro attitudine a fornire soluzioni destrutturate ai bisogni di risparmiatori e debitori. In tale contesto, è apparso chiaro che tali soluzioni possono essere più convenienti della domanda e dell'offerta di capitali formulate dagli enti creditizi, le quali sono gravate da oneri di vigilanza (e altri costi transattivi di significativo rilievo); da ciò, consegue un potenziale squilibrio competitivo meritevole di regolazione.

È da tale prospettiva che il saggio affronta le innovazioni disciplinari recate dal Regolamento (UE) 2019/876 (CRR II) e dalla Direttiva (EU) 2019/878 (CRD V), al fine di comprenderne l'incidenza sull'operatività delle banche e, per tal via, sulle dinamiche del mercato dei capitali. Si riscontra, infatti, l'assenza di un'accelerazione verso nuove tecniche di regolazione dell'attività degli enti creditizi, pertanto può dirsi che l'osservazione dei comportamenti di creditori e debitori - unitamente alla rilevazione delle dinamiche di mercato - non ha indotto il regolatore ad andare oltre la tecnica contabile per applicare metodologie predittive fondate sulle informazioni effettivamente rinvenibili nelle relazioni economiche e nei flussi finanziari che transitano nel patrimonio di un ente creditizio. Ciò induce a ritenere che, in assenza di una valorizzazione dei vantaggi competitivi delle imprese vigilate (in termini di stabilità e completezza informativa), possa trovare affermazione una destrutturazione dell'attività e dei servizi bancari, con l'ovvia conseguenza della perdita di riferibilità ad un patrimonio, donde il rischio di non riuscire ad imputare correttamente le responsabilità e, soprattutto, di non avere la garanzia di un presidio per il ristoro di eventuali danni subiti dalla clientela che si rivolge ai nuovi operatori del mercato dei capitali.

**Abstract (ENG):** The 2020 emergency has highlighted the potential of technological innovations and their ability to provide alternative solutions to the needs of savers and debtors. In this context, it became clear that these solutions are more convenient than the demand and supply of capital expressed by credit institutions (which are subject to significant transactional costs, resulting in a competitive gap with the activity of non-bank intermediaries). This the need for a research on the regulation of such asymmetry.

---

In this perspective, the essay addresses the amendments introduced by Regulation (EU) 2019/876 (CRR II) and Directive (EU) 2019/878 (CRD V), in order to understand their impact on banks' operations and, therefore, on capital market dynamics. Indeed, it is possible to find out a lack of acceleration towards new techniques for regulating the activity of credit institutions. In this respect, it is possible to highlight that the observation of the behavior of creditors and debtors - together with the detection of market dynamics - did not lead the regulator beyond the accounting technique, nor to apply predictive methodologies based on the information actually found in the economic relationships and financial flows that pass through the assets of a credit institution. This leads us to consider the absence of a valuation of the competitive advantages of supervised companies (in terms of stability and completeness of information). It follows that the deconstruction of banking can be achieved. And such achievement comes together with the obvious consequence of the loss of relevance of intermediary's assets, hence the difficulties in correctly attributing responsibilities and, above all, having the guarantee of a protection for any damage suffered by clients who turn to new operators in the capital market.

**Parole chiave:** attività bancaria, fintech, shadow banking, CRD V, CRR II, SSM, EBA, BCE, Banca d'Italia, Consob.

**Sommario:** 1. Premessa - 2. Il quadro normativo di riferimento - 3. Le indicazioni dell'EBA sull'evoluzione dell'industria bancaria. - 4. Le regole del meccanismo unico di vigilanza: l'azione della BCE,... - 5. (*segue*) della Banca d'Italia e della Consob. - 6. Ulteriori prospettive.

## 1. Premessa

Negli anni più recenti, l'evoluzione tecnologica e le strategie manageriali, nel segnare il passaggio da un approccio chiuso ad uno aperto, hanno determinato il successo di nuovi strumenti atti a sostenere la domanda e l'offerta di capitali; questi ultimi hanno proiettato la circolazione della ricchezza in ambiti informali, supportati da metodologie algoritmiche e interconnessioni sistemiche che rispondono a logiche opportunistiche e speculative.

Si è registrato, in tale periodo, il superamento della centralità dei patrimoni degli enti creditizi quale centro di intermediazione dei capitali; superamento cui è seguita la crisi degli enti stessi, vista l'obsolescenza tecnico-finanziaria dei modelli operativi più diffusi; modelli nei quali le scelte gestorie e le relative responsabilità erano riferibili ad uno specifico patrimonio, da amministrare secondo i canoni della sana e prudente gestione. Al contempo, aumentava la numerosità delle operazioni che trovavano esecuzione diretta nel mercato, emergeva lo *shadow banking system* e trovava affermazione il *fintech*; ciò, in un ambito che si proietta ora verso un *cloud*

---

in cui si aggregano e si scambiano informazioni e denaro.<sup>1</sup>

Non va sottaciuto che il fenomeno evolutivo testé indicato è stato funestato da significative turbolenze. A partire dalla crisi della new economy (del 2001), si sono susseguite ondate di modificazioni repentine dei cicli economici, accompagnate da mutamenti sociali, manageriale e regolamentari. In particolare, in Europa, le azioni di contrasto alla crisi finanziaria e dei debiti sovrani (innescata nel 2007) hanno mutato sia il sostrato monetario, sia il contesto istituzionale di riferimento (elevato dalla nazione all'Unione). Ne consegue una centralità degli organi comuni, la quale consente di assumere - come punto di riferimento di questa indagine - la dimensione continentale.

Conseguentemente, si avverte l'esigenza di affrontare le questioni interpretative sollevate dalle disposizioni del nuovo framework degli accordi di Basilea e, quindi, di interrogarsi sulla competizione tra banche e non-banche; ciò, avendo riguardo al Regolamento (UE) 2019/876 (Capital Requirements Regulation II) e alla Direttiva (UE) 2019/878 (Capital Requirements Directive V), fermo il rilievo del Regolamento (UE) 2019/877 (Single Resolution Mechanism Regulation II) e della Direttiva 2019/879 (Bank Recovery and Resolution Directive II).<sup>2</sup>

Viene in prima considerazione, infatti, la presenza di un sistema di regolazione basato sulla definizione di uno schema relazionale per la gestione dei rapporti giuridici che fanno capo al patrimonio di un ente creditizio; ciò, conferma - per un verso - la riferibilità della vigilanza prudenziale alla attività bancaria e - per altro - la libertà dei privati nella configurazione delle operazioni di mercato nelle quali non si registra l'intervento di un ente siffatto. Ne consegue la legittimità di un mercato in cui coesistono, da un lato, vi sono imprese vigilate (*i.e.* le banche) e, dall'altro, operatori abilitati ad organizzare sequenze di transazioni che producono alternative ai prodotti bancari tradizionali (*i.e.* gli arranger), in un contesto competitivo asimmetrico, in quanto i secondi non debbono soggiacere ai presidi patrimoniali previsti dal quadro normativo testé indicato.

In tale contesto, emerge la preoccupazione che si determini una segregazione tra un'area di maggior sicurezza (il comparto bancario) ed una di pieno rischio (il comparto finanziario); a ciò potrebbe seguire una polarizzazione delle predette aree (in termini di *moral hazard*), con l'ovvio effetto di determinare un fallimento del merca-

---

<sup>1</sup> Sia consentito richiamare le conclusioni di Lemma, *Fintech regulation*, Londra, 2020 e Lemma, *The Shadow banking system*, Londra, 2016; conclusioni che - per quel che maggiormente rileva ai fini del presente lavoro - tendevano a mettere in evidenza l'emersione di soluzioni alternative all'offerta delle banche, cui conseguiva la necessità di continuare ad osservare le modalità in cui che gli intermediari avrebbero proceduto alla destrutturazione della loro attività per sottrarsi agli oneri della vigilanza prudenziale. Da qui, l'ulteriore rinvio a Thaler, *Quasi Rational Economics*, New York, 1994, *passim*, da cui prende abbrivio la ricerca sintetizzata in questo scritto per rispondere a taluni quesiti sollevati da alcuni studiosi con riferimento ai lavori testé citati.

<sup>2</sup> Trattasi di una direttrice di intervento chiaramente volta a creare un quadro che possa regolare gli operatori che sono sopravvissuti alla crisi finanziaria degli anni duemila; cfr. European Commission, Adoption of the banking package: revised rules on capital requirements (CRR II/CRD V) and resolution (BRRD/SRM), Brussels, 16 April 2019



---

to (nell’allocazione ottimale delle risorse, dei rischi e dei relativi premi). A ben considerare, a tale polarizzazione seguirebbe anche l’ulteriore fallimento ricollegabile al rischio di contagio (qualora le banche offrano i propri servizi agli arranger e, quindi, risultino esposte alle eventuali turbolenze delle predette transazioni sequenziali).<sup>3</sup>

## 2. Il quadro normativo di riferimento.

Al fine di inquadrare la portata dei dubbi sollevati in premessa, appare utile considerare che i nuovi accordi di Basilea troveranno applicazione in un ambito in cui la titolarità della supervisione bancaria si è *ravvicinata* a quella dell’azione monetaria (in capo alla BCE), in un momento in cui le banche sono chiamate dai governi nazionali a sostenere politiche emergenziali (attuata per sostenere la liquidità delle imprese che subiscono gli effetti negativi della crisi sanitaria del 2020 e delle relative misure di contenimento).<sup>4</sup>

Alla luce di quanto precede, appare evidente che gli enti creditizi - oltre alle difficoltà contingenti - operano sotto la spinta competitiva di nuove tipologie di soggetti che, facendo ricorso alle opportunità rivenienti dall’innovazione tecnologica (cd. imprese high-tech), sollecitano gli interessi della clientela delle banche con prodotti che, per quanto sottratti ai controlli della vigilanza prudenziale, si presentano come perfetti sostituti di quelli offerti dalle banche stesse.<sup>5</sup> Non v’è dubbio che l’assenza di controlli potrebbe esser valutata alla stregua di una mancanza di qualità dei pro-

---

<sup>3</sup> Cfr., in proposito, Capriglione, La nuova finanza: operatività, supervisione, tutela giurisdizionale. Il caso “Italia”. Considerazioni introduttive (La finanza post-crisi: forme operative e meccanismo di controllo), in *Contratto e impresa*, 2017, fasc. 1, p. 7 ss.; Lener - Rulli, La vigilanza sui mercati finanziari, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2019, fasc. 4, pt. 1, pp. 447

Cfr., sul punto, la recente riflessione di Maserà, La (non) proporzionalità della sorveglianza bancaria nell’UE: problemi e prospettive, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, 2020, fasc. 1, pt. 1, p. 40 ss.

Si veda, altresì, Sepe, Il giudice tra diritto ed economia: empatia o entropia?, in *Analisi giuridica dell’economia*, 2018, fasc. 2, p. 287 ss.

<sup>4</sup> Cfr., tra gli altri, Visco, Intervento del Governatore Ignazio Visco su “Le prospettive e le necessità di riforma dell’economia italiana” presso Villa Pamphilj, Roma, 13 giugno 2020; Id., Considerazioni finali del Governatore. Relazione annuale anno 2019, Roma, 29 maggio 2020; Battistini - Stoevsky, Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area, in *ECB Economic Bulletin*, Issue 3/2020; EBA, COVID-19 is placing unprecedented challenges on EU banks, 25 maggio 2020; FSB, COVID-19 pandemic: Financial stability implications and policy measures taken, 15 aprile 2020; nonché cfr. Capriglione, Covid-19. Quale solidarietà, quale coesione nell’UE? Incognite e timori, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’economia*, 2020, p. 167 ss.; Id., La finanza UE al tempo del coronavirus, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’economia*, 2020, p. 1 ss.

<sup>5</sup> Rileva, sul punto, la sentenza commentata da Brescia Morra Concetta, Crisi bancarie e disciplina degli aiuti di Stato: un chiarimento importante della Corte di Giustizia. Nota a sent. Trib. UE sez. III 19 marzo 2019 (causa riunite T-98/16, T-196/16, T-198/16), in *Banca borsa e titoli di credito*, 2019, fasc. 3, pt. 2, p. 275 ss. Ciò, nel riferimento alla ricostruzione evidenziata da Zatti, Diritti e coesione sociale tra governance economica e “sovranità finanziaria”. Dalla Carta costituzionale del 1948 al Trattato c.d. “Fiscal Compact”, in *Persona e mercato*, 2015, fasc. 1, pp. 5

---

dotti non bancari (o meglio, offerti in alternativa a quelli bancari); tuttavia, non è detto che la clientela riesca a percepire tale mancanza di qualità e, comunque, che la medesima non attribuisca alle imprese high-tech attributi ulteriori. Da qui, l'interesse per l'approccio promosso ancora oggi dall'Unione europea, in quanto l'opzione per un sistema concorrenziale tra soggetti diversi potrebbe risolversi a detrimento della qualità dei prodotti bancari e dei presidi posti a salvaguardia del risparmio e a controllo del credito (che danno contenuto all'offerta di matrice tradizionale).

Ciò posto, avendo riguardo al Regolamento (UE) 2019/876 (Capital Requirements Regulation II) e alla Direttiva (UE) 2019/878 (Capital Requirements Directive V), occorre considerare il portato degli interventi regolamentari rispetto al fine di rendere il sistema finanziario più stabile e resiliente a numerosi tipi di shock e di crisi. Di guisa è l'obiettivo perseguito dal regolatore europeo, intento a completare l'Unione bancaria quale presupposto per rafforzare l'economia dell'UE.

In particolare, rileva lo scopo di introdurre requisiti mirati e meno rigorosi quanto all'applicazione del principio di proporzionalità, nel riferimento alle esigenze operative degli enti di minore dimensione che adottano modelli operativi di complessità ridotta.

Apprezzabile, dunque, il superamento dell'ipotesi secondo cui 'one size fits all'.<sup>6</sup>

In tal senso orienta anche la revisione dei coefficienti di leva finanziaria, quale meccanismo di protezione che - nel quadro dei requisiti patrimoniali basati sul rischio - avrebbe dovuto mitigare l'uso di risorse attinte in modo temporaneo i periodi di crescita economica. Al presente, infatti, il regolatore sembra orientato verso un regime disciplinare che consenta di utilizzare la leva per contrastare gli effetti negativi (esogeni) sulla liquidità del mercato (come è stato possibile osservare nel primo semestre del 2020). Analogamente è a dirsi per il riferimento alla capacità totale di assorbimento delle perdite, riferita al patrimonio di ciascun ente creditizio piuttosto che all'accesso alle risorse delle autorità monetarie.

Per tal via si arriva a comprendere il rilievo della modifica recata all'art. 11 del CRR; modifica che ha riguardo al trattamento generale, in caso di applicazione dei requisiti su base consolidata, in materia di consolidamento prudenziale. In tale contesto, l'attenzione volta verso gli 'enti imprese madri' (stabiliti in uno Stato membro), ai quali sono imposti obblighi riferibili a fondi propri, requisiti patrimoniali, grandi esposizioni, rischio di credito, liquidità, leva finanziaria ed i relativi obblighi di segnalazione (sulla base della loro situazione finanziaria consolidata).<sup>7</sup> A ciò si ricollega l'obbligo (per tali enti) di creare "una struttura organizzativa adeguata e appropriati meccanismi di controllo interno, al fine di garantire che i dati necessari per il

---

<sup>6</sup> Ipotesi ampiamente criticata da Masera, CRR/CRD IV: the trees and the forest, in AA.VV., Does one size fit all?, Bologna, 2014, p. 9 ss.

<sup>7</sup> Cfr., per tutti, Masera, Rischio, banche e imprese, Milano, 2004; sul piano giuridico, si veda l'impostazione proposta da Semeraro, Rischi d'impresa bancaria e discipline recenti, in Giustizia civile, 2016, fasc. 4, p. 849 ss.

---

consolidamento siano debitamente elaborati e trasmessi”.<sup>8</sup>

Nel riferimento all’esigenza di un “adeguato consolidamento”, quindi, si pongono le premesse per la strutturazione di una base di dati che - nel sintetizzare i rapporti giuridici che coinvolgono l’insieme delle entità riferibili ad un “ente impresa madre” - dovrebbe conseguire l’obiettivo di rappresentare la realtà di impresa che ha ad oggetto l’esercizio delle attività oggetto di riserva e di autorizzazione.<sup>9</sup> È evidente l’approccio all’ente creditizio come centro verso cui convergono fasci di relazioni rappresentabili in un’esposizione contabile, nonché l’assenza di ogni tentativo di introdurre elementi innovativi che - recependo i risultati conseguiti dalle *data sciences* - consentano di interpretare ed estrarre conoscenza dalle informazioni prodotte dai soggetti con cui l’ente stesso entra in contatto (ancorché ciò non sia suscettibile di rendicontazione ragionieristica).

In sintesi, CRR II e CRD V rappresentano il tentativo di dar corso ad una costruzione normativa ordinata e razionale, la cui rispondenza al rischio sarebbe oggetto di supervisione; pertanto, tale tentativo lascia fermi i fondamenti relazionali della tradizionale vigilanza prudenziale, senza cogliere l’occasione per affrontare le effettive difficoltà che minano l’economia globale dopo la sequela di crisi che hanno funestato gli anni Duemila, nella prospettiva di un generalizzato ricorso a sistemi logici automatizzati.

Trattasi, in concreto, di una conferma della costruzione previgente, in cui le informazioni registrate nei conti delle banche sono presentate in maniera univoca, e precisamente attraverso valori che costituiscano, nel loro complesso, unità di un insieme destinato a sommarsi. Ne risulta una regolazione in cui i dati sono accessibili senza ambiguità, logicamente indirizzati, in grado di gestire lacune informative o errori di valutazione (rimessi all’intervento del sistema dei controlli interni). Tuttavia, nel considerare unitariamente i risultati delle analisi sulla disciplina degli strumenti di capitale riferibili ad un ente creditizio, appare possibile ricondurre - anche dopo le recenti innovazioni - gli adempimenti quivi previsti all’obbligo di individuare una relazione tra i fondi propri e le attività, previa ponderazione di queste ultime per i rischi rilevati dalle competenti funzioni aziendali.

In altri termini, a fondamento della vigilanza prudenziale vi è l’obbligo di strutturare una ‘base di dati’ secondo una progettazione concettuale in cui la separazione di alcuni aspetti della clientela da altri (ritenuti meno significativi ai fini del computo del rischio) risponda a scelte che consentano comunque di cogliere le caratteristiche della realtà oggetto di osservazione e, quindi, di implementare per tempo i presidi necessari per tutelare il risparmio, la stabilità finanziaria, la crescita economica e,

---

<sup>8</sup> Cfr. De Biasi, Note sull’attualità della “querelle” tra banca-impresa e banca-funzione, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2019, fasc. 2, pt. 1, p. 275 ss.

<sup>9</sup> Cfr. Mirone, Regole di governo societario e assetti statutarî delle banche tra diritto speciale e diritto generale, in *Banca impresa società*, 2017, fasc. 1, p. 33; nonché Portale, La “corporate governance” delle società bancarie, in *Rivista delle società*, 2016, fasc. 1, p. 48 ss.

---

quindi, il benessere sociale.<sup>10</sup> Alla luce di tale osservazione, le modifiche recate dagli atti in parola confermano il tentativo di affinare i processi logici che sono intervenuti in tale progettazione, in quanto gli effetti negativi delle suddette crisi hanno corrisposto sia ad un default di talune banche, sia ad un generalizzato decremento dell'economia.

Quel che resta scevro da modifiche normative, in definitiva, è la relazionalità tra i fondi propri e i rischi. Trattasi, anche in questo caso, della conferma di uno schema astratto, di cui si è di sovente dubitato, allorquando l'opzione per la risoluzione delle crisi con i fondi propri raccolti delle banche ha messo in evidenza la durezza dell'impatto sociale sulla comunità di riferimento.<sup>11</sup> Non ci si riferisce solo all'esposizione degli azionisti al pieno rischio, ma anche al coinvolgimento delle altre categorie di creditori delle banche che (a partire dai depositanti) non attivano un rapporto giuridico con queste ultime a fini di investimento, ma per soddisfare alle esigenze contingenti (di deposito, di pagamento, etc.) poste dalla vita quotidiana (di imprenditori e consumatori). Ed invero, la progettazione logica posta a fondamento della vigilanza prudenziale, nel rifiutare gli interventi assistenziali di matrice erariale o monetaria, determina la conseguenza che gli effetti negativi degli inadempimenti di taluni clienti della banca (*i.e.* i debitori) gravino in capo ad altri clienti della medesima (*i.e.* i creditori).<sup>12</sup> Ciò, attraverso concetti e formalismi declinati nel Regolamento (UE) 2019/877 (Single Resolution Mechanism Regulation II) e nella Direttiva 2019/879 (Bank Recovery and Resolution Directive II).<sup>13</sup>

Per converso, si avverte l'assenza di nuove tecniche di regolazione dell'attività degli enti creditizi, nelle quali l'osservazione dei comportamenti di creditori e debitori - unitamente alla rilevazione delle dinamiche di mercato - vada oltre la verifica di *ratios* calcolati sui dati rivenienti dalla registrazione contabile dei rapporti giuridici attivati con la clientela. Quel che manca, in definitiva, è la regolazione di metodologie predittive fondate sulle informazioni effettivamente accessibili alla banca (analizzando relazioni economiche e flussi finanziari in modo tale da cogliere le tendenze in atto nell'ambiente di riferimento).<sup>14</sup> Sicchè, gli interventi normativi in esame non

---

<sup>10</sup> Cfr. Sartori, Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della "sana e prudente gestione", in Banca borsa e titoli di credito, 2017, fasc. 2, pt. 1, p. 131 ss.; Falce, Dati e segreti. Dalle incertezze del Regolamento "Trade secret" ai chiarimenti delle Linee Guida della Commissione UE, in Il Diritto industriale, 2018, fasc. 2, pp. 155

<sup>11</sup> Cfr. Capriglione, Considerazioni a margine del volume Il tramonto della banca universale?, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2018, fasc. 1, pt. 1, p. 1 ss. Si vedano, altresì, le considerazioni conclusive di Canepa, La regolazione al tempo della crisi tra salvaguardia del mercato unico e "flessibilità" delle regole sugli aiuti di stato, in Banca impresa società, 2016, fasc. 3, pp. 445

<sup>12</sup> Significativo, al riguardo, il percorso argomentativo proposto da Annunziata, OICR di "private equity" e partecipazioni qualificate al capitale delle banche: una ibridazione possibile? (Private Equity Funds and qualifying Holdings in Banks: A Possible Hybridisation?), in Banca impresa società, 2018, fasc. 2, pp. 207

<sup>13</sup> Cfr. D'Ambrosio, La stabilità finanziaria tra gli obiettivi della legislazione dell'Unione sui mercati finanziari, Sevif e Unione bancaria, in Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, 2017, p. 146 ss.

<sup>14</sup> Cfr. Malvagna - Sciarrone Alibrandi, "Self-placement" di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore, in Banca borsa e titoli di credito, 2019, fasc. 2, pt. 1, p. 153 ss..

---

promuovono l'individuazione di una base dati che - nel rendersi disponibile alle autorità di vigilanza e a quelle monetarie - potrebbe fondare interventi micro e macro-prudenziali atti ad elidere le interconnessioni dei rischi sistemici, a verificare gli effetti delle politiche monetarie (e, quindi, ad alimentare automatismi correttivi) e, in definitiva, a supportare meccanismi che - attraverso l'intervento pubblico - evitino le conseguenze sociali dell'utilizzo del risparmio depositato in una banca per il salvataggio della banca stessa.

Utile evidenziare che i fondamenti di una regolazione siffatta appaiono latenti nel mercato finanziario, nel quale si riscontra l'utilizzo delle innovazioni recate dalla tecnologia computazionale al fine di utilizzare database che, per un verso, si auto-alimentano e, per altro, supportano il funzionamento di algoritmi che si auto-istruiscono per corrispondere al meglio alla domanda ed all'offerta di capitali. Da qui, il crescente divario tra la regolazione prudenziale e le dinamiche di mercato, in quanto le seconde risultano - anche da questo punto di vista - proiettato verso lo sviluppo delle menzionate *chain transactions*.<sup>15</sup>

Volendo trarre una prima conclusione occorre richiamare l'onere - posto dalla Costituzione italiana in capo alla Repubblica - di disciplinare, coordinare e controllare l'esercizio del credito. Va da sé che la portata di tale onere non può esser circoscritta alla sola industria bancaria, con l'effetto di proiettare l'intervento pubblico del nostro Paese oltre l'ambito di applicazione del complesso disciplinare adottato in sede europea per dar corso agli accordi di Basilea. Da qui, una specificità che potrebbe porsi in contrasto con gli ordinamenti di altri Stati membri (informati a criteri ordinatori differenti), segnando un'asimmetria poco compatibile con la libertà che caratterizza il mercato interno dei capitali.

### **3. Le indicazioni dell'EBA sull'evoluzione dell'industria bancaria**

Alla luce di quanto precede appare utile soffermarsi sulle ragioni che possono indurre gli operatori a *destrutturare* l'attività bancaria sfruttando le opportunità messe a disposizione dall'innovazione tecnologica; ciò, in un contesto in cui il confronto tra i costi (regolamentari) e le opportunità (commerciali) ricollegabili alla istituzione di un ente creditizio potrebbe dare un risultato favorevole ai progetti che prevedono la strutturazione di una sequenza di operazioni di mercato (e non la costituzione di una banca).

---

Rileva, altresì, Natoli, Frazionamento della filiera produttiva e regole del contratto, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2019, p. 287

<sup>15</sup> Cfr. per tutti Arner - Barberis - Buckley, The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?, in University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2015/047

---

A tal fine, è utile richiamare la “Fintech Roadmap” pubblicata dall’EBA nel 2018, in quanto i relativi contenuti definiscono le prospettive di intervento pubblico per l’attuazione del Piano d’azione fintech della Commissione.<sup>16</sup> Al riguardo, occorre considerare che il regolatore europeo, in sede di istituzione delle European Supervisory Authorities, aveva considerato l’innovazione quale importante questione, meritevole di specifica considerazione nel riferimento ad un Comitato quale parte integrante di tali autorità (e, oltre al Comitato dell’EBA testé menzionato, sono stati previsti anche gli analoghi Comitati dell’ESMA e dell’EIOPA, come indicato all’articolo 9, paragrafo 4, di entrambi i Regolamenti (UE) n. 1093/2010 e n. 1094/2010).<sup>17</sup> Nel richiamare le innovazioni recate dalla CRD V e dal CRR II, va tenuto presente che i compiti dell’EBA debbono necessariamente estendersi sino a declinare nel concreto i principi di proporzionalità e flessibilità rispetto alla regolazione ed al controllo delle imprese fintech e il perimetro delle loro attività (o meglio dell’innovazione tecnofinanziaria<sup>18</sup>), al fine di disciplinare le modalità in cui gli enti creditizi possano entrare in relazione con queste ultime.<sup>19</sup> Ed invero, l’attenzione dell’EBA sull’uso innovativo dei dati (da parte degli enti creditizi) ha confermato la stretta relazione tra la vigilanza microprudenziale e la tutela dei diritti individuali, la quale si basa sul consenso personale del cliente e sulle regole di protezione previste dall’ordinamento.<sup>20</sup> Non è questa la sede per sollevare i limiti dei meccanismi di protezione basati sul consenso del contraente debole, del resto non v’è dubbio che lo sviluppo di innovazioni tecnologiche stia sostenendo l’analisi di informazioni riferibili ai clienti, in quanto i big-data e l’intelligenza artificiale sono utilizzati per gestire le relazioni con questi ultimi e che tale gestione è volta a forzare il business dell’ente creditizio stes-

---

<sup>16</sup> Cfr. EBA.. “The EBA’s fintech roadmap. Conclusions from the consultation on the EBA’s approach to financial technology (fintech)”. 15 marzo 2018; si veda, altresì, Paracampo, “FinTech” tra algoritmi, trasparenza e “algo-governance”, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2019, fasc. 2, pt. 1, p. 213 ss.; Pernice, “Smart contract” e automazione contrattuale: potenzialità e rischi della negoziazione algoritmica nell’era digitale, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2019, fasc. 1, p. 117 ss.

Ciò, ovviamente segna un’accelerazione nell’evoluzione dei mercati finanziari, cfr. Siclari, “European capital markets union” e ordinamento nazionale, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2016, fasc. 4, pt. 1, pp. 481

<sup>17</sup> Giova richiamare che l’innovazione finanziaria è stata oggetto di attenzione anche al tempo dell’adozione degli accordi di Basilea III review; cfr. Delimatsis, P. “Financial Innovation and Prudential Regulation – The New Basel III Rules” *TILEC Discussion Paper No. 2012-016*

<sup>18</sup> Cfr. Morera, Consulenza finanziaria e “robo-advisor”: profili cognitivi, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2019, fasc. 2, pt. 1, p. 20 ss.; si veda, altresì, Colangelo - Maggiolino, Big Data, data protection and antitrust in the wake of the “Bundeskartellamt” case against Facebook, in *Rivista Italiana di Antitrust*, 2017, fasc. 1, p. 9 ss. i quali offrono spunti volti a procedere nell’analisi delle dinamiche indicate nel corpo del testo. Rileva, altresì, il rischio di collusione e, in particolare, i profili critici richiamati da Faella, Adelante con juicio: limiti e occasioni perse della nuova esenzione per categoria delle intese verticali, in *Mercato concorrenza regole*, 2011, fasc. 1, p. 29 ss.

<sup>19</sup> Si veda Greco, Il conto che non opera con terzi non è un conto di pagamento. Nota a sent. CGUE sez. V 4 ottobre 2018 n. 191 (causa C-191/17), in *Giurisprudenza commerciale*, 2019, fasc. 4, pt. 2, p. 695 ss.; Rotondo, L’applicazione dei principi di proporzionalità e ragionevolezza nella regolamentazione italiana dei mercati finanziari, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2017, fasc. 1, p. 81 ss.

<sup>20</sup> Cfr. EBA Report on innovative uses of consumer data by financial institutions, 28 June 2017



---

so.<sup>21</sup> Tuttavia, appare opportuno evidenziare le criticità che l'EBA ha collegato all'assenza di qualsiasi freno all'incoerenza, all'irregolarità e alla ridondanza, nonché alla difficoltà di raccogliere motivi sufficienti per ulteriori interventi normativi specifici del settore.<sup>22</sup> Pertanto, vanno qui richiamate le preoccupazioni specifiche riguardo alla potenziale mancanza di parità di condizioni tra le banche e i nuovi operatori di mercato che operano al di fuori dell'ambito della vigilanza prudenziale.<sup>23</sup>

A questo proposito, è opportuno considerare anche taluni aspetti che, sul piano microprudenziale, possono suggerire l'applicazione di soluzioni fintech ai processi, alle procedure e all'attuale offerta delle banche;<sup>24</sup> ciò in quanto appare evidente l'impatto benefico di algoritmi prudenziali sul contenimento dei rischi assunti dagli enti creditizi (anche se tale impatto potrebbe essere fortemente dipendente dal tipo di tecnologia sottostante e dalla sua implementazione, nonché dai processi e dai modelli di business adottati intorno ad essa).<sup>25</sup> Si versa, dunque, in presenza di considerazioni variegata, le quali mettono in evidenza potenziali rischi e opportunità che possono derivare dall'applicazione di automatismi in grado di spingere gli enti creditizi sia verso la massimizzazione del loro risultato, sia lontano dalle operazioni più pericolose.<sup>26</sup>

Tuttavia, non è possibile trascurare che l'assunzione di un punto di vista sovranazionale e riferito al settore bancario abbia influenzato le forme di monitoraggio degli sviluppi del fenomeno; in tale contesto, è comprensibile come l'azione dell'EBA, in questa fase, si sia limitata a osservare le opzioni di autoregolamentazione assunte dagli enti creditizi. Del resto, non vi sono chiare indicazioni in materia nella disciplina riferibile al rilascio dell'autorizzazione di cui alla Direttiva 2013/36/UE, alla Direttiva (UE) 2015/2366 e alla Direttiva 2009/110/CE.<sup>27</sup> Così, ancora una volta, non va sottaciuta la preoccupazione che il regolatore intervenga su tale 'nuova industria' in ritardo, dopo che lo sviluppo del tecnologico abbia segnato chiaramente le direttrici

---

<sup>21</sup> Cfr. Annunziata, La disciplina delle "trading venues" nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla "distributed ledger technology", in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2018, fasc. 3, p. 40 ss.

<sup>22</sup> Rilevano, al riguardo, le considerazioni preliminari di Di Gaspare, Anamorfofi dello "spread" (globalizzazione finanziaria, guerre valutarie e tassi di interesse dei debiti sovrani), in *Il Diritto dell'economia*, 2014, fasc. 2, p. 299 ss.

<sup>23</sup> Cfr. Lener, Tecnologie e attività finanziaria, Napoli, 9-11 maggio 2019, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2019, fasc. 3, pt. 1, pp. 267

<sup>24</sup> Cfr. Lemme, Gli "smart contracts" e le tre leggi della robotica, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2019, fasc. 1, p. 129 ss.; Messina Patrizio, "Crowdfunding" e finanza alternativa, in *Il Foro italiano*, 2019, fasc. 11, pt. 5, p. 46 ss.

<sup>25</sup> Cfr. Sciarone Alibrandi, La certezza del diritto dell'economia tra attività del regolare e attività del giudicare, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2018, fasc. 2, p. 273 ss.

<sup>26</sup> Cfr. Gaggero, Trasparenza del contratto e rimedi di autotutela, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2013, fasc. 2, p. 461 ss.

<sup>27</sup> In generale, viene ancora in considerazione il digital divide, cfr. Brandtzæg, P. B. - Heim, J. - Karahasanovic, A. "Understanding the new digital divide—A typology of Internet users in Europe" *International Journal of Human-Computer Studies*, 2011 p. 123 ss.



---

dei rapporti giuridici che caratterizzano il mercato.<sup>28</sup>

Per converso, appare utile verificare se l'introduzione di nuove forme di supervisione riferibili ai programmatori possa completare l'azione interventistica pubblica nel mercato dei capitali; ciò, in modalità idonee a uniformare le opzioni normative che - nell'attuale quadro giuridico dell'UE - suggeriscono l'applicazione dei principi di proporzionalità e flessibilità rispetto alle imprese che forniscono servizi ad elevato contenuto tecnologico (ad imprese che offrono o raccolgono capitali presso il pubblico). Del resto, qualora la predetta verifica addivenisse ad un esito negativo, vi saranno dubbi sull'efficienza e sull'equità di qualsiasi regime speciale che consenta alle imprese fintech di operare al di fuori dei presidi prudenziali generalmente previsti nel settore bancario.<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup> Inoltre, l'analisi dell'EBA sullo stato di regolamentazione nazionale dei modelli innovativi di operatività bancaria suggerisce che altre attività e servizi ad alta tecnologia (compresi quelli di natura accessoria/non finanziaria) non sono soggetti ad alcun regime normativo. In sintesi, i risultati dell'EBA non mostrano una piena parità di condizioni in questo settore, che ha messo in luce la necessità di apportare modifiche specifiche nel contesto del mandato conferito dalla Direttiva (UE) 2019/878 che modifica la quarta direttiva sui requisiti patrimoniali, per l'elaborazione di nuove linee guida che specifichino una metodologia di valutazione comune per il rilascio delle autorizzazioni in tutta Europa.

Esiste l'opportunità di utilizzare gli standard tecnici normativi sviluppati dall'EBA per promuovere l'applicazione sicura e sana degli strumenti fintech. Probabilmente, queste saranno le fonti di una metodologia di identificazione supplementare per i programmatori e i codificatori di tali strumenti, e tale metodologia potrebbe consentire il riconoscimento delle specificità delle imprese fintech nel contesto dei meccanismi europei di vigilanza e risoluzione; cfr...

Cfr. Ellis, E. "The principle of proportionality in the laws of Europe" Oxford, 1999 e Tribimas, T. "Proportionality in community law: searching for the appropriate standard of scrutiny" 1999

<sup>29</sup> Ovviamente, per quanto concerne la normativa prudenziale, gli interessi dell'EBA riguardano la più ampia trasformazione digitale in atto tra le funzioni di gestione del rischio di credito, per cui le tecniche di machine learning sono applicate dagli enti creditizi al fine di migliorare le loro capacità sia nel credit scoring che nel monitoraggio della qualità dei debitori (al fine di registrare in tempo utile eventuali malfunzionamenti della clientela).

In ogni caso, ciò comporterebbe un nuovo rischio operativo (legato alla capacità del software di operare la suddetta analisi, anche perché l'applicazione per la prima volta di queste nuove tecnologie, e le banche sono all'inizio della loro curva di apprendimento), così come un rischio ICT più elevato (dovuto alla combinazione di rischi di outsourcing e minacce alla sicurezza informatica e alle frodi digitali); cfr. Okafor, A. - Fadul, J. 2019 "Bank Risks, Regulatory Interventions and Deconstructing the Focus on Credit Risk" *Research Journal of Finance and Accounting*. Cfr. also de Fontnouvelle, P. - Jordan, J. S. - Rosengren, E. S. "Implication of alternative operational risk modeling techniques" *National Bureau of Economic Research* 2005; Ebnöther, S. - Vanini, P. - McNeil, A. - Antolinez-Fehr, P. "Modelling Operational Risk" *Journal of Risk* 2003 p. 1 ss.

Tuttavia, i risultati della ricerca dell'EBA non suggeriscono che l'ulteriore automazione dei processi decisionali in materia di credito e l'utilizzo di nuove fonti di dati coinvolga terzi nella gestione di una banca (attraverso l'implementazione passiva di queste ampie, ampie e complete analisi del credito effettuate con queste tecniche), ma evidenziano solo che gli strumenti fintech supportano un'analisi più rapida dei clienti e dovrebbero quindi migliorare la gestione complessiva del rischio di credito per gli istituti; cfr. inoltre Mattassoglio, Pericoli e paradossi di un sistema che pretende di controllare il rischio bancario, in *Concorrenza e mercato*, 2015, pt. 1, p. 51 ss.

---

## 4. Le regole del meccanismo unico di vigilanza: l'azione della BCE, ...

È un dato di comune evidenza che la BCE sia chiamata ad occuparsi di fintech, dell'arbitraggio regolamentare che tale fenomeno consente e, in tale contesto, dell'impulso che potrebbe avere lo *shadow banking system*. A tale evidenza fa seguito l'esigenza di accertare la possibilità che l'esecuzione di un compito siffatto possa esser un naturale corollario dei poteri monetari e dei compiti specifici in materia di supervisione ovvero se un intervento di tal genere debba esser sostenuto dall'estensione delle prerogative della BCE, se del caso nel contesto di un piano d'azione che le attribuirebbe anche il controllo delle shadow entities (o, quantomeno, di talune loro operazioni).<sup>30</sup>

Utile ipotizzare, al fine di verificare le ipotesi menzionate in premessa, che la BCE ambisca ad individuare gli standard che consentano di utilizzare il potenziale del fintech per ottenere un migliore funzionamento del mercato dei capitali, nel rispetto del relativo mandato.<sup>31</sup> Ovviamente, l'esercizio dei propri poteri per perseguire tale ambizione richiede un sostrato normativo che includa - nell'ambito della sua supervisione anche - l'applicazione di nuove tecnologie (nel caso in cui queste ultime abbiano implicazioni monetarie o sull'attività degli enti creditizi, nell'ambito di interesse del Meccanismo di Supervisione Unico).<sup>32</sup> Ai predetti fini, è dunque utile assumere che ciò sia riferibile al contenuto del sesto comma dell'articolo 127 T.F.U.E. e, quindi, che la vigilanza su fintech possa rientrare tra i "compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi" ivi

---

<sup>30</sup> Cfr. Brozzetti, Il punto della Commissione europea sul quadro normativo applicabile in caso di crisi bancarie: qualche annotazione per la prossima legislatura, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2019, fasc. 3, pt. 2, pp. 91

Si veda, altresì, Buchak, G. - Matvos, G. - Piskorski, T. - Seru, A. 2017 "Fintech, Regulatory Arbitrage, and the Rise of Shadow Banks", Columbia Business School Research Paper No. 17-39, donde l'attenzione al processo di intermediazione creditizia ombra, che - come detto - dovrebbe ora includere anche fintech e le sue innovazioni (per i dati quantitativi generati dall'utilizzo delle suddette tecnologie) e, quindi, un riferimento agli intermediari non bancari. Nonostante la scarsità di prove sistematiche, la BCE si è impegnata in un intenso dibattito sulle possibili conseguenze di fintech, fin dal primo esame sistematico dell'evoluzione del sistema bancario ombra (e delle forze economiche che potrebbero spiegare l'attuale drastico cambiamento nella natura dell'intermediazione).

<sup>31</sup> Opportuno richiamare Annunziata - D'Ambrosio, L'applicazione del diritto degli Stati membri da parte della Banca Centrale Europea. Nota a sent. Trib. UE sez. ampliata II 24 aprile 2018 (causa da T-133/16 a T-136/16), in *Giurisprudenza commerciale*, 2019, fasc. 4, pt. 2, p. 707 ss.

<sup>32</sup> Cfr. Sepe, Supervisione bancaria e risoluzione delle crisi: separatezza e contiguità, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2018, fasc. 3, pt. 1, pp. 302

Si veda, altresì, Lener, Profili problematici delle nuove regole europee sulla gestione delle crisi bancarie, in *Banca impresa società*, 2018, fasc. 1, pp. 13; McCormick - Minto, Governance of Banks in an Era of Regulatory Change and Declining Public Confidence, in *Law and Economics Yearly Review*, 2014, Vol. 3, I, p. 6 ss.; Sacco Ginevri, L'espansione dei "golden powers" fra sovranismo e globalizzazione, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2019, fasc. 1, pt. 1, p. 151 ss.; Salerno, The objectives and the future of financial regulation in a worldwide context, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, fasc. 1, p. 71 ss.

---

menzionati.<sup>33</sup> Pertanto, non si tratta di valutare se la BCE debba estendere il proprio mandato, quanto piuttosto quali siano i nuovi compiti che consentano di mantenere il sistema al sicuro al tempo del fintech.

Da qui, la possibilità di un ruolo attivo della Banca Centrale Europea nella supervisione dell'industria fintech, anche nel riferimento all'opzione di strutturare un team in grado di controllare gli algoritmi ed i software che danno contenuto alle soluzioni tecnologiche adottate dagli enti creditizi, ferma la possibilità che l'ordinamento si orienti verso l'istituzione di nuova autorità incaricata di controllare l'innovazione ICT.<sup>34</sup>

Ulteriori interrogativi si sollevano con riferimento alle forme organizzative non convenzionali, decentralizzate e integrate che supportano la circolazione dei capitali nel mercato attraverso catene che utilizzano connessioni tracciate da un automatismo computazionale; forme che rendono difficile individuare una persona giuridica responsabile delle attività svolte (e, quindi, un patrimonio da porre a garanzia dei terzi). Quel che occorre evitare, in definitiva, è la possibilità che le nuove tecnologie offrano, agli enti creditizi, un incentivo a migrare verso la propria attività al di fuori dell'ambito di applicazione della vigilanza prudenziale (e, quindi, verso settori meno regolamentati del sistema finanziario).

A questo proposito, appare evidente che gli interessi monetari e di vigilanza convergono verso il monitoraggio dell'evoluzione dell'offerta di soluzioni tecnologiche per

---

<sup>33</sup> È inoltre opportuno sottolineare che, con riferimento alla politica monetaria, la BCE può presentare pareri alle istituzioni, organi, uffici o agenzie dell'Unione competenti o alle autorità nazionali su questioni che rientrano nelle sue competenze (ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 4, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea); cfr. Motroni, Nuovi limiti all'autonomia negoziale nei contratti finanziari, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2017, fasc. 3, pp. 609

È quindi possibile proporre un quadro normativo dedicato alle valute crittografiche (se queste dovessero iniziare a influenzare il mantenimento della stabilità dei prezzi), nonché l'applicazione della crittografia e di altre soluzioni fintech al corso legale (come ulteriormente approfondito nei capitoli sette e otto), a condizione che la Banca Centrale Europea abbia il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote in euro all'interno dell'Unione (ai sensi dell'articolo 128 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea).

Meritevole di menzione è la posizione delle corti europee al riguardo; cfr. Rabitti, La Corte di giustizia tra scelte di mercato e interessi protetti, in *Persona e mercato*, 2018, fasc. 4, p. 16 ss.

<sup>34</sup> In tal senso conclude Barzilai-Nahon, K. "Gaps and Bits: Conceptualizing Measurements for Digital Divide/s", *The Information Society*, 2006, p. 269 ss.

È opportuno ricordare che nel 2016 la BCE ha pubblicato un documento di lavoro che mostra come i vincoli di finanziamento portino le imprese a ridurre la produzione, ma possano stimolare gli investimenti in innovazione (R&S) (Malamud, S. e Zucchi, F. 2016). In questi anni, infatti, sono state sperimentate molte costrizioni e innovazioni. Non ci si concentrerà quindi sulle implicazioni micro e macro degli investimenti nell'innovazione (per superare i vincoli aziendali o normativi), né sui loro risultati in termini di crescita economica (o di stabilità finanziaria). Oltre a ciò, l'attenzione è rivolta alle esigenze normative che emergono nei settori che beneficiano maggiormente delle applicazioni fintech.

Si veda, altresì, Antonucci, Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2010, fasc. 6, pt. 1, p. 728 ss.

Rilevano le riflessioni, formulate in materia di lotta al riciclaggio, di Urbani - Minto, La Quarta Direttiva europea in materia di antiriciclaggio, tra luci, ombre e prospettive, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2017, fasc. 1, pt. 1, p. 119 ss.

---

gli enti creditizi e gli altri intermediari che operano nel mercato dei capitali.<sup>35</sup> Non appare trascurabile, infatti, la l'evidenza che l'innovazione tecnofinanziaria sta sostenendo nuovi schemi di circolazione in grado - non solo di aumentare l'accesso, ma anche - di migliorare la concorrenza e di ridurre i costi di transazione (facendo affidamento sull'utilizzo di *device* già in mano agli utenti finali, *i.e.* gli *smart-phone*).<sup>36</sup> È chiaro - e spesso attestato<sup>37</sup> - che l'approccio della BCE - nei confronti del fintech e degli strumenti che esso mette a disposizione degli enti creditizi - non può limitarsi a registrare le pressioni innovative ad alta tecnologia che interessano il comparto di sua competenza.<sup>38</sup> Al contrario, la sua attività appare proiettata verso iniziative di regolamentazione e supervisione volte a influenzare la direzione e la velocità delle applicazioni del fintech, tenendo conto delle previste conseguenze che la destrutturazione dell'attività bancaria potrebbe produrre nel campo della politica monetaria, con effetti sulla stabilità finanziaria e sul risparmio. Infatti, consentire a fintech di svilupparsi in un settore alternativo e non regolamentato può anche minare la stabilità finanziaria (indipendentemente dall'attenzione delle autorità di vigilanza). Ciò non nega che le nuove tecnologie comportino rischi aggiuntivi per i mercati finanziari, ma suggerisce che regole efficaci aiuterebbero a scegliere quale esposizione ai rischi sia accettabile.<sup>39</sup>

A ben considerare, la regolazione della circolazione dei capitali dovrebbe aver riguardo anche all'incidenza dell'innovazione tecnologica sui servizi di pagamento<sup>40</sup>

---

<sup>35</sup> Cfr. Lupoi, La negoziazione algoritmica ad alta frequenza e la struttura dei mercati: due casi negli Stati Uniti, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2019, fasc. 1, pt. 2, p. 1 ss.

<sup>36</sup> Ed invero, non va trascurato che l'accesso più ampio ai servizi di pagamento sta diventando uno dei primi obiettivi che le banche centrali e le autorità di vigilanza si propongono di realizzare come primo passo nel lungo cammino verso una vera integrazione e stabilità finanziaria universale.

<sup>37</sup> Cfr. Cœuré, B. "Financial regulation and innovation: a two-way street. Introductory remarks by the member of the Executive Board of the ECB, at a roundtable organised by FinLeap", Berlin, 14 marzo 2018; Lamandini, What community action for micro-credit? (Che azione comunitaria a favore delle micro-credito?), in *Rivista di diritto societario*, 2009, fasc. 4, pt. 3, p. 898 ss.

<sup>38</sup> Cfr. Nabilou, H. "Central Bank Digital Currencies: Preliminary Legal Observations". *Journal of Banking Regulation*, 2019.

Si veda, altresì, Walch, A. 2015 "The Bitcoin Blockchain as Financial Market Infrastructure: A Consideration of Operational Risk" *NYU Journal of Legislation and Public Policy*, ove si sottolinea l'importanza di un'infrastruttura dei mercati finanziari funzionante per la stabilità finanziaria globale e si descrivono i principi rilevanti che le autorità di regolamentazione finanziaria globale hanno adottato per contribuire a mantenere tale stabilità.

<sup>39</sup> Affrontando l'offerta fintech, da un punto di vista regolamentare, è chiaro che le sue caratteristiche suggeriscono una analisi basata sulla essenzialità degli elementi informatici: dalla architettura del database alla sua distribuzione/diffusione/dispersione (cui si correlano problemi di accesso, piuttosto che questioni in materia di proprietà). A tale analisi si accompagna lo studio delle soluzioni tecniche di collegamento, di difesa (basata su algoritmi matematici) e di registrazione di tutte le transazioni a ciò riferibili.

<sup>40</sup> Cfr. ECB - Bank of Japan 2017, "Payment systems: liquidity saving mechanisms in a distributed ledger environment", a joint research project of the European Central Bank and the Bank of Japan

---

(inclusi quelli che attualmente supportano il SEPA).<sup>41</sup> Non a caso, la BCE ha sottolineato che qualsiasi persona deve avere la possibilità di eseguire i pagamenti attraverso sistemi convenzionali, dovendosi altrimenti riscontrare inaccettabili asimmetrie operative riferibili a club-deal, a piattaforme peer-to-peer o a valute non aventi corso legali.<sup>42</sup> Ciò in quanto tali asimmetrie minerebbero la parità concorrenziale e potrebbero indurre le imprese ad offrire alternative (rispetto ai prodotti tradizionali) che mancano di solidità operativa, di un'adeguata gestione del rischio e di certezza giuridica. Trattasi di una commistione di interessi che sollecita un intervento regolamentare che dia corso (e specificazione) al contenuto dei Trattati Europei testé richiamato.<sup>43</sup>

Non v'è dubbio che l'impatto dell'innovazione tecnologica dipenda dalle scelte operative degli intermediari, nei limiti stabiliti dalle autorità di regolamentazione e dai governi in materia. Da qui, l'opportunità di introdurre per tempo nuove regole volte a trarre vantaggio dall'innovazione tecnica e a soddisfare le nuove esigenze degli utenti, rimanendo al passo con l'evoluzione dei rischi operativi e di controparte. E non c'è dubbio che questa opportunità debba esser colta prima che il mercato si orienti verso paradigmi operativi poco efficienti. Ciò, appare riconducibile nel mandato istituzionale della BCE (sia dal punto di vista monetario che di vigilanza).

## **5. (segue) della Banca d'Italia e della Consob.**

È facile osservare, in questi tempi, che l'ordinamento italiano muove da principi di che tengono in particolare conto la persona ed i suoi diritti, tale caratteristica si rende evidente nel raffronto con gli altri ordinamenti - anche europei - nei quali l'individuo non è protetto avverso eventi avversi.<sup>44</sup> Nel mercato dei capitali, in particolare, si riscontra una forma di intervento che - dando attuazione ai compiti di tutela e controllo che la costituzione assegna alla Repubblica - ricomprende nel perimetro

---

<sup>41</sup> Ci si riferisce alle conclusioni del FSB, "Financial stability implications from FinTech", 27 giugno 2017. Rileva, inoltre, European Commission, "FinTech action plan: For a more competitive and innovative European financial sector", 8 Marzo 2018

<sup>42</sup> Non va trascurato che il fintech possa esser osservato nel riferimento alle reti emergenti, laddove un approccio neutrale dal punto di vista tecnologico possa incoraggiare l'uso delle soluzioni più efficienti; ciò, tuttavia non significa che i regolatori possano ignorare i rischi e - qualora dovessero emergere lacune normative - dovranno intervenire sulle opzioni che stanno alla base di queste tecnologie. Si veda, in proposito, Mucciarone, La portabilità dei conti: prime note, in Banca borsa e titoli di credito, 2016, fasc. 5, pt. 1, p. 581 ss.; Rossano, La Corte di giustizia UE si esprime sul caso Uber. Nota a sent. CGUE grande sez. 20 dicembre 2017 (causa C-434/15), in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2018, fasc. 1, pt. 2, p. 10 ss.

<sup>43</sup> Cfr. Cœuré, B. "Fintech for the people. Keynote speech by the chair of the CPMI and Member of the Executive Board of the ECB, at the 14th BCBS-FSI high-level meeting for Africa on strengthening financial sector supervision and current regulatory priorities", Cape Town, 31 Gennaio 2019

<sup>44</sup> Si veda il report "Fundamental rights implications of COVID-19", edito dalla EU Agency for Fundamental Rights (FRA).

---

del controllo pubblico molti degli operatori attivi nel mercato dei capitali.<sup>45</sup> A valle di tale osservazione si riscontra un'attitudine degli stakeholders a partecipare attivamente ai processi di regolamentazione e controllo (non solo attraverso un costante confronto con i centri di formazione delle regole, ma anche attraverso specifiche consultazioni effettuate dalle autorità di vigilanza, in conformità alle disposizioni all'uopo introdotte dalla legge n. 262 del 2005). Ciò induce ad ipotizzare che il nostro ordinamento ammetta un nesso di relazioni tra le autorità ed i soggetti vigilati; attraverso questo nesso si estende il controllo oltre l'imperatività dei precetti, ponendo le premesse per una dinamica costruttiva idonea a consentire una modalità di esercizio del diritto di partecipazione ai procedimenti amministrativi tale da promuovere la regolazione delle innovazioni in modalità che si conformino ai noti fini di utilità sociale cui si informa l'ordinamento stesso (sulla base delle informazioni e degli orientamenti raccolti tra gli esponenti dell'industria bancaria e finanziaria).<sup>46</sup> È tale ipotesi che induce a verificare se l'esperienza italiana nella regolazione del fintech mette in relazione le finalità della regolazione con l'esperienza del controllo;<sup>47</sup> nell'affermativa, si riscontrerebbe una specificità che contraddistingue l'approccio domestico rispetto ad altri che risultano ancorati a schemi di matrice privatistica o meramente pubblicistica. In altri termini, di fronte alle sfide poste dal fintech, la conoscenza delle imprese che introducono l'innovazione (da parte degli organi di regolazione) può consentire una cognizione della realtà oggetto di intervento, potendo agevolmente acquisire dati e notizie necessari per affrontare innovazioni di processo (nell'ambito di attività regolamentate), innovazioni di prodotto (meritevoli di regolazione) ed economie (di scala o di scopo) da interconnessione e globalizzazione (che richiedono una modifica delle prassi di vigilanza al fine di perseguire al

---

<sup>45</sup> Cfr. De Vecchis, P. "Spunti per una rinnovata riflessione sulla nozione di banca", *Banca borsa titoli di credito*, 1982 p. 754 ss.

<sup>46</sup> In effetti, ciò si riferisce non solo alla prassi di attribuire alle autorità pubbliche il compito di vigilare sulla risoluzione della crisi di un ente vigilato, ma anche ai continui interventi dei dipendenti dei supervisor nello svolgimento di lezioni all'università e all'interazione con gli scrittori nelle produzioni collettive accademiche. Il risultato è un costante aggiornamento dei supervisor, dovuto alla continua condivisione di conoscenze; cfr. D'Ambrosio, R. "The ECB and NCA liability within the Single Supervisory Mechanism" *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, Roma, 2015; Lamandini, M. - Muñoz, D. R. - Álvarez, J. S. "Depicting the limits to the SSM's supervisory powers: The Role of Constitutional Mandates and of Fundamental Rights' Protection" *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, Roma 2015, Si veda altresì Cassese, S. "La nuova architettura finanziaria europea"; Costi, R. "Il Testo Unico Bancario, oggi"; Capolino, O. "Il Testo unico bancario e il diritto dell'Unione Europea" e Perassi, M. "Brevi conclusioni" "Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri"; tutti in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, Roma 2014.

<sup>47</sup> Sarà, quindi, possibile individuare ed evidenziare l'approccio delle autorità italiane al fintech, il cui risultato potrebbe esser quello di far passare gli intermediari finanziari da un atteggiamento conservativo a uno lungimirante, spingendoli a favorire la cooperazione e a condividere le best practice (tra i vari stakeholder del sistema finanziario); cfr. Bertarini, Società e imprese nel mercato unico digitale: nuove prospettive di regolazione pubblica, in *Il Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2018, fasc. 6, pp. 923



---

meglio la massimizzazione del benessere sociale).

Significativo, in un contesto siffatto, è l'approccio della Banca d'Italia allo sviluppo della materia, evidenziando il suo punto di vista sul ruolo rilevante delle banche centrali.<sup>48</sup> Non v'è dubbio che l'innovazione possa influire sull'allocazione delle risorse all'interno dell'industria finanziaria;<sup>49</sup> sicché, un limite operativo - inteso quale forma di rigida regolamentazione rigida dell'offerta - potrebbe essere uno strumento efficace per influenzare la portata, la velocità e la fluidità della transizione verso innovazioni finanziarie poco sperimentate o, quanto meno, fonti di pressioni competitive che mettano a rischio la sana e prudente gestione delle banche ovvero la stabilità del sistema finanziario.<sup>50</sup> Ciò, ovviamente richiede la capacità delle autorità di vigilanza di supervisionare i processi decisionali in materia di innovazione, nonché di controllare le direzioni effettive delle decisioni aziendali in materia di sistemi informativi.<sup>51</sup>

È chiaro che non si tratta di estendere i compiti delle autorità di supervisione in materia di vigilanza prudenziale, ma si cercano di individuare i mezzi che possano soddisfare la necessità di vigilare sul fintech, salvaguardando le esternalità positive delle relative innovazioni, tenendo conto sia della stabilità finanziaria, sia dei volumi

---

<sup>48</sup> Cfr. Visco, I. 2019 "Sustainable development and climate risks: the role of central banks. Speech by the Governor of the Bank of Italy at the 18th International Conference for Credit Risk Evaluation "Assessing and Managing Climate Change Risk: Opportunities for Financial Institutions" Venice, 26 September.

Cfr. Al riguardo, Accettella - Ciocca, Emittente e portale nell'"equity-based crowdfunding", in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, fasc. 2, pt. 1, p. 237 ss.

Whereby Ignazio Visco started by noting that "the issue of the compatibility between natural resources and the development goals of nations has been studied since at least the end of the 18th century, with the works of Thomas Malthus on food supply and population growth. It has then re-emerged a number of times in the public debate"

<sup>49</sup> Utile ricordare il rilievo dei contratti sulla circolazione e sulla allocazione delle risorse; cfr. Tucci, *Condotta dei contraenti e meritevolezza degli interessi nella prestazione dei servizi di investimento*. Nota a Cass. sez. I civ. 31 luglio 2017, n. 19013, in *Corriere giuridico*, 2018, fasc. 3, p. 349 ss.; Tucci Andrea, *Una pura formalità. Dalla struttura alla funzione del neo-formalismo contrattuale*. Nota a Cass. sez. I civ. 27 aprile 2017, n. 10447, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2017, fasc. 5, pt. 2, pp. 453

<sup>50</sup> Vengono in considerazione anche le criticità nelle negoziazioni degli strumenti finanziari complessi; cfr. Lucantoni - Lener, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2012, fasc. 4, pt. 1, p. 369.

In generale, cfr. Pellegrini, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007; Berti De Marinis, *La tutela del cliente "vulnerabile"*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2018, fasc. 5, pt. 1, pp. 651

Con riguardo al principio indicato nel testo, cfr. Sartori, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della "sana e prudente gestione"*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2017, fasc. 2, pt. 1, p. 131 ss.

<sup>51</sup> In questo contesto, gli strumenti reg-tech potrebbero integrare l'analisi decisionale preposta alla supervisione dei meccanismi fintech, per cui l'implementazione di sistemi adattivi ed autoeseguibili potrebbe influenzare la gestione del rischio e le strategie di investimento degli enti creditizi.

Cfr. Barbagallo, C. "Fintech: Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia" Napoli, 8 febbraio 2019 il quale richiama il "Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018", del Financial Stability Board.

---

complessivi del mercato dei capitali.<sup>52</sup> Conseguono l'esigenza di individuare le risorse che possano consentire alle istituzioni di svolgere i propri compiti, avendo riguardo alla crescente commistione di conoscenze economiche, capacità di regolamentazione e competenze tecnico-informatiche necessarie per lo sviluppo di algoritmi e la programmazione di strumenti auto-eseguibili.<sup>53</sup>

Ciò posto, non può essere sottaciuta l'arretratezza tecnologica del contesto italiano, laddove i progressi maggiormente significativi si sono registrati in tempi molto recenti, per effetto di situazioni emergenziali di distanziamento sociale<sup>54</sup>. Solo di recente, infatti, le banche italiane stanno ampliando la loro offerta online di servizi bancari: <sup>55</sup> tutte permettono di effettuare pagamenti con dispositivi mobili; più della metà di esse collocano prodotti di risparmio attraverso i canali digitali; il numero di intermediari che offrono finanziamenti alle famiglie attraverso i portali è limitato, ma in crescita.<sup>56</sup> Tuttavia, non appare che tali banche siano addivenute ad un adeguato impiego di nuove metodologie per la gestione e l'analisi di grandi e complesse basi di dati (big data), all'utilizzo dell'intelligenza artificiale per la loro analisi, all'implementazione di meccanismi di apprendimento automatico (machine learning) e, in

---

<sup>52</sup> Cfr. Troiano O., Firma e forma elettronica: verso il superamento della forma "ad substantiam". Riflessioni a margine del regolamento UE n. 910/2014 e delle recenti riforme del codice dell'amministrazione digitale, in *La Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2018, fasc. 1, pt. 2, p. 79 ss.; Ciraolo, Pagamento fraudolento con carta di credito e ripartizione della responsabilità. Dagli orientamenti attuali alla revisione della PSD. Nota a Trib. Firenze sez. III 19 gennaio 2016, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2017, fasc. 1, pt. 1, p. 15; Di Porto, La rivoluzione "big data". Un'introduzione, in *Concorrenza e mercato*, 2016, pt. 1, p. 5 ss.; Russo, "Big data" e assicurazione. Prime riflessioni, in *Assicurazioni*, 2017, fasc. 4, pt. 1, p. 40

<sup>53</sup> Ovviamente, l'obiettivo effettivo della vigilanza dovrebbe essere conforme al ruolo della legge nel perseguimento del benessere comune (come previsto dall'articolo 41 della Costituzione italiana), nonché al dovere di tutelare il risparmio e di controllare il credito (secondo l'articolo 47 della Costituzione italiana). Si veda, sul punto, la conclusione di Sartori, La consulenza finanziaria automatizzata: problematiche e prospettive, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2018, fasc. 3, pt. 1, p. 253 ss.; Sabbatelli, Programmi di risparmio e causa del contratto. Nota a App. Roma 4 maggio 2012 in *La Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2012, fasc. 11, pt. 1, p. 92 ss.

<sup>54</sup> Cfr. Report: The Great Digital Divide. La pandemia di COVID-19 evidenzia gli svantaggi del digital divide, a cura di Capgemini, 5 maggio 2020

<sup>55</sup> Cfr. Abi, Spunta, blockchain di settore, supera test dati annuali, 12 ottobre 2019  
Alcune indagini hanno dimostrato che la metà delle banche italiane non ha ancora iniziato, né sta progettando esperimenti con queste tecnologie, compresi gli strumenti per la valutazione del merito di credito. È quindi prevedibile una progressiva erosione della quota di mercato delle banche italiane; cfr. in proposito Visco, I. "Lezione Giorgio Fuà 2019. Centenario della nascita", 2019

<sup>56</sup> Cfr. Graziani, Alle banche serve una svolta industriale: il digitale non basta, ci vuole l'agilità delle Fintech, in *IlSole24ore*, 3 giugno 2020

Al tempo stesso, è possibile considerare che - con l'avanzare del progresso tecnologico - la questione del digital divide italiano non è esente da conseguenze economiche (in termini di opportunità e cambiamenti per i profili qualitativi della domanda di lavoro e dell'offerta di servizi). Ciò evidenzia, tuttavia, che l'attenzione dei policy maker è al massimo dell'attenzione, e fa riferimento a un dialogo aperto con tutti gli stakeholder, e quindi alla necessità di adottare misure tempestive sulle innovazioni fintech, perché le attività che producono quello stesso risultato (o risultati che sono perfetti sostituti) devono essere soggette alle stesse tutele normative; cfr. Visco, I. 2019 "Remarks at the Event to Commemorate Thirty Years of Banca d'Italia in Japan. Speech by the Governor of the Bank of Italy. Thirty Years of Banca d'Italia in Japan: Anniversary Celebration" Tokyo, 11 June

---

definitiva, allo sfruttamento delle potenzialità offerte dalle tecnologie dei registri distribuiti.<sup>57</sup>

Da qui, il rilievo dell'azione della Banca d'Italia impegnata a individuare e promuovere soluzioni particolarmente innovative (tecnologiche e organizzative) che utilizzino l'innovazione tecnologica per adempiere ai propri compiti istituzionali.<sup>58</sup> Vengono, quindi, in considerazione i canali di comunicazione,<sup>59</sup> attivati per favorire il dialogo con gli operatori fintech. Trattasi, quindi, di un approccio che - nell'ambito dei compiti assegnati all'autorità italiana dal nostro ordinamento e dal meccanismo unico di vigilanza - risulta strettamente connesso all'analisi dei documenti prodotti al momento della richiesta di autorizzazione e, successivamente, in adempimenti degli obblighi di vigilanza informativa.<sup>60</sup> Sicché, le verifiche in materia di fintech sembrano riconducibili alla verifica della sostenibilità del business model prescelto dall'ente creditizio, in termini sia di profittabilità, sia di compatibilità con la sana e prudente gestione.

Va da sé che i predetti controlli non si estendono ancora sino a considerare le piattaforme che consentono la circolazione dei capitali, laddove l'attività di quest'ultima non sia riconducibile ad una di quelle riservate (come avviene nel caso in cui si metta in relazione un cliente con una banca o si gestiscano i flussi di pagamento attivati attraverso la piattaforma).<sup>61</sup> Tuttavia, appare utile aver riguardo all'attenzione mostrata dalla Consob per i processi di transizione dal *banking* alla *market-based credit intermediation*,<sup>62</sup> in quanto le predette piattaforme possono accelerare tali processi, rimuovendo le barriere che si frappongono all'incontro della domanda e dell'offerta senza l'intervento di un intermediario<sup>63</sup>, ma sulla base dell'aggregazione

---

<sup>57</sup> Le banche italiane sono quindi chiamate a introdurre innovazioni per raccogliere grandi volumi di dati eterogenei e ad analizzarli con nuove metodologie (comprese quelle relative all'intelligenza artificiale e all'apprendimento automatico) per un approccio più innovativo nei confronti dei loro potenziali clienti e una più accurata valutazione del merito creditizio dei clienti attuali. Queste innovazioni andrebbero a beneficio del finanziamento delle imprese che operano nei settori e nelle aree in cui l'intermediazione è più rischiosa, e questi vantaggi tendono ad essere maggiori per le banche più piccole, con una clientela composta principalmente da piccole imprese.

Rilevano, al riguardo, le conclusioni di Jagtiani, J, and Lemieux, C. "Do Fintech Lenders Penetrate Areas that are Underserved by Traditional Banks?" *FRB of Philadelphia Working Paper No. 18-13*, 2018 on the role of innovation in shaping financial and banking landscapes. Si veda, altresì, Camedda, La rivoluzione tecnologica nel settore assicurativo: l'avvento dei BIG DATA in *giustiziavivile.com*, 2017, fasc. 6; Piras, L'assicurazione "peer to peer", in *giustiziavivile.com*, 2019, fasc. 4, p. 10 ss.

<sup>58</sup> Cfr. Visco, I. *Considerazioni finali del Governatore. Relazione annuale*. Roma, 31 maggio 2019 per quanto riguarda l'uso dell'intelligenza artificiale, che non dovrebbe limitarsi alla ricerca di miglioramenti nella previsione delle variabili economiche e finanziarie.

<sup>59</sup> Si veda, in proposito, le considerazioni di De Poli, Contrattazione bancaria e "dorsale informativa", in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2016, fasc. 3, pt. 2, pp. 363

<sup>60</sup> Cfr. ECB "Guide to assessments of fintech credit institution licence applications", 2018

<sup>61</sup> Cfr. Visco, I.. Speech at Associazione Bancaria Italiana - Assemblea degli Associati. Milan, 12 luglio 2019

<sup>62</sup> Cfr. Savona, P. "Incontro annuale con il mercato finanziario Discorso del Presidente" Milano, 14 giugno 2019.

<sup>63</sup> Cfr. Schena, C. - Tanda, A. - Arlotta, C. - Potenza, G. "The development of FinTech. Opportunities and

---

di dati finanziari e informazioni contabili diffusi nel mercato di riferimento.<sup>64</sup>

Alla luce di quanto precede appare utile mettere in evidenza la possibilità che gli enti creditizi - al momento - possono fare affidamento sulle best practices desumibili dall'esperienza dei "facilitatori dell'innovazione" e dei *first movers*; pratiche che potranno fornire un supporto indicativo al regolatore, auspicabilmente interessato a promuovere - oltre ai tradizionali presidi micro e macroprudenziali, anche - la convergenza nella progettazione e nell'applicazione degli strumenti di tecnofinanza, ferma l'esigenza di stabilire condizioni di parità competitiva anche a seguito della destrutturazione del *banking*.<sup>65</sup>

## 6. Ulteriori prospettive

Le innovazioni regolamentari adottate in applicazione dei nuovi accordi di Basilea rendono necessario un chiarimento che qualifichi l'approccio europeo all'innovazione finanziaria, al fine di coniugare la pervasiva vigilanza sul comparto bancario con la libertà del comparto finanziario. Di conseguenza, il costante riferimento ai principi giuridici attualmente applicabili all'offerta bancaria ha reso evidente l'asimmetria esistente tra la prima e le alternative rivenienti dallo *shadow banking* e dal *fintech*. Assumendo che il regolatore ammetta un uso della tecnologia conforme ai principi tradizionali, ogni forma di intermediazione non bancaria non potrà esser utilizzata come un modo elusivo per sfuggire agli standard prudenziali fissati dal regolatore europeo. A ben considerare, questa ipotesi riflette la scelta del Financial Stability Board di monitorare l'innovazione tecnologica nei servizi finanziari; anche se ciò avrebbe già dovuto sollecitare i responsabili politici ad identificare le aree dei mercati dei capitali che potrebbero essere interessate da minacce dovute all'innovazione. Tuttavia, a parte gli sforzi a livello sovranazionale (e, in particolare, quelli consolidati nel Piano d'azione della Commissione Europea sul *fintech*, dell'8 marzo 2018), non è stato ancora stabilito un quadro giuridico uniforme nell'Unione Europea, né

---

risks for the financial industry in the digital age", Quaderno FinTech n. 1 - marzo 2018.

Si veda, altresì, Palmerini, E. - Aiello, G. - Cappelli, V. - Morgante, G. - Amore, N. - Di Vetta, G. - Fiorinelli, G. - Galli, M.. "Il FinTech e l'economia dei dati. Considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici. Le soluzioni del diritto vigente ai rischi per la clientela e gli operatori", Quaderno FinTech n. 2 - Dicembre 2018

<sup>64</sup> Cfr. Burchi, A. - Mezzacapo, S. - Musile Tanzi, P. - Troiano, V. "Financial Data Aggregation e Account Information Services. Questioni regolamentari e profili di business", Quaderno FinTech n. 4, Marzo 2019; Sciarrone Alibrandi, A. - Borello, G. - Ferretti, R. - Lenoci, F. - Macchiavello, E. - Mattassoglio, F. - Panisi, F. "Marketplace lending, Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?", Quaderno FinTech n. 5, luglio 2019; Canepa, Il dilemma della regolazione delle piattaforme., in AA.VV., I servizi pubblici. Vecchi problemi e nuove regole, Torino, 2018, p. 143 ss..

Utile richiamare anche Corrias, Squilibri contrattuali e poteri del giudice, in Analisi giuridica dell'economia, 2018, fasc. 2, p. 459 ss. per sollevare un quesito in ordine alle possibilità di intervento sui rapporti ampiamente supportati da tecnologia ed automatismi.

<sup>65</sup> Cfr. EBA, Fintech: Regulatory Sandboxes And Innovation Hubs, in JC 2018 74, p. 10

---

appaiono ravvicinati gli ordinamenti degli Stati membri che hanno adottato l'Euro. A ben considerare, una forma tempestiva di intervento potrebbe evitare di regolare approcciano il fintech alla stregua di un nuovo settore, quanto considerare le innovazioni dal medesimo recate come opzioni organizzative per l'esercizio dell'attività bancaria, per cui resterebbe fermo il ruolo della Banca Centrale Europea al fine della verifica dei requisiti ordinariamente richiesti ad un ente creditizio, oltre che di un sistema in grado di anticipare, comprendere e rispondere alle minacce derivanti dall'esecuzione delle operazioni bancarie attraverso strumenti basati sulla tecnologia informativa.<sup>66</sup> Di conseguenza, sembra possibile che trovi affermazione un approccio aperto alla riconduzione ad unitarietà degli intermediari del credito che, per quanto destrutturati (a seguito dell'applicazione dei processi dello shadow banking e delle innovazioni del fintech), siano tenuti ad ottenere un'autorizzazione equivalente a quella tradizionale (previa verifica dell'organizzazione e del patrimonio). Resta, tuttavia, concreto il problema di disciplinare i casi in cui le alternative all'offerta bancaria di matrice tradizionale non solo facciano riferimento a modelli di business destrutturati, ma il relativo processo produttivo sia frammentato tra una pluralità di unità autonome ed indipendenti, il cui raccordo operativo avviene mediante interazioni di mercato guidate da automatismi algoritmici. In tal caso, infatti, la destrutturazione determina la perdita della riferibilità ad un unico patrimonio, donde il rischio di non riuscire ad imputare correttamente le responsabilità e, soprattutto, di non avere la garanzia di un presidio interno per il ristoro di eventuali danni subiti dalla clientela. Ciò, ovviamente non può esser rimesso al mero intervento di terzi garanti (sul modello della FDIC<sup>67</sup>), stante gli elevati rischi di moral hazard.<sup>68</sup> Donde, la conferma che la destrutturazione in esame comporta un'asimmetria i cui effetti sono difficilmente anticipabili sulla base delle evidenze oggi disponibili, richiamando un autorevole monito secondo cui "you never know you're in a bubble until it bursts".<sup>69</sup>

---

<sup>66</sup> Cfr. Alpa - Gaggero, Appunti sui contratti bancari tipici, in *Contratto e impresa*, 2019, fasc. 2, p. 45 ss.

<sup>67</sup> Cfr. Onado, *Credito e rischi della crisi: la soluzione è l'Unione Bancaria*, in *Il sole 24 ore*, 22 agosto 2020

<sup>68</sup> Cfr. Holmström, *Moral Hazard and Observability*, in *Bell Journal of Economics*, 1979, p. 74 ss.

<sup>69</sup> Cfr. Posner, *A failure of capitalism*, Cambridge, 2009, p. 118

# IL RUOLO DELLA VIGILANZA BANCARIA NEL FRONTEGGIARE I RISCHI LEGATI ALLA PANDEMIA DA COVID-19

Daniel Foà

**Abstract:** L'emergenza sanitaria causata dalla diffusione del COVID-19 ha imposto un deciso rallentamento delle attività economiche colpendo anche le banche, le quali però hanno anzitutto il ruolo di fornire liquidità alle imprese e alle famiglie. In questo contesto, l'attività delle autorità di vigilanza deve essere tesa non solo ad assicurare la stabilità del singolo intermediario e del mercato, ma anche a consentire alle banche di finanziare l'economia reale.

Il contributo mira, in primo luogo, ad analizzare gli interventi della BCE e delle autorità nazionali, relativi alla vigilanza bancaria, volti a far fronte ai rischi collegati alla pandemia, nonché a mettere in evidenza le *rationes* sottese a tali iniziative.

The health crisis caused by the spread of COVID-19 has determined a marked slowdown of economic activities and has affected banks as well, which are, however, primarily involved in providing liquidity to businesses and households. In this context, the activity of the supervisory authorities must be aimed not only at ensuring the stability of the specific intermediary and the market as a whole, but also at enabling banks to finance the real economy.

The paper aims, firstly, at analyzing the interventions of the ECB and national authorities, related to banking supervision, in tackling the risks associated with the pandemic, as well as highlighting the reasoning behind these initiatives.

**Parole chiave:** COVID-19 – Vigilanza bancaria – Banca Centrale Europea – *Non performing loans*

**Sommario:** 1. Introduzione – 2. Le misure di allentamento dei requisiti di capitale delle banche e i criteri da adottarsi nel *Supervisory review and evaluation process* – 3. I criteri di valutazione degli NPLs e considerazioni sull'impiego dei principi IFRS9 – 4. Posticipazione degli *stress test* sulle banche e gli interventi di terzo pilastro – 5. Conclusioni.

## 1. Introduzione

L'emergenza sanitaria causata dalla diffusione del COVID-19 ha imposto un deciso rallentamento delle attività economiche e ciò ha determinato (e determinerà) significative conseguenze sulle imprese, le quali hanno affrontato gravi carenze di liquidità



---

e una forte riduzione del fatturato; molti lavoratori sono rimasti privi di fonti di reddito e tale circostanza non potrà che avere ripercussioni negative sui futuri consumi, anche nella fase di progressiva riapertura del Paese. Si è di fronte, dunque, ad una crisi che interessa tanto l'offerta di beni e servizi – avendo dovuto molte imprese forzatamente interrompere la propria produzione in forza dei provvedimenti amministrativi adottati dai governi al fine di contenere gli effetti della pandemia – quanto la domanda, poiché larga parte dei consumatori ha subito un calo delle proprie entrate che ne ridurrà verosimilmente la capacità di consumo nel periodo successivo alla crisi sanitaria<sup>1</sup>. Tale situazione di crisi generalizzata colpisce anche le banche, che sono soggette ad un crescente rischio insito nella concessione del credito e ad una maggiore probabilità d'insolvenza dei propri debitori.

Non ci si può dimenticare, però, che il ruolo degli intermediari bancari è anzitutto quello di fornire liquidità all'economia reale, anche nelle more di interventi statali, così da fronteggiare le difficoltà legate al periodo di crisi, essendo loro riconosciuto – tradizionalmente – un ruolo sociale<sup>2</sup>, riconducibile al finanziamento delle imprese e delle famiglie<sup>3</sup>. È evidente che questa funzione risulta ancor più importante in una fase di grave crisi economica e deve perciò essere agevolata anche dalle autorità pubbliche che regolano e supervisionano l'attività degli istituti di credito.

Indubbiamente, le risposte istituzionali volte a porre rimedio agli effetti negativi derivanti dalla pandemia e dalla (probabile) successiva grave depressione economica sono state numerose, sia a livello nazionale sia sovranazionale, tanto da parte delle autorità espressione di poteri tecnici quanto della politica. Pur non essendo ancora possibile valutare se tali interventi siano adeguati e sufficienti alle inedite sfide che ci si trova ad affrontare, risulta ad ogni modo utile esaminarli più nel dettaglio.

Quanto agli interventi normativi emergenziali, il Governo italiano ha adottato provvedimenti tesi a sostenere le imprese in difficoltà e i lavoratori che sono rimasti privi di occupazione (o hanno visto grandemente ridotti i propri introiti a causa della

---

<sup>1</sup> Cfr. A. LOCARNO – R. ZIZZA, *Previsioni ai tempi del coronavirus*, Note Covid-19 di Banca d'Italia, 11 maggio 2020. Occorre precisare che diverse sono le cause di tale diminuzione reddituale: non solo vi sono lavoratori dipendenti che hanno perso il lavoro o che hanno provvisoriamente sospeso la propria attività risultando destinatari di misure statali di ammortizzazione, ma anche professionisti ed imprenditori che hanno subito un brusco calo del giro d'affari con conseguente riduzione dei redditi personali.

<sup>2</sup> Nell'ordinamento italiano è particolarmente radicata la concezione secondo cui le banche svolgerebbero servizi volti a perseguire finalità di interesse pubblico. Ciò si deve anche alla struttura che storicamente in Italia ebbe il mercato bancario, caratterizzata dalla presenza di imprese in mano pubblica. Se la legge bancaria del 1936 definiva espressamente la raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito come funzioni di interesse pubblico, ad oggi la natura pienamente privatistica delle banche è incontrovertibile, anche se è evidente che tali imprese sono destinatarie di una disciplina particolarmente pervasiva, perché assai rilevante è il ruolo che svolgono. Sul punto *amplius* C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell'attività*, Bologna, 2020, 65 e ss.

<sup>3</sup> Cfr. W.G. RINGE, *COVID-19 and European banks: no time for lawyers*, in C. V. Gortsos-W.G. Ringe (a cura di), *Pandemic Crisis and Financial Stability*, European Banking Institute, maggio 2020, 43 e ss. Le banche, infatti, sono chiamate tanto a concedere credito (anche adottando misure di alleggerimento temporaneo delle condizioni applicate) ai propri clienti, quanto a veicolare gli aiuti pubblici.

---

pandemia). Alcune delle misure adottate incidono anche sulle attività svolte dalle banche e presuppongono una cooperazione del ceto bancario: tra gli altri interventi di supporto all'economia nell'ambito della crisi da coronavirus, il cd. Decreto Liquidità (D.L. 8 aprile 2020 n. 23) e il cd. Decreto Cura Italia (D.L. 17 marzo 2020, n. 18) hanno previsto garanzie statali a copertura di debiti d'impresa e delle famiglie per mitigare la contrazione nell'esercizio dell'attività del credito (e, indirettamente, anche per dare maggiore stabilità ai bilanci delle imprese bancarie)<sup>4</sup>; anche la moratoria dei pagamenti<sup>5</sup> prevista dal decreto Cura Italia è da annoverarsi tra gli strumenti introdotti per sostenere i clienti in difficoltà, essendo concessa loro la possibilità di avvalersene fino al 30 settembre 2020, salvo ulteriori proroghe che potranno essere accordate<sup>6</sup>.

Più che mai in questo contesto, l'attività delle autorità di vigilanza deve essere orientata non solo ad assicurare la stabilità del singolo intermediario e del mercato, ma anche a consentire alle banche di finanziare l'economia reale in quanto – come verrà evidenziato nel prosieguo – se ciò non avvenisse, maggiore sarebbe la difficoltà nella trasmissione al mercato degli stimoli di politica monetaria<sup>7</sup> e di quelli derivanti dalle misure di *capital relief*, con conseguenti effetti pregiudizievoli per la tenuta dell'intero sistema. A tal riguardo, la Banca Centrale Europea e le autorità di vigilanza nazionali hanno prontamente adottato una serie di misure volte a fronteggiare i rischi derivanti dalla pandemia da COVID-19 e a permettere alle banche di operare al meglio in questa fase<sup>8</sup>. Si tratta di provvedimenti che attengono perlopiù al secondo e terzo pilastro della vigilanza bancaria, aventi l'ambizioso obiettivo di preservare la capacità delle banche di erogare finanziamenti senza per questo metterne a rischio la stabilità finanziaria.

---

<sup>4</sup> Per un approfondimento sul tema, si veda tra gli altri A. DOLMETTA, *Prospettive e problemi del credito pandemico coperto da garanzia statale*, in Rivista di Diritto Bancario, aprile/giugno 2020. L'Autore evidenzia come le misure di sostegno contenute nel cd. Decreto Liquidità, in particolare le garanzie statali concesse alle banche, perseguano l'obiettivo di dare stabilità al sistema bancario, permettendo a queste ultime di valutare il rischio di credito anche tenendo in considerazione la solidità del soggetto pubblico garante.

<sup>5</sup> Va osservato che la concessione della moratoria non avviene automaticamente, anche in considerazione del fatto che le linee guida EBA pubblicate il 2 aprile 2020 (*Final report Guidelines on legislative and non-legislative moratoria on loan repayments applied in the light of the COVID-19 crisis*, EBA/GL/2020/02) impongono alle banche limitazioni circa la concessione di tali misure relativamente ai crediti *unlikely to pay*.

<sup>6</sup> Cfr. M. IRRERA – G.A. POLICARO, *Il sostegno alla liquidità delle PMI da parte del sistema bancario ai tempi del coronavirus*, in M. Irrera (a cura di), *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, Torino, 2020, 112 e ss.

<sup>7</sup> Tra gli interventi di politica monetaria adottati per far fronte alla pandemia si segnala il *Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP) programma temporaneo di acquisto di titoli emessi da soggetti pubblici e privati al fine di contrastare i rischi ai meccanismi di trasmissione della politica monetaria e alla stabilità dell'area Euro posti dalla diffusione del coronavirus. Tale misura è stata accompagnata da nuove operazioni di *longer-term refinancing* e dall'ampliamento degli *eligible collaterals*.

<sup>8</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2019, 1, 1 e ss.

---

## 2. Le misure di allentamento dei requisiti di capitale delle banche e i criteri da adottarsi nel *Supervisory review and evaluation process*

Per comprendere le *rationes* sottese agli interventi emergenziali adottati al fine di fronteggiare i rischi derivanti dalla pandemia non può che prendersi le mosse da alcune brevi riflessioni sulle principali caratteristiche della vigilanza prudenziale, come riformata dopo la crisi del 2007 per scongiurare che simili eventi potessero nuovamente mettere in ginocchio l'economia globale<sup>9</sup>. Ciò che occorre sin da ora evidenziare è che le regole allora elaborate – ispirate ad una finalità di rafforzamento del sistema bancario – non risultano ad oggi pienamente idonee a sterilizzare efficacemente tutti i rischi insiti nella nuova crisi in quanto l'eziologia e le caratteristiche di questo *shock* sono ben diverse da quelle del 2007: sebbene gli effetti siano quelli di una generalizzata difficoltà degli operatori economici ad adempiere le proprie obbligazioni, la causa di ciò è riconducibile all'interruzione improvvisa delle attività produttive causata dal cd. *lockdown* disposto dai governi e alla conseguente riduzione della forza lavoro impiegata e non, invece, a specifiche debolezze degli operatori finanziari<sup>10</sup>.

Ebbene, a seguito della crisi economico-finanziaria del 2007-2008 le regole prudenziali sui requisiti patrimoniali delle banche sono state rese più stringenti, anche imponendo agli intermediari di detenere fondi di più elevata qualità, idonei ad assorbire le possibili perdite, e di accantonare somme ulteriori in vista delle fasi negative del ciclo economico<sup>11</sup>. Come accennato, questo approccio assai rigoroso, adeguato a fronteggiare crisi asimmetriche originanti da patologie del sistema finanziario, non sembra invece il più adatto ad affrontare i rischi correlati alla diffusione del virus. Anzi tale *supervisory approach* molto restrittivo potrebbe addirittura risultare deleterio – per il mercato nel suo complesso – nella situazione attuale di crisi generalizzata e simmetrica in quanto impone alle banche di limitare le proprie attività, privando così famiglie ed imprese del sostegno derivante dal credito bancario più che mai necessario per sostenerne i consumi e le attività.

È proprio con questa consapevolezza che la Banca Centrale Europea ha adottato una serie di provvedimenti finalizzati a permettere alle banche di operare regolarmente, anche nel periodo coincidente con la diffusione della pandemia: tra questi assumono particolare rilievo quelli volti a concedere flessibilità con riferimento ai

---

<sup>9</sup> Basel Committee on Banking Supervision, *The response to the financial crisis: report to the G20*, 19 ottobre 2010.

<sup>10</sup> Cfr. M. LEHMANN, *Mothballing the economy and the effects on banks*, in C. V. Gortsos-W.G. Ringe (a cura di), *Pandemic Crisis and Financial Stability*, European Banking Institute, maggio 2020, 165 e ss.

<sup>11</sup> Più diffusamente sul punto si veda C. BRESCIA MORRA, *Le forme della vigilanza*, in F. Capriglione (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Milano, 2019, 139 e ss.

---

parametri prudenziali relativi alla composizione del capitale. Si tratta di misure, definite di allentamento dei requisiti di capitale (il cd. “*capital relief*”), in base alle quali le banche sono autorizzate a coprire i propri requisiti patrimoniali prudenziali utilizzando fondi di minore qualità rispetto ai *targets* fissati nel *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP)<sup>12</sup>. A fini di chiarezza, giova precisare che i citati interventi della BCE non riducono i requisiti patrimoniali strutturali imposti alle banche, ma si limitano ad intervenire sulla disciplina che, integrando tali soglie, definisce ulteriori requisiti – attinenti ai fondi propri e ai *buffers* di capitale da detenere – in relazione ai rischi, anche potenziali, a cui ciascun intermediario è esposto che non sono pienamente coperti dai requisiti patrimoniali minimi. Come noto, i cd. “requisiti di secondo pilastro” (*Pillar 2 Requirements*), oggetto dei provvedimenti adottati dalle autorità di vigilanza per fronteggiare la crisi attuale, sono determinati dall’autorità di vigilanza attraverso il procedimento di revisione SREP e vincolano le banche, nei confronti delle quali possono essere assunti provvedimenti in caso di violazione dei P2R. Al contrario, gli orientamenti di capitale di secondo pilastro (*Pillar 2 Guidance*), risultanti parimenti dallo SREP, non sono vincolanti e si limitano ad indicare agli intermediari i livelli adeguati di capitale da mantenere per disporre di riserve sufficienti a superare situazioni di *stress*.

Tale distinzione circa la diversa natura giuridica dei *targets* e delle prescrizioni formulate nell’ambito del SREP assume rilevanza ai fini della presente analisi in quanto l’autorità di vigilanza, adottando misure di contrasto ai rischi derivanti dalla pandemia, ha inciso sia sui requisiti del P2R sia sugli orientamenti del P2G, impiegando però uno strumentario differenziato.

Come detto, con i provvedimenti adottati, le autorità di vigilanza, pur perseguendo – in ultima analisi – gli obiettivi della solidità degli intermediari e la piena copertura dei rischi intendono favorire l’operatività degli stessi, consentendo loro di non essere costretti a “immobilizzare” ingenti risorse (che sarebbero in tal caso sottratte al mercato) al fine di rispettare i parametri della vigilanza prudenziale. Tale *flexible supervisory approach* costituisce il frutto di una impostazione condivisa a livello europeo (e non solo) volta a fornire il massimo supporto all’economia reale, come emerge chiaramente anche dalle raccomandazioni dell’EBA rivolte alle autorità di vigilanza con riferimento ai criteri da impiegarsi nello svolgimento del SREP<sup>13</sup>, in cui è ben evidente la consapevolezza delle istituzioni circa la necessità di adottare un

---

<sup>12</sup> Il *Supervisory review and evaluation process* costituisce una fase (la seconda) del processo di controllo prudenziale svolto dalle autorità di vigilanza nell’ambito della vigilanza di secondo pilastro. Il *supervisory review process* è infatti composto dall’*internal capital adequacy assessment process* (ICAAP) mediante il quale le banche effettuano una valutazione della propria adeguatezza patrimoniale in relazione ai rischi assunti e alle strategie aziendali. Il SREP è, invece, la seconda fase di tale processo di controllo, svolta dall’autorità di vigilanza che esamina e valuta l’ICAAP assumendo gli eventuali provvedimenti necessari. Per un approfondimento sul tema si veda F. VELLA – G. BOSI, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, Bologna, 2019, 275 e ss.

<sup>13</sup> EBA, *Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) and supervisory stress testing*, paragrafi 382 e ss., EBA/GL/2014/13, 19 luglio 2018.

---

approccio di questo tipo.

Le misure emergenziali approvate dalla BCE fanno leva, anzitutto, sulla possibilità concessa alle banche di sfruttare i margini di flessibilità già previsti dalla vigente disciplina sulla vigilanza bancaria che permette alle autorità di vigilanza di valutare con maggiore elasticità il rispetto dei requisiti di capitale quando l'intermediario si trovi in una situazione di tensione. È stato, dunque, permesso alle banche di operare al di sotto dei livelli di capitale *target* assegnati loro nell'ambito della *Pillar 2 Guidance*, del *buffer* di Conservazione del capitale (*capital conservation buffer*) e del Coefficiente di copertura della liquidità (*liquidity coverage ratio*). L'autorità di vigilanza ha altresì consentito agli intermediari di rispettare i *Pillar 2 Requirements* anche utilizzando strumenti che non siano di capitale primario di classe 1 (CET1) ma rientranti nell'ambito del Capitale aggiuntivo di classe 1 (AT1) e Capitale di classe 2 (T2).

È bene ribadire che tali provvedimenti, pur allentando i requisiti imposti alle banche nell'ambito del SREP, non trascurano la necessità che siano perseguiti gli obiettivi di stabilità del mercato e della sana e prudente gestione degli intermediari, che non vengono perciò messi a repentaglio dalle citate misure di alleggerimento. Al fine di valutare gli impatti dei provvedimenti adottati dall'autorità di vigilanza sul quadro regolatorio e sull'operatività degli operatori, occorre dunque analizzarli più nello specifico.

Orbene, in risposta agli eventi pandemici, la BCE e le autorità nazionali si sono impegnate a non intraprendere misure di vigilanza (tra cui, ad esempio, quelle di *early intervention*) nei confronti degli intermediari che dovessero operare al di sotto dei requisiti di cui al secondo pilastro, anche impiegando parzialmente Capitale aggiuntivo di classe 1 e Capitale di classe 2 per rispettare gli obiettivi fissati di P2R. Tali provvedimenti si giustificano proprio alla luce della suddetta finalità di agevolare l'operatività delle banche, permettendo a queste di soddisfare i requisiti patrimoniali di secondo pilastro – rimanendo fermo l'obbligo di rispettare pienamente i requisiti regolamentari di primo pilastro – anche con fondi di minore qualità, purché ciò non metta in pericolo la stabilità dell'impresa bancaria. Al contrario, l'autorità di vigilanza ha dichiarato di non intendere rinunciare alla facoltà di adottare misure di vigilanza qualora le banche decidano di operare – così come consentito dalla BCE – al di sotto dei livelli fissati con riferimento al *buffer* di conservazione del capitale e al coefficiente di copertura della liquidità. Difatti, le autorità si sono riservate (o meglio, hanno conservato) il potere di intervenire e di richiedere all'intermediario di presentare un piano di conservazione del capitale (*capital conservation plan*) che dia conto delle misure intraprese tese a ricostituire tali fondi (*capital and liquidity restoration plan*)<sup>14</sup>, anche se la BCE ha avuto modo di chiarire che – pur non rinunciando *ex ante* ai propri poteri di adottare provvedimenti di vigilanza nei confronti degli intermediari che operino al di sotto dei *target* P2G, del CCB e del LCR – co-

---

<sup>14</sup> BCE, *ECB Banking Supervision provides further flexibility to banks in reaction to coronavirus*, 20 marzo 2020.

---

munque adotterà un approccio flessibile nella valutazione del suddetto piano. Volendo indagare la ragione per cui non sono stati sollevati gli intermediari dall'obbligo di presentare i *restoration plans*, né si è rinunciato alla possibilità di intraprendere misure di vigilanza, può rilevarsi come ciò sia probabilmente riconducibile alla centralità che i *buffers* di conservazione del capitale e il coefficiente di copertura della liquidità hanno nell'ambito degli strumenti di secondo pilastro: si avverte l'esigenza di garantire comunque un controllo – sebbene maggiormente flessibile di quanto avverrebbe ordinariamente – volto a garantire che tali *buffers* vengano costituiti. Il pericolo che si intende così scongiurare è che l'operatività della banca al di sotto di tali livelli possa essere pregiudizievole per la stabilità dell'intermediario. Va sottolineato, ad ogni modo, come una eccessiva rigidità dell'autorità di vigilanza non sarebbe in linea con le finalità perseguite dal legislatore con l'introduzione dei *buffers* di capitale aggiuntivi: questi sono stati, infatti, ideati nell'ambito delle regole elaborate dal Comitato di Basilea, proprio con lo scopo di creare dei cuscinetti di liquidità aggiuntiva nei momenti espansivi del ciclo economico, da impiegare poi nei momenti negativi, così da assorbire le perdite senza intaccare il capitale minimo “di primo pilastro”, mantenendo la possibilità per l'intermediario di erogare credito all'economia. È proprio in considerazione di ciò che la BCE e le autorità nazionali hanno incoraggiato le banche ad attingere risorse da tali riserve<sup>15</sup>.

Alla luce di quanto detto, pare dunque erroneo affermare che la crisi legata al COVID-19 abbia sancito il fallimento dell'approccio alla vigilanza di Basilea 3 – che invece risulta avere trovato piena applicazione, avendo permesso di sfruttare anche i margini di flessibilità da questo consentiti – quanto piuttosto deve riconoscersi a queste vicende il merito di aver contribuito ad evidenziare che in talune situazioni eccezionali alleggerire gli stringenti requisiti posti dalla disciplina di riferimento può risultare funzionale alla migliore operatività del mercato.

Per contestualizzare le riflessioni sin qui svolte, risulta utile evidenziare come l'allentamento dei requisiti prudenziali operata dalla Banca Centrale Europea non costituisca, però, una misura propriamente emergenziale, cioè elaborata per far fronte all'emergenza. È solamente il tempismo della sua introduzione ad essere finalizzato a fronteggiare i rischi collegati alla diffusione del COVID-19: infatti, già la direttiva CRD V (Direttiva UE 878/2019) all'art. 104a paragrafo 4<sup>16</sup> prevede analoghe misure che dovranno essere recepite dagli Stati membri entro il 28 dicembre 2020. Da questo punto di vista, dunque, quel che le autorità di vigilanza hanno fatto per fronteggiare l'emergenza è stato fondamentalmente adottare provvedimenti di contenuto analogo

---

<sup>15</sup> Cfr. *L'attuale crisi serve a far aprire gli occhi*, Intervista ad Andrea Enria, Presidente del Consiglio di Vigilanza della BCE, Supervision Newsletter, 13 maggio 2020.

<sup>16</sup> L'art. 104a paragrafo 4 prevede, infatti, che l'intermediario debba soddisfare il requisito di fondi propri aggiuntivi imposto dall'autorità competente ai sensi dell'articolo 104, paragrafo 1, lettera a), con fondi propri che soddisfino le seguenti condizioni: (a) almeno i tre quarti del requisito in materia di fondi propri supplementari devono essere soddisfatti con capitale di classe 1; (b) almeno tre quarti del patrimonio di classe 1 di cui alla lettera a) sono costituiti da capitale di capitale primario di classe 1.



---

alle disposizioni approvate dal legislatore europeo in un contesto non emergenziale anticipandone, di fatto, l'entrata in vigore, in quanto ritenute particolarmente adatte a fronteggiare i rischi correlati alla pandemia.

La *banking supervision* della BCE non si è, però, limitata all'adozione di tali provvedimenti. Con la medesima finalità di evitare drenaggi di risorse dal sistema bancario sono state, poi, adottate ulteriori misure: la Banca Centrale Europea ha, infatti, raccomandato alle banche di non distribuire dividendi ai propri azionisti<sup>17</sup> né di riacquistare azioni (il cd. *buy back*) per remunerare gli azionisti<sup>18</sup>, in considerazione del fatto che i fondi propri costituiscono lo strumento più efficace per permettere alle banche di far fronte a *shock* inaspettati e che, pertanto, devono essere preservati. Analoghe raccomandazioni sono state adottate, per le banche *less significant*, da parte della Banca d'Italia<sup>19</sup>.

Queste prescrizioni – anche alla luce del tenore letterale delle stesse, nelle quali si utilizza il verbo raccomandare, che mal si attaglia ad una prescrizione cogente – non costituirebbero un vero e proprio divieto vincolante ed *enforceable*, in quanto l'unico limite alla distribuibilità avente tali caratteristiche sarebbe rappresentato dall'ammontare massimo di somme distribuibili (AML). Va rilevato, però, che anche le raccomandazioni a limitare la distribuzione dei dividendi, adottate nell'ambito delle misure di contrasto ai rischi collegati alla pandemia, parrebbero avere una portata sostanzialmente cogente, poiché l'unico caso in cui gli intermediari potranno legittimamente disattenderle (fornendo una motivata comunicazione all'autorità di vigilanza secondo il modello del *comply or explain*) è quando si ritengano legalmente vincolati a pagare i dividendi in forza di una deliberazione già approvata dall'assemblea<sup>20</sup>. Ad ogni modo, può osservarsi che l'intervento delle autorità sulla distribuzione dei dividendi è pienamente coerente con la regola generale che inibisce la distribuzione degli utili da parte di quelle società bancarie che risultino sottocapitalizzate, imponendo loro di alimentare con tali somme il cd. *conservation buffer*<sup>21</sup>.

---

<sup>17</sup> Tale raccomandazione si riferisce agli impegni irrevocabili di distribuzione dei dividendi relativi agli esercizi finanziari 2019 e 2020.

<sup>18</sup> EBA, *Statement on dividends distribution, share buybacks and variable remuneration*, 31 marzo 2020.

<sup>19</sup> Banca d'Italia, *Raccomandazione della Banca d'Italia sulla distribuzione di dividendi da parte delle banche italiane meno significative durante la pandemia da COVID-19*, 27 marzo 2020.

<sup>20</sup> Cfr. ASSONIME, *Emergenza COVID-19. Interventi delle autorità di vigilanza prudenziale in tema di distribuzione di dividendi e conseguenze sulle assemblee già convocate*, 2 aprile 2020.

<sup>21</sup> Come evidenziato da G. GABBI, *Nuovo credito dai dividendi congelati dalle banche*, in lavoce.info, 31 marzo 2020, con analogo funzione di preservare i fondi propri delle banche ed evitare che questi siano distribuiti, la disciplina di fonte europea sulla vigilanza prevede la possibilità che gli intermediari siano tenuti a destinare alcune somme – al fine di tenere in considerazione anche gli scenari anti-ciclici – al *buffer* anticiclico. Le autorità di vigilanza di molti paesi europei hanno ora azzerato o comunque ridotto l'ammontare di quest'ultima riserva (che le banche italiane non avevano accantonato, essendo il valore del *countercyclical* già pari allo 0 %) al fine di liberare risorse consentendo agli intermediari di utilizzarle in questo momento negativo del ciclo economico. Ad esempio, la Banca di Francia, hanno ridotto il valore del *countercyclical* buffer dal 0,5 allo 0 %. Anche le autorità irlandese e lituana hanno ridotto allo 0 % tale *buffer*.

---

Le limitazioni all'acquisto di azioni proprie raccomandate dalle autorità di vigilanza non prevedono, invece, alcuna deroga, rimanendo l'esecuzione di tale operazione nella disponibilità del consiglio di amministrazione della banca anche successivamente all'approvazione da parte dell'assemblea. Non vi sarebbe, quindi, alcuna ragione di deroga alla regola generale del divieto di *buy back* di azioni per remunerare gli azionisti: mancherebbe, infatti, un qualsiasi vincolo legale idoneo ad imporre alla banca di perfezionare l'operazione, che la legittimerebbe a disattendere la raccomandazione dell'autorità di vigilanza.

Volendo evidenziare gli elementi comuni di questi interventi dell'autorità di vigilanza, quel che si coglie è che sotteso a queste misure vi è un approccio orientato alla flessibilità, tanto nell'attenuazione *ex ante* delle disposizioni rivolte ai soggetti vigilati, quanto *ex post* con riferimento agli *standard* impiegati nell'ambito della valutazione dei risultati della vigilanza e dei conseguenti provvedimenti da adottarsi. Pare, inoltre, opportuno evidenziare che i provvedimenti adottati dalle autorità di vigilanza – organi eminentemente tecnici – sono state poi seguite da iniziative degli organi politici dell'Unione, che condividono le medesime finalità.

Difatti, la Commissione Europea il 28 aprile 2020 ha approvato un complesso di misure definito "*banking package*" contenente 1) una proposta legislativa volta a modificare il Regolamento 575/2013 (CRR) e il Regolamento 2019/876 al fine di introdurre talune misure di "*quick fix targeted adjustments*" volte a fronteggiare specifici rischi che emergono dalla crisi da COVID-19<sup>22</sup> e 2) una comunicazione interpretativa contenente raccomandazioni indirizzate a banche e a istituzioni di vigilanza, affinché facciano pieno uso della flessibilità prevista dalle regole prudenziali e contabili di fonte europea<sup>23</sup>. Con tali iniziative è stato posto l'accento sul fatto che pur essendo le iniziative delle autorità di vigilanza e della *European Banking Authority* pienamente condivise dalla Commissione Europea, queste siano però ritenute insufficienti.

A tal riguardo, ribadendo la necessità di fare pieno uso della flessibilità consentita dalla disciplina normativa vigente, la Commissione Europea ha evidenziato che per fronteggiare con successo la crisi risulti necessaria l'approvazione di alcune modifiche relative a specifici aspetti della CRR (tra gli altri, la Commissione UE ha proposto modifiche relative ai criteri di calcolo della *expected credit loss* ai sensi dei principi IFRS9, al riconoscimento di un trattamento più favorevole per le NPE assistite da garanzia pubblica, alla posticipazione di un anno della disciplina del G-SII *leverage ratio buffer* introdotto dalla CRR2), che permettano di massimizzare la capacità degli intermediari di fare credito e di assorbire le perdite correlate alla diffusione del virus, senza mettere a repentaglio la stabilità dell'impresa bancaria.

---

<sup>22</sup> Commissione Europea, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) No 575/2013 and (EU) 2019/876 as regards adjustments in response to the COVID-19 pandemic*, COM(2020) 310 final 2020/0066 (COD), 28 aprile 2020.

<sup>23</sup> Commissione Europea, *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, Commission Interpretative Communication on the application of the accounting and prudential frameworks to facilitate EU bank lending. Supporting businesses and households amid COVID-19*, COM(2020) 169 final, 28 aprile 2020.

---

### 3. I criteri di valutazione degli NPLs e considerazioni sull'impiego dei principi IFRS9

In conseguenza della crisi è verosimile che un gran numero di prenditori si trovino in situazioni di difficoltà – temporanea e non – nella restituzione delle somme di cui sono debitori nei confronti del sistema bancario. Ciò determinerà l'obbligo per le banche, in applicazione della disciplina europea di riferimento, di considerare questi crediti come *non performing* con la conseguente necessità di effettuare accantonamenti di somme volte a coprire tali perdite probabili: dovranno, infatti, essere appostate maggiori rettifiche di valore, a seguito del deterioramento della qualità del credito, ma ciò impatterà anche sul calcolo dei requisiti patrimoniali degli istituti di credito<sup>24</sup>.

Le autorità di vertice dell'ordinamento finanziario europeo hanno messo in evidenza come il momento di grave crisi che si sta affrontando imponga un ripensamento delle regole relative alla valutazione dei crediti deteriorati: la circostanza che un gran numero di prenditori attraverseranno momenti di difficoltà economica a cause della pandemia determinerà ritardi nei pagamenti e, talvolta, addirittura un vero e proprio stato di crisi o insolvenza per molte imprese che avrà sicure ripercussioni sull'adempimento delle obbligazioni di cui tali soggetti siano debitori<sup>25</sup>. Conseguentemente,

---

<sup>24</sup> La classificazione di un credito come NPE produce conseguenze sul calcolo dei *ratios* patrimoniali in quanto incide tanto sull'ammontare dei *risk weighted assets* quanto sulla necessità di effettuare deduzioni dai fondi propri della banca.

<sup>25</sup> Un'ulteriore causa che appare idonea a determinare l'aumento dei crediti deteriorati detenuti dalle banche è riconducibile alla concessione di credito, in attuazione delle misure adottate dal Governo per sostenere le imprese in difficoltà nella fase dell'emergenza sanitaria, anche a soggetti non aventi un adeguato profilo creditizio. Infatti, ai sensi del cd. Decreto Liquidità, i finanziamenti di importo non eccedente i 25.000 euro (aumentato a 30.000 euro con la legge di conversione del 4 giugno 2020), concessi a professionisti e PMI, beneficiano di una garanzia pubblica per il 100 % del valore, che, tra le altre cose, dovrebbe consentire agli istituti di credito di facilitare le procedure di *screening* dei prenditori. È, però, evidente che la concessione di credito che non sia preceduta da un'adeguata valutazione del merito creditizio dei soggetti finanziati comporta gravi rischi per la stabilità degli intermediari, rappresentati anzitutto dall'incertezza sulla capacità dei prenditori di rimborsare le somme mutate, e potrebbe dar luogo ad un forte aumento delle *non performing exposures* detenute dalle banche.

Va detto, però, che – almeno sino ad ora – tali timori non hanno trovato riscontro nella prassi, in quanto la maggior parte delle banche ha continuato a svolgere le consuete verifiche sul merito creditizio delle imprese richiedenti i finanziamenti (anche quando siano rispettati i criteri di cui all'art. 13 comma 1 lett. m) del Decreto Liquidità e, perciò, il finanziamento sia integralmente garantito dal Fondo PMD). Siffatto comportamento delle banche risulta certamente idoneo a scongiurare che vengano finanziati soggetti non aventi un profilo creditizio adeguato - evitando così la proliferazione incontrollata di crediti in sofferenza - ma rende evidentemente più lunga e complessa la procedura per la concessione di finanziamenti di cui all'art. 13 comma 1 lett. m) del Decreto, tagliando fuori dalla possibilità di farvi ricorso quelle imprese che si trovino già in una situazione di particolare difficoltà. Giova, peraltro, chiarire che l'accesso alla garanzia del Fondo PMI è subordinata alla circostanza che il richiedente non avesse esposizioni classificate come sofferenze già prima della crisi sanitaria e, dunque, qualora la banca non svolgesse un'adeguata istruttoria rischierebbe poi di non poter escutere la garanzia pubblica.

---

tali crediti dovranno essere qualificati come deteriorati<sup>26</sup> e le banche dovranno svalutarli.

È evidente, quindi, che qualificare un credito come *non performing exposure* non sia privo di conseguenze: assume, infatti, rilevanza tanto ai fini delle segnalazioni di vigilanza a cui sono tenute le banche quanto con riferimento ai requisiti patrimoniali prudenziali posti dalla CRR. A ciò si aggiunga che la valutazione di un credito come NPE incide anche sulla predisposizione dei bilanci bancari in conformità ai principi IFRS 9<sup>27</sup>.

A tal riguardo l'EBA, in coordinamento con l'ESMA<sup>28</sup>, ha chiarito che la natura dei principi contabili IFRS9 risulta di per sé idonea a rappresentare in modo sufficientemente fedele le dinamiche e i rischi collegati alla pandemia, anche tenendo conto degli interventi di garanzia statali<sup>29</sup>, essendo tali principi contabili basati su una valutazione di lungo periodo delle perdite attese, con una modalità di calcolo della copertura delle perdite su crediti operata secondo criteri di valutazione prospettici (*forward-looking*)<sup>30</sup>. Ciò che desta preoccupazione è la circostanza che l'applicazione dei criteri per la quantificazione delle perdite attese sui crediti (*expected credit loss* - ECL), di cui agli IFRS 9, potrebbe comportare – automaticamente - un aumento significativo degli accantonamenti delle banche per (possibili) perdite su crediti di cui siano titolari, riducendo così la loro capacità di concedere prestiti alla clientela. È stata, perciò, raccomandata l'adozione di modalità di valutazione degli NPLs

---

Proprio la complessità delle procedure per la concessione di tali finanziamenti è stata oggetto di numerose critiche da parte dell'opinione pubblica, come evidenziato anche in A. BOITANI-L. BRUCATO-M. GIANNANTONIO, *Garanzie bancarie, l'emergenza deve cambiare le regole*, in *lavoce.info*, 12 maggio 2020. E dunque, al fine di snellire le procedure burocratiche, la legge di conversione del Decreto Liquidità ha previsto che l'accertamento svolto dalla banca circa il possesso da parte del richiedente dei requisiti ex art. art. 13 comma 1 lett. m) debba essere sostituito da un'autodichiarazione resa dall'impresa. Tale semplificazione delle procedure rende nuovamente attuali le preoccupazioni sulla possibilità che non venga effettuata una adeguata valutazione del merito creditizio del prenditore e che da ciò derivino rischi per la solidità dei bilanci bancari.

<sup>26</sup> Quella dei crediti deteriorati (*Non performing exposures*) è una categoria molto ampia, all'interno della quale vi rientrano le esposizioni scadute (*past due*), le inadempienze probabili (*Unlikely to pay* - UTP) e le sofferenze (*non performing loans* - NPL). Si veda sul punto F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2019, suppl. n. 2, 1 e ss.

<sup>27</sup> Cfr. G. GARESIO, *Alla ricerca della liquidità perduta*, in M. Irrera (a cura di), *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, Torino, 2020, 130.

<sup>28</sup> ESMA, *Public statement. Accounting implications of the COVID-19 outbreak on the calculation of expected credit losses in accordance with IFRS 9* (ESMA32-63-951), 25 marzo 2020.

<sup>29</sup> EBA, *Statement on the application of the prudential framework regarding Default, Forbearance and IFRS9 in light of COVID- 19 measures*, 25 marzo 2020.

<sup>30</sup> Il modello basato sulle *Expected Credit Loss* (ECL) previsto dai principi contabili IFRS 9 impone agli intermediari di misurare le perdite attese considerando le informazioni a propria disposizione con un approccio *forward-looking*, così che la valutazione effettuata esprima un importo obiettivo e ponderato in base alle effettive probabilità di inadempimento. A tal fine, si dovrà valutare i possibili scenari che si potrebbero realizzare, tenuto conto delle informazioni ragionevoli e dimostrabili che sono disponibili alla data di riferimento del bilancio relative a eventi passati, condizioni attuali e previsioni delle condizioni economiche future (cfr. IFRS 9, paragrafo 5.5.17).

---

che non siano eccessivamente pro-cicliche, così da evitare che gli istituti di credito siano obbligati ad effettuare accantonamenti di ingenti somme al fine di coprire le possibili perdite future, che ne ingesserebbero l'operatività limitandone l'attività sul mercato. Proprio per evitare questa conseguenza dannosa, risulta necessario che le banche adottino un approccio proattivo nella gestione dei crediti deteriorati, al fine di mantenere capitale libero da impiegare nella propria attività caratteristica<sup>31</sup>.

Ci si interroga però se ciò sia sufficiente, in quanto l'enorme mole di crediti che presumibilmente risulterà "all'incaglio" appare idonea, a prescindere da quali siano i criteri impiegati per la valutazione dei crediti e la loro gestione, ad inibire l'attività *core* delle banche, appesantendone i bilanci. Nella consapevolezza delle difficoltà operative che la gestione di questa grande quantità di NPL potrebbe determinare per le banche, è stata ipotizzata anche la creazione di una *bad bank* europea per la gestione dei crediti deteriorati<sup>32</sup>.

Anche al fine di gestire situazioni di crisi come quella attuale, i principi IFRS 9 prevedono una modalità di calcolo della *expected credit loss* che impone all'intermediario di applicare criteri di valutazione non meramente meccanici ma basati su regole di giudizio flessibili che ben potranno essere applicate anche per determinare l'ammontare degli accantonamenti necessari per far fronte ad una situazione eccezionale quale è la crisi derivante dalla diffusione del COVID-19. È anche per questo che la Commissione Europea ha chiaramente dichiarato di aspettarsi che le banche utilizzino i margini di flessibilità previsti dai principi IFRS 9 per mitigare l'impatto del COVID-19 sugli accantonamenti per le ECL senza che venga minata la fiducia degli investitori.

Ad ogni modo, la valutazione da parte delle banche sulla sussistenza di un aumento significativo del rischio di credito (SICR) dovrebbe essere basata sulla durata residua delle attività finanziarie interessate dando peso, anzitutto, agli scenari basati su prospettive macroeconomiche stabili di lungo termine. Va detto, però, che in ragione della straordinarietà della crisi da COVID-19<sup>33</sup> risulta assai difficile per le banche ottenere informazioni sufficientemente accurate e verosimili per elaborare scenari prospettici affidabili necessari per determinare i valori del SICR e, quindi, in questa situazione gli intermediari dovrebbero basare le proprie previsioni sugli scenari ma-

---

<sup>31</sup> Cfr. M. PELLEGRINI, *L'azione dei global regulators sui crediti deteriorati*, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2019, 223.

<sup>32</sup> M. ARNOLD-J. ESPINOZA, *ECB pushes for eurozone bad bank to clean up soured loans*, in Financial Times del 19 aprile 2020. Si tratta, peraltro, di un'iniziativa che incontrerebbe molte difficoltà, anche tecniche, di realizzazione poiché la disciplina della direttiva BRRD prevede che presupposto per la creazione di una *bad bank* sia l'apertura della procedura di risoluzione dell'intermediario.

<sup>33</sup> Si tratta, infatti, di una crisi determinata da una pandemia che ha colpito tutti i continenti, con un conseguente shock che interessa sia il lato dell'offerta sia quello della domanda e che viene veicolato con una molteplicità di canali di trasmissione alle attività produttive. È significativo sottolineare che il blocco della produzione è da imputarsi non ad una scarsità della domanda quanto piuttosto ai provvedimenti amministrativi di contenimento della pandemia. Si veda, a tal proposito, la A. LOCARNO – R. ZIZZA, *Previsioni ai tempi del coronavirus*, cit.

---

croeconomiche stabili a lungo termine, come raccomandato dalla BCE<sup>34</sup>.

Ulteriore interrogativo, dalla cui soluzione dipenderà l'ammontare di risorse che le banche saranno tenute ad accantonare è se le moratorie<sup>35</sup>, concesse dalle singole banche o disposte per legge, aventi ad oggetto crediti bancari, debbano essere considerate "modifiche sostanziali" ai sensi degli IFRS 9. In applicazione dei criteri posti dai principi contabili internazionali, non dovrebbe esserci alcun automatismo in questo senso e, dunque, le banche saranno chiamate ad operare un giudizio che tenga conto delle caratteristiche specifiche della moratoria per determinare se questa comporti – in concreto – una modifica sostanziale ai sensi degli IFRS9, tale quindi da giustificare una valutazione di maggiore rischio e da imporre alla banca di effettuare appositi accantonamenti per far fronte alle possibili perdite. A tal riguardo, un criterio fornito dall'EBA<sup>36</sup> è quello della specificità dei destinatari: fintanto che le moratorie non si riferiscano specificamente ad un prestatore, ma ad un ampio ventaglio di classi di prodotto o clienti, non dovranno classificarsi automaticamente come misure di tolleranza (*forbearance measures*) ai sensi degli IFRS9, pur restando fermo l'obbligo per i finanziatori di valutare la qualità del credito dell'esposizione che beneficia di tali misure, valutando così le situazioni di eventuale *unlikeliness to pay* dei soggetti finanziati. Ciò che rileva, a questi fini, è che le garanzie sui prestiti non aumentano né riducono il rischio di inadempimento del mutuatario, ma riducono l'ammontare delle perdite su crediti se effettivamente si dovesse verificare un'inadempimento del mutuatario e di questa circostanza non potrà non tenersi conto nel calcolare l'ammontare delle perdite su crediti previste. Si tratta, dunque, di misure che non incidono sulla probabilità di inadempimento, ma sulla probabilità di perdita. Le misure di vigilanza adottate recentemente dalla BCE in risposta ai rischi derivanti dalla diffusione del coronavirus vanno proprio nella direzione qui tratteggiata. Tra le altre, infatti, è stato previsto che in ragione della situazione attuale di incertezza derivante dalla diffusione del virus le banche potranno dare un maggiore peso all'*outlook* (stabile) di lungo termine, anche tenendo in considerazione le misure di alleggerimento adottate dalle autorità pubbliche (tra cui possono annoverarsi le moratorie dei pagamenti). Nel realizzare tali previsioni, gli intermediari dovranno considerare la natura dello *shock* economico e la circostanza che gli effetti del COVID-19 (si presume) saranno temporanei. Ad ogni modo, fondamentale sarà assicurare l'individuabilità nell'ambito del bilancio delle banche delle attività deteriorate

---

<sup>34</sup> ECB *Banking Supervision provides further flexibility to banks in reaction to coronavirus*, 20 marzo 2020.

<sup>35</sup> Come già accennato, il decreto "Cura Italia", tra l'altro, ha previsto alcune ipotesi di moratoria: la sospensione, al ricorrere di determinate condizioni, dell'obbligo di rimborso dei finanziamenti erogati alle imprese (art. 54) e dei mutui stipulati per l'acquisto della prima casa (art. 56). Viene così imposto alle banche creditrici l'obbligo di concorrere – mediante una temporanea sospensione delle obbligazioni pecuniarie – alla realizzazione delle istanze di tutela delle popolazioni colpite dalla crisi sanitaria ed economica.

<sup>36</sup> EBA, *Statement on the application of the prudential framework regarding Default, Forbearance and IFRS9 in light of COVID-19 measures*, 25 marzo 2020.



---

in conseguenza alla crisi sanitaria, così da consentire la migliore gestione di questi crediti e anche al fine di quantificare le conseguenze economiche della pandemia. Difatti, con quest'ultimo angolo visuale, la coerenza e la comparabilità tra i criteri di valutazione del rischio costituisce una pre-condizione per le banche e per gli organi di vigilanza per valutare gli effetti della crisi.

E dunque, con riferimento ai presupposti per la qualificazione dei crediti destinatari di garanzie pubbliche, è solo in seguito all'escussione delle garanzie pubbliche che le banche dovranno classificare i debitori come "*unlikely to pay*", non invece quando tale garanzia sia concessa. Perciò, le banche potranno evitare di svalutare tali crediti e non saranno tenute ad effettuare alcun accantonamento per i primi 7 anni successivi alla classificazione delle esposizioni come *non-performing*, avendo la BCE esteso – in ragione della solidità delle garanzie che le assistono – alle esposizioni che beneficiano di una garanzia pubblica il trattamento preferenziale accordato agli NPL garantiti o assicurati dalle agenzie di credito all'esportazione. In tal modo, alle banche sarà garantita la possibilità, per un arco temporale sufficientemente lungo, di operare sul mercato senza essere ingessata dalla necessità, nell'immediato, di effettuare accantonamenti per far fronte alle possibili perdite determinate dall'inadempimento dei prenditori.

Orbene, pur potendo la disciplina vigente (pre-vigente rispetto alla crisi sanitaria) dei crediti deteriorati fornire alcuni strumenti utili a fronteggiare i rischi derivanti dalla diffusione del COVID-19, non per questo può considerarsi sufficiente. E, dunque, con la consapevolezza della necessità di dover assicurare una più rapida ed efficiente reazione in circostanze eccezionali, l'EBA ha raccomandato alla Commissione europea che le sia in futuro concesso un mandato per meglio disciplinare l'obbligo per gli intermediari di svolgere una valutazione prudente dei crediti, al ricorrere di situazioni straordinarie ed eccezionali, così da poter sviluppare un approccio valido e generale per affrontare le (future) situazioni di grave perturbazione del mercato<sup>37</sup>. La BCE, così come anche le autorità nazionali, ha poi annunciato l'adozione di specifiche misure relative ad ispezioni delle banche che avrebbero dovuto avere luogo nel periodo coincidente con la diffusione della pandemia. Si tratta di provvedimenti da concordarsi caso per caso con i singoli intermediari, volti ad evitare – il più possibile – che le attività di vigilanza possano intralciare l'operatività dei soggetti vigilati<sup>38</sup>. Tali limitazioni attengono sia alla vigilanza *on site* sia quella *off site*: la prima risulta, infatti, incompatibile con le stringenti limitazioni alla circolazione delle persone imposte nel periodo della massima diffusione della pandemia; peraltro, le ulteriori attività e adempimenti richiesti in tali circostanze avrebbero aggravato l'operatività

---

<sup>37</sup> EBA, *Final draft Regulatory Technical Standards. On prudent valuation under Article 105(14) of Regulation (EU) No 575/2013* (Capital Requirements Regulation – CRR), EBA/RTS/2020/04, 22 aprile 2020.

<sup>38</sup> In particolare, quanto alle modalità di svolgimento delle attività di vigilanza ispettiva, non è stata introdotta una regola generale, bensì le autorità hanno previsto che i *joint supervisory teams* prendano contatto con ciascuna banca vigilata al fine di valutare l'impatto della *timeline* delle ispezioni e degli altri adempimenti nell'operatività di ciascun intermediario.

---

degli intermediari, già messi a dura prova dalle vicende collegate alla diffusione del virus. Quanto alla vigilanza ispettiva *off site*, si è deciso di rimodularla in modo da renderne lo svolgimento maggiormente compatibile con la fase emergenziale<sup>39</sup>.

## 4. Posticipazione degli *stress test* sulle banche e gli interventi di terzo pilastro

Gli interventi delle autorità di vigilanza microprudenziale fin qui esaminati, attinenti perlopiù al secondo pilastro, non sono di certo rimasti isolati ma costituiscono un tassello della più ampia risposta istituzionale attuata, in Europa e a livello internazionale, con grande celerità sebbene in modo alluvionale in ragione della rapida evoluzione della pandemia globale e dei dati sanitari ed economici via via disponibili. Tra gli interventi della *European Banking Authority*, assume rilievo la decisione di posticipare gli *stress tests* che avrebbero dovuto avere luogo nel corso del 2020, al fine di permettere alle banche di concentrarsi sulle attività *core*, limitandosi ad effettuare nell'anno in corso solamente una valutazione circa i livelli di trasparenza relativi alla qualità degli *assets* e alle esposizioni delle banche. In linea con l'impegno di preservare l'operatività delle banche, l'EBA ha quindi deciso di annullare l'esercizio QIS basato sui dati di giugno 2020, come comunicato con la dichiarazione del 25 marzo 2020<sup>40</sup>.

Quanto, poi, agli interventi relativi al cd. terzo pilastro, proprio per consentire alle banche di concentrare le proprie risorse in un'efficace risposta all'emergenza, l'EBA ha permesso alle autorità di vigilanza di posticipare le scadenze di alcuni rilevanti adempimenti informativi al mercato<sup>41</sup>, senza per questo trascurare l'esigenza che il mercato sia tempestivamente reso edotto della situazione patrimoniale e gestionale delle banche. Invero, la dichiarazione dell'EBA del 12 marzo 2020 fa esplicito riferimento alla possibilità che le autorità competenti e le autorità di risoluzione delle crisi lascino agli istituti di credito un certo margine di manovra per quanto riguarda le date di trasmissione per alcune sezioni dell'informativa prudenziale, senza per questo mettere a rischio l'accesso alle informazioni necessarie per monitorare da vi-

---

<sup>39</sup> Più specificamente, la BCE ha posticipato di sei mesi la scadenza prevista per adottare le azioni rimediale imposte in conseguenza delle ispezioni *on site*, alle investigazioni correlate ai modelli interni di controllo e all'analisi mirata degli stessi (i cd. TRIM). D'altra parte, è stato annunciato il rinvio di sei mesi delle decisioni relative ai TRIM, così come dell'invio di lettere di *follow-up* e delle decisioni relative ai modelli interni che non siano state ancora comunicate alle banche. A ciò si aggiunga la proroga di sei mesi dei termini per la verifica della *compliance* con la *quality supervisory review* nonché delle misure di valutazione da effettuarsi nell'ambito del SREP.

<sup>40</sup> *EBA provides clarity to banks and consumers on the application of the prudential framework in light of COVID-19 measures*, 25 marzo 2020.

<sup>41</sup> *EBA, Statement on supervisory reporting and Pillar 3 disclosures in light of COVID-19*, 31 marzo 2020.

---

cino la situazione finanziaria e prudenziale degli istituti. È, infatti, chiaro che l'affidabilità dei dati disponibili risulta fondamentale nell'attuale situazione di crisi, al fine di valutare il potenziale impatto dell'epidemia sull'economia nel prossimo futuro. Proprio sulla scorta di tale considerazione è stato lasciato alle autorità competenti il compito di valutare in che misura un ritardo nella presentazione dei dati possa essere giustificato dalle circostanze straordinarie. Le autorità competenti potrebbero, quindi, ritenere di non poter giustificare il ritardo nella condivisione di determinate informazioni e addirittura – in ossequio al *risk-focused approach* – ritenere necessaria la pubblicazione di informazioni supplementari con riferimento all'informativa prudenziale funzionale a dare correttamente evidenza al mercato degli specifici profili di rischio legati alla diffusione del COVID-19. In generale, alle banche è stato concesso fino a un mese supplementare per la presentazione dei dati richiesti, pur rimanendo in capo all'autorità di vigilanza il compito di definire le tempistiche precise per la comunicazione di tali informazioni<sup>42</sup>.

L'EBA si è poi impegnata a favorire una rendicontazione più efficiente da parte delle banche, invitando le autorità competenti a prestare particolare attenzione alle richieste di dati *ad hoc* inviate agli istituti, che assumono una grande rilevanza nel contesto attuale: la pandemia ha, infatti, fatto scattare specifiche esigenze di informazione che non risultano pienamente soddisfatte con i soli dati comunicati regolarmente. Nella situazione di crisi causata dall'epidemia, si impone dunque alle autorità competenti di tenere in considerazione le difficoltà, determinate dall'emergenza sanitaria, che gli istituti potranno incontrare nella predisposizione della relazione di terzo pilastro (informativa al pubblico *Pillar 3*) nel rispetto delle tempistiche di pubblicazione ordinariamente applicabili. Le autorità potranno, così, avvalersi - eventualmente - della flessibilità concessa dall'articolo 106, comma 1 lettera a) della direttiva CRD IV nella fissazione dei termini per la pubblicazione di tali documenti. Ad ogni modo, qualora gli istituti prevedano che la pubblicazione delle loro relazioni del terzo pilastro subirà un ritardo, sono tenuti a informare le autorità competenti e gli altri soggetti interessati in merito al ritardo, alle ragioni di questo e, per quanto possibile, alla data di pubblicazione prevista.

---

<sup>42</sup> Con riferimento ad alcuni specifici adempimenti, in Italia la citata eccezione alla tempestiva presentazione dei documenti informativi non è stata estesa alle informazioni relative all'indice di copertura della liquidità (LCR), alle metriche di monitoraggio aggiuntive (ALMM) e ai set di dati individuati come prioritari dall'autorità competente, rispetto ai quali viene ritenuta prioritaria. Quanto, poi, alle tempistiche per la trasmissione dei dati sui *funding plans* è stata concessa una proroga di due mesi rispetto alla scadenza regolamentare, mentre per le segnalazioni non armonizzate, la Banca d'Italia non ha ritenuto di concedere proroghe.

---

## 5. Conclusioni

L'approccio delle autorità di vigilanza, che emerge con chiarezza dalle misure adottate finora (oltreché dalle dichiarazioni pubbliche dei propri vertici)<sup>43</sup> è volto a permettere alle banche di utilizzare il capitale liberato in conseguenza dei loro interventi al fine di supportare l'economia reale. Tra i provvedimenti adottati, ve ne sono alcuni, quali ad esempio quelli di *capital relief*, che sembrano porsi – a prima vista – in contraddizione con gli approcci adottati per far fronte alle più recenti crisi economiche (tra tutte quella del 2008, a seguito della quale sono state approvate le più rigorose misure di vigilanza di Basilea 3), in quanto non impongono alle banche di rafforzare il proprio patrimonio e accantonare ulteriori riserve per far fronte a possibili perdite, ma sono volte ad incentivare la piena operatività degli intermediari anche mediante l'impiego dei *buffers* di liquidità.

D'altra parte, è chiaramente individuabile un'ulteriore finalità delle misure intraprese: evitare la fuoriuscita di risorse dal sistema bancario. Nella consapevolezza che i fondi propri delle banche costituiscono uno strumento fondamentale al fine di assorbire le possibili perdite – assai probabili in un periodo di incertezza come quello attuale – è stato raccomandato alle banche di non distribuire dividendi ai propri azionisti né di riacquistare azioni per remunerare gli azionisti. Anche l'invito rivolto alle banche dall'EBA e dal presidente del Consiglio di vigilanza della BCE ad adottare un approccio conservativo per il pagamento della parte variabile della remunerazione si pone in questo solco. È, infatti, più che mai essenziale che tutte le risorse a disposizione delle banche siano impiegate per rafforzare la solidità delle banche, la loro capacità di prestito e quindi, in ultima analisi, per sostenere i loro clienti.

La straordinarietà degli eventi occorsi ha avuto un evidente impatto anche sullo strumentario impiegato dalle autorità di vigilanza per fronteggiarli, rispetto al quale occorre svolgere un ulteriore rilievo. Molte delle misure – spesso aventi un'ampia portata – sono state annunciate mediante la pubblicazione di comunicati stampa, ritenendo questo strumento più agile ed efficace, nel contesto emergenziale, rispetto a quelli normativi o propriamente provvedimenti<sup>44</sup>. Si è così riconosciuto il ruolo centrale della rapida e puntuale comunicazione al mercato delle iniziative intraprese, relegando ad un ruolo di secondo piano le misure formali adottate nei confronti dei soggetti vigilati.

Nella consapevolezza che le sfide economiche poste dalla pandemia COVID-19 possono essere superate solo con una stretta collaborazione tra attori pubblici e privati,

---

<sup>43</sup> Cfr. BCE, *How European Banking Supervision can help fight the economic consequences of the coronavirus outbreak in Europe*, Opinion piece by Andrea Enria, Chair of the Supervisory Board of the ECB, pubblicato su *Jornal de Negocios* del 31 marzo 2020.

<sup>44</sup> B.P.M. JOOSEN, *Balancing macro- and micro- prudential powers in the SSM during the COVID-19 crisis*, in C. V. Gortsos-W.G. Ringe (a cura di), *Pandemic Crisis and Financial Stability*, European Banking Institute, maggio 2020, 340.

---

anche il Parlamento europeo, con risoluzione del 17 aprile<sup>45</sup> ha esortato il settore bancario a svolgere un ruolo proattivo in questa crisi, mentre i ministri delle Finanze dell'UE, con dichiarazione adottata il 16 aprile scorso<sup>46</sup> hanno invitato il settore bancario a sostenere le famiglie e le imprese colpite dall'epidemia di COVID-19, con l'obiettivo di garantire la continuità delle attività. In tale contesto, le misure di alleggerimento – anche quelle adottate dalle autorità nazionali abbassando i requisiti patrimoniali macroprudenziali dei *buffers* prudenziali – dovrebbero permettere alle banche di utilizzare le riserve di capitale per mantenere l'erogazione di prestiti all'economia reale e – date le circostanze eccezionali – i mercati non dovrebbero stigmatizzarne l'utilizzo. Allo stesso modo, le azioni del Comitato Europeo per il Rischio Sistemico sono state orientate, anzitutto, a fornire una risposta di *policy* efficace ed omogenea per tutti i settori e in tutti i paesi garantendo – allo stesso tempo – che le necessarie azioni macroprudenziali nazionali non causino ricadute negative e non incidano negativamente sul mercato unico dell'UE e sulla parità di trattamento al suo interno; il secondo principio a cui sono ispirate le misure adottate dal CERS è, invece, quello di utilizzare la flessibilità prevista dagli standard normativi esistenti, come l'attenuazione dei requisiti di capitale per le banche annunciato dalla vigilanza bancaria europea.

Una chiave di lettura delle misure di vigilanza adottate per fronteggiare i rischi correlati alla pandemia da COVID-19 si può trarre dalle dichiarazioni dei vertici della *Banking Supervision* della BCE secondo cui, a differenza della crisi del 2008, le banche non sono la fonte del problema ma piuttosto sono chiamate ad essere parte della soluzione. E perciò le misure di *mitigation* adottate dalle autorità di vigilanza sono volte a permettere alle banche di finanziare famiglie e imprese, nonché ad aumentare la capacità degli istituti di credito di assorbire le perdite che potrebbero subire in questo periodo<sup>47</sup>. Proprio con tali scopi, le autorità di vigilanza prudenziale hanno chiesto ai soggetti vigilati di attenuare il più possibile la prociclicità insita nei modelli di accantonamento per perdite su crediti sviluppati secondo i principi contabili internazionali IFRS 9. In questo modo si eviterà che la volatilità delle valutazioni dei crediti abbia un impatto significativo sul capitale delle banche e sul loro conto economico.

Tirando le fila del discorso fin qui svolto, *fil rouge* degli interventi emergenziali analizzati sembrerebbe, dunque, essere quello di favorire la piena operatività delle banche, consentendo loro di fornire massimo supporto al mercato poiché la stabilità dello stesso sarebbe minata in modo ancora più grave qualora venisse imposto agli istituti di credito di accantonare risorse per far fronte a possibili rischi futuri anzi-

---

<sup>45</sup> *European Parliament resolution of 17 April 2020 on EU coordinated action to combat the COVID-19 pandemic and its consequences* (2020/2616(RSP)).

<sup>46</sup> *Statement of EU ministers of finance on continuing bank lending and on maintaining a well-functioning insurance sector amid the COVID-19 pandemic*, 16 aprile 2020.

<sup>47</sup> BCE, *How European Banking Supervision can help fight the economic consequences of the coronavirus*, cit.

---

ché impiegarle nel finanziamento di imprese e famiglie. La principale sfida per le autorità di vigilanza posta dalla crisi da coronavirus consiste, infatti, nel preservare l'attività di concessione del credito delle banche senza mettere in pericolo la loro solidità patrimoniale. È per contemperare tali configgenti esigenze che la concessione di flessibilità con riferimento ai requisiti di capitale dovrà andare di pari passo all'adozione di strumenti che garantiscano la conservazione del capitale.



# IL TRATTAMENTO PRUDENZIALE DELLE ESPOSIZIONI BENEFICIARIE DI MORATORIA, RIFINANZIAMENTI E GARANZIE PUBBLICHE NEL CONTESTO DELLA CRISI DA COVID-19

Edoardo Cecchinato

**Abstract:** Lo scritto ha l'obiettivo di comprendere come la disciplina europea relativa alle misure di concessione (cd. "*forbearance measure*") e alle esposizioni che ne sono oggetto (cd. "*forborne exposures*"), si applichi alle misure di moratoria, di garanzia pubblica e di rifinanziamento previste dal Governo italiano a sostegno delle imprese nel contesto della crisi economica causata dalla pandemia di Covid-19. Un'applicazione rigorosa delle regole citate rischierebbe di vanificare o comunque ridurre l'effetto benefico delle misure a sostegno delle imprese; d'altro canto, la loro totale disapplicazione comprometterebbe la sana e prudente gestione del rischio di credito. Le Autorità di vigilanza europee sono recentemente intervenute a riguardo cercando di bilanciare adeguatamente le diverse esigenze in gioco.

This paper analyzes how the EU regulation concerning forbearance measures and forborne exposures applies to moratoria, public guarantees, and the other measures granted by the Italian Government to support undertakings in the context of the Covid-19 pandemic. Indeed, the strict application of that regulation would likely reduce the benefits of the support granted; on the other hand, a complete derogation from that regulation would likely threaten the safe and prudent management of credit risk. EU supervisory authorities have recently tried to balance these needs adequately.

**Parole chiave:** *Forbearance measures*, misure di concessione, *forborne exposures*, esposizioni oggetto di misure di concessione, *non-performing exposures*, esposizioni deteriorate, moratoria, rifinanziamento, garanzia pubblica, Autorità Bancaria Europea, Banca Centrale Europea, vigilanza prudenziale, Covid-19.

**Sommario:** 1. Premesse: il sostegno alle imprese attraverso il sistema bancario nella crisi da Covid-19 – 2. La disciplina generale delle *forbearance measures* e delle *forborne exposures* e la sua applicabilità alle misure a sostegno delle imprese nel contesto di crisi da Covid-19. – 2.1. Garanzia pubblica sulle esposizioni deteriorate e requisiti di capitale: brevi cenni – 3. Conclusioni e nodi irrisolti.

---

# 1. Premesse: il sostegno alle imprese attraverso il sistema bancario nella crisi da Covid-19

La pandemia di Covid-19, come è noto, ha avuto ricadute particolarmente significative sul tessuto imprenditoriale italiano,<sup>1</sup> ricadute che hanno indotto il Governo ad adottare varie misure a sostegno delle imprese per contenere gli effetti economici negativi della crisi, e al contempo promuovere una fase di ripresa. A tal fine, il Governo ha scelto quale propria *longa manus* il sistema bancario,<sup>2</sup> promuovendo moratorie sui crediti, nuovi finanziamenti, e la concessione di garanzie pubbliche su quelli esistenti e sui nuovi.<sup>3</sup> Non solo: all’iniziativa pubblica si è aggiunta anche quella privata – anzi, spesso è stata l’iniziativa privata a precedere quella pubblica – promossa dalle associazioni di categoria<sup>4</sup> o singolarmente da vari istituti di credito.<sup>5</sup> Un simile intervento del sistema bancario è stato possibile grazie alla solidità – patrimoniale e finanziaria – del sistema stesso, atteso risultato dei requisiti di capitale e di liquidità introdotti dal cd. “*CRD IV Package*” del 2013.<sup>6</sup> Infatti, gli enti creditizi

---

<sup>1</sup> Per una panoramica completa sull’impatto della pandemia sul tessuto imprenditoriale italiano, si v. BANCA D’ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n. 1, 2020, pp. 20-26 <<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/>> ultimo accesso il 20 giugno 2020; ISTAT, *Situazione e prospettive delle imprese nell’emergenza sanitaria Covid-19*, 15 giugno 2020, *passim* <<https://www.istat.it/it/archivio/244378>> ultimo accesso il 20 giugno 2020; e CONFINDUSTRIA, *Seconda edizione dell’indagine sugli effetti della pandemia da Covid-19 per le imprese italiane*, 17 aprile 2020, *passim* <<https://www.confindustria.it/notizie/dettaglio-notizie/Indagine-sugli-effetti-del-Covid-19-per-le-imprese-italiane>> ultimo accesso il 20 giugno 2020.

<sup>2</sup> La rubrica del Titolo III del cd. “Decreto Cura Italia” (*i.e.*, il Decreto-Legge 17 marzo 2020, n. 18) è particolarmente indicativa di quanto affermato: «Misure a sostegno della liquidità attraverso il sistema bancario». Si v. anche il Capo I – rubricato «Misure di accesso al credito per le imprese» – del cd. “Decreto liquidità” (*i.e.*, il Decreto-Legge 8 aprile 2020, n. 23).

<sup>3</sup> Si v., a titolo esemplificativo, l’art. 56 *Misure di sostegno finanziario alle micro, piccole e medie imprese colpite dall’epidemia di COVID-19* del Decreto Cura Italia, che consente a microimprese, piccole e medie imprese di beneficiare di moratorie su finanziamenti a rimborso rateale e non, nonché della garanzia del Fondo di Garanzia per le PMI su detti finanziamenti. Si v. anche l’art. 1 *Misure temporanee per il sostegno alla liquidità delle imprese* del Decreto Liquidità, relativo alla garanzia di SACE sul nuovo credito erogato dagli enti creditizi alle imprese.

<sup>4</sup> L’Associazione Bancaria Italiana ha infatti esteso fino al 30 giugno 2020 l’applicazione delle misure di sospensione dei pagamenti e di allungamento degli stessi previste dall’Accordo per il Credito 2019 ai finanziamenti in essere al 31 gennaio 2020 erogati in favore delle imprese danneggiate dalla pandemia. Si v. ABI, *Accordo per il Credito 2019*, 15 novembre 2018; ABI, *Addendum all’Accordo per il Credito 2019*, 6 marzo 2020; e ABI, *Secondo Addendum all’Accordo per il Credito 2019*, 22 maggio 2020 <<https://www.abi.it/Pagine/Mercati/Crediti/Credito-alle-imprese/Accordi-per-il-credito/Nuovo-accordo-per-il-credito-2019.aspx>> ultimo accesso il 20 giugno 2020.

<sup>5</sup> *E.g.*, già nel febbraio 2020 UniCredit aveva disposto una serie di moratorie sui pagamenti per le imprese stabilite nei territori più colpiti dalla pandemia: v. UNICREDIT, *Azione a favore dei Clienti coinvolti dall’emergenza Coronavirus*, 27 febbraio 2020 <<https://www.unicredit.it/it/chi-siamo/sostegno-e-solidarieta/azione-a-favore-client-coinvolti-emergenza-coronavirus.html>> ultimo accesso il 20 giugno 2020.

<sup>6</sup> *I.e.*, il regolamento (UE) N. 575/2013 (cd. “*Capital Requirements Regulation*” o “CRR”) e la direttiva 2013/36/UE (cd. “*Capital Requirements Directive IV*” o “CRD IV”). L’analisi dei requisiti di capitale e di liquidità imposti agli istituti di credito dalla normativa citata esula dallo scopo di questo scritto, si

---

hanno potuto utilizzare, con il benessere delle Autorità di vigilanza – Banca Centrale Europea *in primis*<sup>7</sup> –, le riserve di capitale e di liquidità disponibili per sostenere le misure di moratoria ed erogare nuovi finanziamenti a sostegno delle imprese. Com'è noto, lo scopo del citato *CRD IV Package* non è limitato al solo il rafforzamento patrimoniale e finanziario degli istituti di credito, ma anche al perseguimento di una “sana e prudente gestione” degli stessi, chiamando quindi le banche a dotarsi di procedure interne idonee a monitorare e gestire adeguatamente i rischi relativi al proprio *business*.<sup>8</sup> In questo contesto si inserisce una disciplina particolarmente rigorosa<sup>9</sup> sulla gestione del rischio di credito, e, quindi, relativa all'erogazione di finanziamenti, al controllo sulle esposizioni, al trattamento di quelle classificate come deteriorate (cd. “*non-performing exposures*”) o a rischio di divenire tali, e alle misure a sostegno dei debitori in difficoltà, quali moratorie, rifinanziamenti, *etc.*<sup>10</sup> La normativa europea – della quale si dirà più nello specifico a breve – qualifica

---

rinvia pertanto a quanto scritto in materia da M. DE POLI, *Fundamentals of European Banking Law*, Wolters Kluwer, II ed., 2020, pp. 116-122. In argomento, si v. poi K. ALEXANDER, *Principles of Banking Regulation*, Cambridge University Press, 2019, pp. 106-119; e R. CRANSTON, E. AVGOULEAS, K. VAN ZWIETEN, C. HARE e T. VAN SANTE, *Principles of Banking Law*, Oxford University Press, III ed., 2017, pp. 45-63.

<sup>7</sup> V. BCE, *ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus*, 12 marzo 2020 <<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200312~43351ac3ac.en.html>> ultimo accesso il 20 giugno 2020. Sul punto si v. poi quanto recentemente scritto da A. BROZZETTI, *La risposta europea al Covid-19: un excursus sull'operato delle istituzioni politiche e delle autorità creditizie (con un cenno ai rischi per la “safety net” di sistema)*, in *Ianus, Forum sull'emergenza Covid-19*, pp. 12-14 <<https://www.rivistaianus.it/covid-19.html>> ultimo accesso il 20 giugno 2020.

<sup>8</sup> In argomento, v., *ex multis*, M. De Poli, *Fundamentals of European Banking Law*, cit., pp. 123-124.

<sup>9</sup> Rigore che è conseguenza diretta del trauma causato dalla crisi dei mutui *subprime* del 2007-2008, e, con specifico riferimento al contesto italiano, di politiche di erogazione e controllo del credito disaccorte, per non dire «scadenti, imprudenti e pertanto eccessivamente rischiose», come affermato dalla Commissione Parlamentare d'Inchiesta sul Sistema Bancario e Finanziario, in relazione ai recenti casi di Banca Marche, banca Etruria, CariFe e CariChieti. V. COMMISSIONE PARLAMENTARE D'INCHIESTA SUL SISTEMA BANCARIO E FINANZIARIO – XVII LEGISLATURA, *Relazione Conclusiva (doc. XXIII n. 37)*, 30 gennaio 2018, p. 22 <[http://www.parlamento.it/Parlamento/1213?voce\\_sommario=61](http://www.parlamento.it/Parlamento/1213?voce_sommario=61)> ultimo accesso il 21 giugno 2020. Peraltro, le medesime considerazioni valgono anche per le due Banche Venete: v. C. BARBAGALLO, *Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza – Audizione presso la Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario*, 2 novembre 2017, pp. 5-6, 10 e 15 e ss. <<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2017/barbagallo-audizione-02112017.pdf>> ultimo accesso il 21 giugno 2020. In argomento, si v. poi F. CESARINI (a cura di), *I Crediti Deteriorati nelle Banche Italiane*, Giappichelli, 2017, *passim*; e A. CANEPA, *Dai salvataggi bancari ai crediti deteriorati: la complessa applicazione delle regole sugli aiuti di stato fra flessibilità e rigidità*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 3, parte I, 2016, spec. p. 238.

<sup>10</sup> In tema si v., *ex multis*, E. AVGOULEAS, *The EU framework dealing with non-performing exposures*, in D. BUSCH e G. FERRARINI (A CURA DI), *European Banking Union*, Oxford University Press, II ed., 2020, pp. 311-340; A. MIGLIONICO, *The SSM and the prudential regime of non-performing loans*, in G. LO SCHIAVO (a cura di), *The European Banking Union and the Role of Law*, Edward Elgar, 2019, pp. 197-214; E. MONTANARO, *Non-performing loans and the European Union legal framework*, in M.P. CHITI e V. SANTORO (a cura di), *The Palgrave Handbook of European banking Union Law*, Palgrave Macmillan, 2019, pp. 213-246; e R. OLIVARES-CAMINAL e A. MIGLIONICO, *Non-performing Loans: Challenges and Options for banks and Corporations*, in P. MONOKROUSSOS e C.V. GORTSOS (a cura di), *Non-Performing Loans and Resolving Private Sector Insolvency: Experiences from the EU Periphery and the Case of Greece*, Springer, 2017, pp. 17-45.

---

come “*forbearance*” le misure adottate da una banca a sostegno di un debitore in difficoltà, e come “*forborne*” le relative esposizioni. Dette classificazioni hanno ricadute significative sul rapporto tra istituto di credito e debitore, impegnando il primo ad un’attività di *monitoring* particolarmente intensa dell’esposizione e dello stato di salute del debitore, e, di conseguenza, assoggettando quest’ultimo ad un controllo particolarmente invasivo da parte della banca a scapito della propria libertà d’iniziativa economica. Non solo: la classificazione di una esposizione come “deteriorata” ha delle ricadute significative in termini di computo dei fondi propri della banca, imponendo a quest’ultima di operare talune deduzioni dai propri elementi di capitale primario di classe 1 (il cd. “*Common Equity Tier 1*” o “CET 1”): i cd. “accantonamenti”. La disciplina appena accennata, se applicata con le modalità che si esamineranno in seguito, rischia di limitare fortemente la portata delle misure di sostegno alle imprese nella crisi da Covid-19: *e.g.*, un’impresa valuterà con attenzione se comunicare alla banca di voler beneficiare della moratoria di cui all’art. 56 del Decreto Cura Italia, posto che l’applicazione di detta misura potrebbe assoggettarla al penetrante controllo dell’ente creditizio. Da subito, le associazioni di categoria si sono attivate presso le Autorità di vigilanza – Autorità Bancaria Europea *in primis* – per ottenere dei chiarimenti e una maggiore flessibilità in relazione all’applicazione della disciplina citata.<sup>11</sup> L’ABE è stata quindi chiamata ad operare un attento bilanciamento di interessi, o, più precisamente, di esigenze: da un lato, quella di stimolare la ripresa economica delle imprese attraverso il credito fornito dal sistema bancario; dall’altro, quella di evitare una erogazione del credito disaccorta ed un conseguente deterioramento delle esposizioni bancarie.<sup>12</sup> Il 2 aprile l’ABE ha quindi emanato degli orientamenti specifici sulle misure di moratoria, comunque utili a comprendere anche il trattamento prudenziale dei rifinanziamenti e delle esposizioni assistite da garanzia pubblica.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> Si v., *e.g.*, il par. 3 del citato Addendum *all’Accordo per il Credito 2019*: «è necessaria e urgente una modifica delle attuali e diverse disposizioni di vigilanza europee sul settore bancario anche con riguardo all’applicazione di misure di tolleranza (moratorie) da parte di banche e intermediari finanziari sui finanziamenti alle imprese, al fine di favorire la realizzazione di operazioni di sospensione o allungamento delle scadenze dei finanziamenti a imprese sane, con fondamentali solidi, danneggiate da situazioni eccezionali che ne limitano temporaneamente le possibilità operative. Al riguardo, l’ABI e le Associazioni di rappresentanza delle imprese firmatarie del presente Addendum si impegnano ad agire congiuntamente per sostenere tale richiesta presso le Istituzioni nazionali ed europee competenti». V., inoltre, ABI, *ABI scrive a Enria (SSM) e Campa (Eba)*, 12 marzo 2020 < <https://www.abi.it/Pagine/news/ABI-scrive-Enria.aspx> > ultimo accesso il 2 settembre 2020.

<sup>12</sup> A riguardo, si v. E. AVGOULEAS, *The EU framework dealing with non-performing exposures*, cit., p. 320, il quale individua tra le cause dell’aumento di esposizioni deteriorate in una banca «*crony lending where credit scoring and strict lending controls is sacrificed in favour of lending money to bank affiliates or government favored operations to further the economic interests of controlling shareholders or the political ends of an incumbent government*» (enfasi aggiunta). Vero è che le misure che qui ci occupano non sono collegate ad operazioni a sostegno di programmi di Governo “politici”, ma piuttosto al contenimento degli effetti economici negativi di una pandemia; tuttavia, non si può non considerare come la pressione del Governo sul sistema bancario ai fini del rilancio dell’economia possa portare comunque ad una gestione del credito disaccorta da parte degli enti creditizi.

<sup>13</sup> V. ABE, *Orientamenti sulle moratorie legislative e non legislative relative ai pagamenti dei prestiti*

---

## 2. La disciplina generale delle forbearance measures e delle forborne exposures e la sua applicabilità alle misure a sostegno delle imprese nel contesto di crisi da Covid-19

La regolamentazione relativa alle esposizioni deteriorate (*non-performing exposures*), alle misure di concessione (*forbearance measures*) e alle esposizioni che ne sono oggetto (*forborne exposures*), sopra citata, si articola su più livelli:<sup>14</sup> *i*) il quadro normativo generale è dato dagli artt. 47-bis *Esposizioni deteriorate*, 47-ter *Misure di concessione* e 47-quater *Deduzione per le esposizioni deteriorate* CRR,<sup>15</sup> i quali offrono un primo insieme di definizioni e di linee generali sul trattamento delle esposizioni, e regolano gli accantonamenti di capitale finalizzati alla copertura delle eventuali perdite dovute alle esposizioni in esame; *ii*) una normativa di secondo livello è stata emanata dalla Commissione con il regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014, il quale – all’Allegato V, come recentemente modificato dal regolamento di esecuzione (UE) n. 2020/429<sup>16</sup> – arricchisce la normativa di rango primario ai fini delle segnalazioni di vigilanza; *iii*) infine, ai regolamenti citati, si affiancano anche fonti cd. di “*soft law*” che, pur non strettamente vincolanti, contengono *standard*

---

*applicare alla luce della crisi Covid-19*, ABE/GL/2020/02, 2 aprile 2020 <<https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/guidelines-legislative-and-non-legislative-moratoria-loan-repayments-applied-light-covid-19-crisis>> ultimo accesso 20 giugno 2020. Peraltro, si consiglia anche la consultazione del testo inglese degli orientamenti, in quanto preceduto da un *report*, non presente nella versione italiana ma particolarmente utile a comprendere la *ratio* delle misure adottate dall’ABE. V. quindi ABE, *Final report – Guidelines on legislative and non-legislative moratoria on loan repayments applied in the light of the COVID-19 crisis*, 2 aprile 2020, consultabile all’indirizzo web sopra indicato.

<sup>14</sup> L’approccio legislativo seguito, in ragione della tecnicità della materia, è basato sul cd. “metodo Lamfalussy”, il quale vede Parlamento Europeo e Consiglio fissare un quadro normativo generale con un regolamento od una direttiva (cd. “primo livello”), e delegare alla Commissione la regolamentazione tecnica di specifici aspetti della materia (cd. “secondo livello”). Alle autorità di settore – in ambito bancario, l’Autorità Bancaria Europea – è poi affidato il compito di emanare orientamenti sulla corretta ed uniforme applicazione della normativa (cd. “terzo livello”). In tema v., *ex multis*, M. DE POLI, *Fundamentals of European Banking Law*, cit., pp. 55-58; e S. VUARLOT-DIGNAC e E. SIRACUSA, *The European System of Financial Supervision and in particular the European Securities and Markets Authorities*, in F. FABBRINI e M. VENTORUZZO (a cura di), *Research Handbook on EU Economic Law*, Edward Elgar, 2019, 399-400.

<sup>15</sup> Gli articoli citati sono stati introdotti nella CRR dal regolamento (UE) 2019/630, riforma che si inserisce in un più ampio quadro di armonizzazione internazionale circa il trattamento delle esposizioni in esame. Si v. infatti le recenti linee guida emanate da Comitato di Basilea: BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Guidelines: Prudential treatment of problem assets – definitions of non-performing exposures and forbearance*, 4 aprile 2017 <<https://www.bis.org/bcbs/publ/d403.htm>> ultimo accesso il 20 giugno 2020.

<sup>16</sup> Più precisamente, alle Sezz. 17 *Esposizioni deteriorate* e 18 *Esposizioni oggetto di misure di concessione* della Parte 2 *Istruzioni relative ai modelli* dell’Allegato V *Segnalazione delle informazioni finanziarie*, come recentemente modificato dal regolamento di esecuzione (UE) n. 2020/429.



---

applicativi e *best practice* particolarmente utili agli istituti di credito ai fini del trattamento prudenziale delle esposizioni in esame. Il riferimento è alle linee guida della BCE sui crediti deteriorati del 2017, e agli orientamenti dell'ABE sulla gestione di esposizioni deteriorate e oggetto di concessioni del 2018.<sup>17</sup>

Una misura di concessione (*forbearance measure*), secondo la definizione che se ne ricava dall'art. 47-ter, co. 1, CRR, si sostanzia in *i*) una modifica dei termini e delle condizioni dell'obbligazione debitoria, e/o in *ii*) un rifinanziamento, integrale o parziale, della stessa, accordati ad un debitore che ha incontrato o rischia di incontrare difficoltà nel rispettare i propri impegni. Le misure di moratoria, le garanzie pubbliche e i rifinanziamenti in esame – in ragione del *favor debitoris* che le connota, e delle loro caratteristiche intrinseche – sembrano rientrare perfettamente nella definizione appena riportata.<sup>18</sup>

Lo stato di difficoltà – attuale o previsto – del debitore è elemento dirimente per la qualificazione di una modifica dei termini contrattuali o di un rifinanziamento come misura di concessione. Ciò permette già una prima distinzione tra le misure di sostegno alle imprese nella crisi in corso: le stesse non sono *ex se* qualificabili come “*forbearance measures*”. Si pensi al caso di una impresa che, pur non risentendo delle conseguenze economiche negative della pandemia, abbia scelto di sfruttare i benefici della moratoria *ex art.* 56, co. 2, del Decreto Cura Italia, al fine di accumulare precauzionalmente liquidità, o di impiegare la stessa in nuove operazioni profittevoli. La moratoria applicata a detta impresa, non trovandosi questa in uno stato di difficoltà, non sarà qualificabile come “misura di concessione”.<sup>19</sup> In ogni caso, è la

---

<sup>17</sup> V. rispettivamente BCE, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*, marzo 2017 <[https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance\\_on\\_npl.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf)> ultimo accesso il 20 giugno 2020; BCE, *Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate*, marzo 2018 <[https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl\\_addendum\\_201803.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.it.pdf)> ultimo accesso il 20 giugno 2020; e ABE, *Orientamenti sulla gestione di esposizioni deteriorate e oggetto di concessioni*, ABE/GL/2018/06, 31 ottobre 2018 <<https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/guidelines-on-management-of-non-performing-and-forborne-exposures>> ultimo accesso il 20 giugno 2020. In argomento, si v. la bibliografia cit. in nt. 10, nonché, con specifico riferimento agli orientamenti dell'ABE, F. ARNABOLDI, *Risk and Regulation in Euro Area Banks: Completing the Banking Union*, Springer, 2019, pp. 38-49; F. CAPRIGLIONE, *Incidenza degli NPL sulla stabilità del sistema bancario. I possibili rimedi*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 3, parte I, 2018, pp. 233-235; e F. CALLEGARO, *La gestione delle non-performing e forborne exposures nelle nuove Linee Guida EBA in consultazione*, in *Diritto Bancario – Approfondimenti*, 2018 <<https://www.dirittobancario.it/approfondimenti/npl/la-gestione-delle-non-performing-e-forborne-exposures-nelle-nuove-linee-guida-eba-consultazione>> ultimo accesso il 20 giugno 2020.

<sup>18</sup> Peraltro, BCE ed ABE, nelle rispettive linee guida ed orientamenti, individuano anche varie misure di concessione “tipiche”, e tra queste figurano le moratorie dei pagamenti, le garanzie aggiuntive, i rifinanziamenti e i nuovi finanziamenti: v. BCE, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*, cit., pp. 46-49; e ABE, *Orientamenti sulla gestione di esposizioni deteriorate e oggetto di concessioni*, cit., Allegato 5 *Possibili misure di concessione*.

<sup>19</sup> Gli orientamenti dell'ABE del 2018 prendono espressamente in considerazione questa ipotesi, precisando che «I debitori possono richiedere modifiche delle condizioni contrattuali dei loro prestiti senza trovarsi o essere in procinto di trovarsi in difficoltà a rispettare i propri impegni finanziari» (par. 154), e che «Le esposizioni non dovrebbero essere considerate oggetto di concessioni in caso di concessioni riconosciute a debitori che non si trovano in difficoltà finanziarie» (par. 152).



---

banca a dover valutare lo stato di difficoltà attuale o futuro dell'impresa, seguendo le proprie metodologie interne.<sup>20</sup>

Il fine di una *forbearance measure* è, quindi, evitare che una esposizione possa essere classificata come deteriorata, oppure riportare *in bonis* una già classificata come deteriorata,<sup>21</sup> evitando così non solo eventuali perdite (o comunque riducendole), ma anche azioni legali di recupero del credito, escussioni di garanzie, *etc.*<sup>22</sup> A riguardo, peraltro, va notato come sia il legislatore italiano sia l'Associazione Bancaria Italiana escludano dal beneficio delle misure di concessione in sostegno alla ripresa post-Covid-19 quelle imprese le cui esposizioni siano già state classificate come deteriorate prima della crisi pandemica.<sup>23</sup> Vero è, tuttavia, che un istituto di credito potrebbe comunque autonomamente optare di disporre misure di moratoria o di rifinanziamento nei confronti di dette imprese, con la differenza che tali misure non seguiranno lo specifico regime di deroga causa Covid-19 di cui si dirà a breve.<sup>24</sup> Prima di esaminare detto regime di deroga, pare opportuno analizzare più attentamente quello tradizionale, che le banche dovrebbero applicare in un contesto di normale operatività.

L'ente creditizio, prima di accordare la misura di concessione, è tenuto a valutare la capacità di rimborso del debitore, esaminando attentamente la situazione finanziaria dello stesso, il suo indebitamento complessivo, la capacità di assicurare il *servicing*

---

<sup>20</sup> Peraltro, l'art. 47-ter, co. 3, individua delle situazioni al ricorrere delle quali ci si *potrebbe* trovare in presenza di misure di concessione e, quindi, di uno stato di difficoltà del debitore (*e.g.*, ritardi nei pagamenti di oltre 30 giorni, *etc.*): trattasi infatti di presunzioni relative, come espressamente affermato dal par. 254, sez. 18, Parte 2, Allegato V al regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014.

<sup>21</sup> Così BCE, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*, cit., p. 44. Più precisamente, una esposizione è classificata come deteriorata quando: *i*) essa è rilevante e scaduta da oltre 90 giorni; o *ii*) è considerato improbabile che il debitore adempia integralmente alle proprie obbligazioni senza l'escussione di garanzie, indipendentemente dall'esistenza di importi scaduti o dal numero di giorni di arretrato (così il par. 213, sez. 17, Parte 2, Allegato V al regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014). La definizione appena riportata, come si vedrà a breve, è particolarmente simile a quella di *default*, di cui si dirà a breve. L'art. 47-bis, co. 3, CRR, peraltro, offre una definizione più ampia di "esposizione deteriorata", utile non alle segnalazioni di vigilanza come quella appena riportata, ma alle deduzioni degli elementi di CET 1: sul punto si tornerà più nello specifico in seguito. Si noti, infine, che il concetto di "esposizione" deteriorata è più ampio di quello di "credito" deteriorato, in quanto comprensivo anche di esposizioni fuori bilancio e strumenti di debito (sul punto si v. R. OLIVARES-CAMINAL e A. MIGLIONICO, *Non-performing Loans: Challenges and Options for banks and Corporations*, cit., 25).

<sup>22</sup> Come sottolineato da E. MONTANARO, *Non-performing loans and the European Union legal framework*, p. 231.

<sup>23</sup> Si v. gli artt. 56, co. 4, del Decreto Cura Italia, e 1, co. 2, lett. *b*) del Decreto Liquidità, nonché il par. 3 del *Secondo Addendum all'Accordo per il Credito 2019*.

<sup>24</sup> Non solo: mentre la richiesta di beneficiare – *rectius*, la semplice comunicazione di voler beneficiare – di moratoria formulata da un'impresa senza esposizioni deteriorate prima della crisi ad una banca ai sensi dell'art. 56, co. 2, del Decreto Cura Italia, vincola la banca all'applicazione della moratoria; la richiesta di un'impresa con esposizioni deteriorate già da prima della crisi in essere, non vincola in alcun modo la banca. Per quanto riguarda i rifinanziamenti poi, l'impresa le cui esposizioni erano già classificate come deteriorate, quand'anche riesca ad ottenere un rifinanziamento, non potrà beneficiare della garanzia SACE.

---

del debito, *etc.*<sup>25</sup> Valutazione che, peraltro, nel contesto che qui ci occupa, pare già compromessa dalla capacità della mera comunicazione dell'impresa alla banca di voler beneficiare della moratoria *ex art. 56* del Decreto Cura Italia di vincolare la banca stessa alla concessione.<sup>26</sup>

Nel caso in cui la banca decida di applicare una misura di concessione ad un'esposizione, questa è assoggettata ad un periodo cd. "di prova"<sup>27</sup> della durata di almeno due anni, durante il quale l'impresa debitrice è sottoposta ad un'attività di monitoraggio particolarmente invasiva da parte della banca.<sup>28</sup> Non solo: il periodo di prova può durare oltre tre anni nel caso in cui l'esposizione beneficiaria della misura sia *non-performing*.<sup>29</sup> Durante il periodo di prova, come anticipato, la banca opera un

---

<sup>25</sup> V. ABE, *Orientamenti sulla gestione di esposizioni deteriorate e oggetto di concessioni*, cit., par. 140. Detta valutazione – come peraltro l'intera disciplina in esame – è finalizzata ad evitare che gli istituti di credito concedano misure di concessione al solo scopo di ritardare l'emersione – o, meglio, il riconoscimento – di una perdita. Non solo, la disciplina in esame «*should be used as an effective tool for credit risk management*» (V. E. MONTANARO, *Non-performing loans and the European Union legal framework*, cit., p. 231).

<sup>26</sup> Dalla lettera dell'art. 56, infatti, sembrerebbe che la banca possa rifiutarsi di concedere la garanzia solo nei casi in cui l'impresa non presenti i requisiti soggettivi previsti dallo stesso articolo (non sia cioè una micro, piccola o media impresa ai sensi della raccomandazione della Commissione n. 2003/361/CE, avente sede in Italia), oppure essa ometta di presentare l'autocertificazione relativa alle temporanee carenze di liquidità conseguenti alla pandemia, o, infine, essa presenti esposizioni deteriorate alla data di entrata in vigore del Decreto Cura Italia (*i.e.*, il 17 marzo 2020). Peraltro, la banca potrebbe anche rifiutarsi di concedere la moratoria legislativa avendo accertato che le carenze di liquidità dell'impresa non siano temporanee ma strutturali. Una maggiore flessibilità circa lo stato di difficoltà dell'impresa, invece, sembra essere accordata dal par. 4 dell'Addendum *all'Accordo per il Credito 2019*: «è estesa l'applicazione della misura "Imprese in Ripresa 2.0" di cui all'Accordo per il Credito 2019, ai finanziamenti in essere al 31 gennaio 2020 erogati in favore delle imprese danneggiate dall'emergenza epidemiologica "COVID-19"» (enfasi aggiunta).

<sup>27</sup> È il cd. "*probation period*". In argomento, si v., *ex multis*, M. COTUGNO, *Gestione e valutazione dei Non Performing Loans*, Franco Angeli, 2018 pp. 23-36, spec. pp. 30-31.

<sup>28</sup> Più precisamente, una esposizione *in bonis* oggetto di una misura di concessione cessa di essere classificata come "*forborne*" se: *i*) è considerata *in bonis*, anche quando è stata tolta dalla categoria delle esposizioni deteriorate dopo che, da un'analisi della situazione finanziaria del debitore, è emerso che non soddisfaceva più le condizioni per essere classificata come "deteriorata" (v. a breve); *ii*) è trascorso un periodo minimo di due anni dalla data in cui l'esposizione è stata considerata *in bonis*; *iii*) sono stati fatti pagamenti regolari di più di un importo aggregato insignificante di capitale o interessi durante almeno la metà del periodo di prova; *iv*) nessuna delle esposizioni verso il debitore è scaduta da più di 30 giorni alla fine del periodo di prova. Se dette condizioni non sono soddisfatte alla fine del periodo di prova, l'esposizione continua ad essere classificata come "esposizione *forborne in bonis*" e ad essere in prova fino a quando sono soddisfatte tutte le condizioni, le quali son valutate su base trimestrale (così i parr. 256-257, sez. 18, Parte 2, Allegato V al regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014).

<sup>29</sup> In particolare, una esposizione *forborne* deteriorata, cessa di essere classificata come "deteriorata" quando: *i*) la stessa non presenta più le condizioni sopra indicate per essere classificata come "deteriorata"; *ii*) è trascorso almeno un anno dalla data in cui è stata accordata la misura di concessione o – se precedente – dalla data in cui l'esposizione è stata classificata come "deteriorata"; e *iii*) dopo l'applicazione della misura di concessione non vi sono importi in arretrato, e la banca, sulla base dell'analisi della situazione finanziaria del debitore, ritiene che verosimilmente lo stesso sarà in grado di sostenere il rimborso integrale dell'esposizione alla scadenza. Se le condizioni indicare non sono soddisfatte alla fine del periodo di un anno, l'esposizione continua ad essere classificata come "*forborne non-performing*" fino a quando non siano soddisfatte tutte le condizioni,

---

penetrante controllo sul rispetto da parte del debitore degli obiettivi prefissati al momento della concessione: *e.g.*, adempimenti, rispetto di determinati indicatori finanziari, *etc.*<sup>30</sup> A tal fine, sia prima della concessione sia per tutta la durata del periodo di prova, la banca raccoglierà dall'impresa una vasta serie di informazioni e documenti, quali, a mero titolo esemplificativo: *i)* copia dell'ultimo bilancio sottoposto a revisione e/o di gestione; *ii)* una verifica degli elementi variabili del reddito corrente; *iii)* informazioni circa l'indebitamento complessivo; *v)* copia del piano industriale; *vi)* una previsione dei flussi di cassa; *vi)* ultima perizia indipendente su qualsiasi bene immobile ipotecato a garanzia del credito; *vii)* i dati finanziari storici; *etc.*<sup>31</sup>

Se pare verosimile che la banca sia in grado di ottenere la documentazione appena elencata nell'ambito di un rifinanziamento garantito da SACE, più controverso è – ancora una volta – il caso di moratoria *ex art. 56* del Decreto Cura Italia: al momento della comunicazione di volerne beneficiare, infatti, l'impresa dovrà solo allegare un'autocertificazione in cui l'impresa afferma di aver subito carenze temporanee di liquidità a conseguenza diretta della diffusione dell'epidemia da Covid-19 (*ex art. 56, co. 3, del Decreto Cura Italia*).

Ciò premesso sulla disciplina generale delle *forbearance measures*, pare ora opportuno esaminare come la stessa si applichi alle misure a sostegno delle imprese nel contesto Covid-19 alla luce degli orientamenti dell'ABE dello scorso 2 aprile. Questi si focalizzano prevalentemente sulle misure di moratoria, prevedendo che le stesse non debbano considerarsi come "*forbearance measures*" al ricorrere di – tutte – le seguenti condizioni:<sup>32</sup>

*i)* La moratoria si basa sulla legislazione nazionale<sup>33</sup> o su un'iniziativa di carattere

---

valutate almeno su base trimestrale (così l'art 37-*bis*, co. 6, CRR, ma si v. anche i parr. 231-232, sez. 17, Parte 2, Allegato V al regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014). Una volta considerata come non deteriorata, l'esposizione viene quindi considerata "*forborne in bonis*" ed assoggettata ad un ulteriore periodo di prova fino a che non siano soddisfatte le seguenti condizioni: *i)* sono trascorsi almeno due anni da quando l'esposizione è stata riclassificata da "deteriorata" a "*in bonis*"; *ii)* sono stati effettuati pagamenti regolari e a scadenza per almeno la metà del periodo in cui l'esposizione è in prova, con conseguente pagamento di un sostanziale importo aggregato di capitale o interessi; *iii)* nessuna delle esposizioni verso il debitore è scaduta da oltre 30 giorni. Se tali condizioni non sono soddisfatte alla fine del periodo di due anni, l'esposizione continua ad essere classificata come "*forborne in bonis*" e ad essere in prova fino a quando sono soddisfatte tutte le condizioni, anche in tal caso valutate su base trimestrale (così l'art 37-*bis*, co. 7 CRR, ma si v. anche i parr. 256-257, sez. 18, Parte 2, Allegato V al regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014).

<sup>30</sup> Infatti, «Il contratto e la documentazione relativi a una misura di concessione dovrebbero includere un calendario ben definito degli obiettivi del debitore con una specificazione dettagliata degli obiettivi necessari che il debitore deve raggiungere per rimborsare il prestito lungo la durata del contratto» (così ABE, *Orientamenti sulla gestione di esposizioni deteriorate e oggetto di concessioni*, cit., par. 140).

<sup>31</sup> V., più nel dettaglio, BCE, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*, cit., Allegato 6 *Valutazione delle disponibilità finanziarie dei debitori al dettaglio e societari*, p. 129.

<sup>32</sup> V. ABE, *Orientamenti sulle moratorie legislative e non legislative relative ai pagamenti dei prestiti applicate alla luce della crisi Covid-19*, cit., par. 10.

<sup>33</sup> È la cd. "moratoria legislativa", come quella prevista dall'art. 56 del Decreto Cura Italia.

---

non legislativo.<sup>34</sup> In quest'ultimo caso deve prevedere una riduzione dei pagamenti promossa da un ente creditizio nel quadro di un regime di moratoria a livello industriale o settoriale, concordato o coordinato all'interno del settore bancario o in una parte significativa dello stesso,<sup>35</sup> eventualmente di concerto con le autorità pubbliche, di modo che la partecipazione a tale regime sia aperta, e che in tale ambito gli enti creditizi interessati adottino misure di riduzione dei pagamenti analoghe tra loro.

*ii)* La moratoria si applica ad un vasto gruppo di debitori, comunque predefinito sulla base di ampi criteri,<sup>36</sup> «laddove un criterio utile a stabilire l'ambito di applicazione della moratoria dovrebbe consentire a un debitore di trarre vantaggio dalla moratoria *senza che il suo merito di credito sia sottoposto a valutazione*» (enfasi aggiunta).<sup>37</sup> A differenza del legislatore e dell'ABI, si noti, l'ABE non esclude *in toto* dalle misure di concessione i debitori già in difficoltà prima della crisi pandemica, ma si limita a stabilire che le misure di moratoria non dovrebbero essere rivolte nei soli confronti di costoro.

*iii)* La moratoria prevede solo modifiche al piano dei pagamenti – *e.g.*, sospendendo, posticipando o riducendo i pagamenti del capitale, degli interessi o delle rate complete – per un periodo di tempo limitato predefinito. Viene da chiedersi se la concessione di una garanzia pubblica costituisca una modifica dei termini contrattuali tale da far venir meno il rispetto della condizione in esame: la risposta pare negativa, sia su espressa indicazione dell'ABE,<sup>38</sup> sia sulla base della *ratio* di questa stessa condizione, la quale sembra riguardare quelle modifiche contrattuali che comportino uno sfavore per la banca,<sup>39</sup> non un beneficio per la stessa (come, appunto, una garanzia).

---

<sup>34</sup> Quale quella prevista da ABI, *Accordo per il Credito 2019*, cit., come recentemente rinnovato.

<sup>35</sup> Non sembrerebbero quindi rientrare entro detto regime le misure accordate a seguito di trattative *peer to peer*, o comunque totalmente estranee al citato *Accordo per il Credito 2019*. A riguardo, peraltro, si v. il *Secondo Addendum all'Accordo per il Credito 2019*, il quale espressamente prevede che «Resta ferma la possibilità per le banche di offrire modalità e soluzioni operative con effetti equivalenti o migliorativi per le imprese beneficiarie, rispetto a quelle previste dal presente Addendum» (par. 5), e che comunque «Si intendono ricomprese e coperte dal presente Addendum eventuali iniziative che singole banche abbiano avviato precedentemente alla sua adozione, con caratteristiche analoghe e rispondenti alle Linee guida EBA del 2 aprile 2020».

<sup>36</sup> Quali, a titolo esemplificativo, la classe e la sottoclasse di esposizione (mutui, *leasing*, linee di credito...), il settore industriale (turistico, trasporti... o microimprese, PMI...), la posizione geografica del debitore (zone «rosse», zone «arancioni»...), *etc.*

<sup>37</sup> L'inciso implica che il merito creditizio del creditore non potrà essere assunto a criterio per la concessione della moratoria. Tuttavia, come si dirà meglio a breve, l'ente creditizio non potrà comunque astenersi dal valutare il merito e, più in generale, lo stato di salute dell'impresa stessa al momento della concessione della moratoria e durante la stessa.

<sup>38</sup> V. ABE, *Final report – Guidelines on legislative and non-legislative moratoria on loan repayments applied in the light of the COVID-19 crisis*, cit., par. 25: «*the EBA is aware that some general payment moratoria are accompanied by the public guarantees offered in the response to the COVID-19 pandemic. The application of such guarantee associated to the moratorium is not considered to change the terms and conditions of the loan, regardless the way these guarantees are treated under the applicable accounting framework*».

<sup>39</sup> Come, *e.g.*, una modifica del tasso d'interesse.

---

*iv)* La moratoria è applicabile a tutte le esposizioni dell'ente che soddisfino le condizioni di applicabilità della stessa,<sup>40</sup> ed offre a tutte le esposizioni che ne sono soggette le medesime condizioni per la modifica al piano dei pagamenti (anche se l'applicazione della moratoria non è obbligatoria per i debitori).<sup>41</sup>

*v)* La moratoria non si applica ai nuovi contratti di prestito concessi dopo la data del suo annuncio.

*vi)* la moratoria è stata avviata per far fronte alla pandemia di Covid-19 e applicata prima del 30 settembre 2020.<sup>42</sup>

Se le condizioni citate sono soddisfatte l'esposizione *non dovrebbe* essere classificata come "*forborne*".<sup>43</sup> L'ABE, correttamente, utilizza il condizionale dal momento che i suoi orientamenti non sono vincolanti e, quindi, un istituto di credito potrebbe optare di discostarsi dagli stessi al ricorrere di giustificati motivi: *e.g.*, l'ente creditizio potrebbe accordare la moratoria all'impresa ma classificarne comunque prudenzialmente l'esposizione come "*forborne*" in ragione del grave stato di difficoltà della stessa.

Gli orientamenti dell'ABE non esonerano infatti la banca a valutare lo stato di salute dell'impresa – e, in particolare, l'eventuale stato di *default* dell'esposizione<sup>44</sup> – sia al momento di concessione della moratoria stessa, che per tutta la sua durata e, pure, alla sua conclusione. Pertanto, se da un lato, la stringente disciplina sulle *forborne exposures* non trova completa applicazione, dall'altro l'ente creditizio non è *in toto* esonerato dal monitorare lo stato dell'impresa beneficiaria della moratoria e delle esposizioni della stessa.<sup>45</sup> Non solo, in ogni caso, l'eventuale concessione di garan-

---

<sup>40</sup> A riguardo, v. anche ABE, *Orientamenti sulle moratorie legislative e non legislative relative ai pagamenti dei prestiti applicate alla luce della crisi Covid-19*, cit., par. 11.

<sup>41</sup> Questo sembrerebbe ulteriormente confermare l'esclusione delle moratorie accordate *peer to peer* dallo scopo degli orientamenti dell'ABE.

<sup>42</sup> Si noti che il termine originale al 30 giugno è stato recentemente esteso al 30 settembre: v. EBA, *EBA extends deadline for the application of its Guidelines on payment moratoria to 30 September*, 18 giugno 2020 < <https://eba.europa.eu/eba-extends-deadline-application-its-guidelines-payment-moratoria-30-september> > ultimo accesso il 20 giugno 2020.

<sup>43</sup> ABE, *Orientamenti sulle moratorie legislative e non legislative relative ai pagamenti dei prestiti applicate alla luce della crisi Covid-19*, cit., par. 11.

<sup>44</sup> ABE, *Orientamenti sulle moratorie legislative e non legislative relative ai pagamenti dei prestiti applicate alla luce della crisi Covid-19*, cit., par. 13-16. La nozione di *default* è data dall'art. 178 *Default del debitore* CRR, il quale, al co. 1, afferma che si considera intervenuto un *default* in relazione a un particolare debitore allorché *i)* l'ente creditizio giudica improbabile che, senza il ricorso ad azioni quale l'escussione delle garanzie, il debitore adempia integralmente alle proprie obbligazioni (cd. "inadempimento probabile", "probabile inadempimento", o ancora, "*unlikelihood to pay*") ; o *ii)* il debitore è in arretrato da oltre 90 giorni su una propria obbligazione (cd. "esposizioni *past due*"). In argomento v. anche ABE, *Orientamenti sull'applicazione della definizione di default ai sensi dell'articolo 178 del regolamento (UE) n. 575/2013*, EBA/GL/2016/07, 18 gennaio 2017 <<https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/guidelines-on-the-application-of-the-definition-of-default>> ultimo accesso il 20 giugno 2020.

<sup>45</sup> La *ratio* di un simile regime di deroga "parziale" è chiamante ricavabile dal par. 14 degli Orientamenti del 2 aprile scorso: «Laddove vengano effettuate valutazioni manuali [sull'improbabile adempimento] dei singoli debitori, gli enti dovrebbero conferire priorità alla valutazione dei debitori per i quali è più probabile che *gli effetti della pandemia di Covid-19 si trasformino in insolvenza o difficoltà*



---

zie – anche pubbliche – non dovrebbe esentare la banca dal valutare l'improbabile adempimento del debitore né influire sui risultati della valutazione.<sup>46</sup>

Esaminato il trattamento delle moratorie, pare opportuno esaminare quello dei rifinanziamenti (specie di quelli assistiti da garanzia). Gli orientamenti dell'ABE non dispongono una deroga analoga a quella prevista per le moratorie, ma si limitano a stabilire che «Nel caso in cui gli enti concedano nuovi prestiti ai debitori soggetti a una moratoria generale di pagamento, ciò non comporta automaticamente una ri-classificazione delle esposizioni come «forborne». Tuttavia, la classificazione dovrebbe essere valutata caso per caso conformemente all'articolo 47 *ter* del regolamento (UE) n. 575/2013».<sup>47</sup> Il paragrafo riportato, pur prendendo in esame solo il rifinanziamento offerto ad un debitore già beneficiario di moratoria, pare applicabile anche all'ipotesi meno critica – almeno sul piano teorico – del rifinanziamento concesso ad un debitore che non abbia beneficiato di detta misura.<sup>48</sup>

Differentemente dalla concessione di una misura di moratoria, l'ente creditizio non potrà derogare alle proprie metodologie di erogazione del credito – *i.e.*, accertamento del merito creditizio, individuazione degli obiettivi di *servicing* del credito, *etc.* – e agli *standard* attesi dalle Autorità di vigilanza sul trattamento delle esposizioni *forborne*, o, se lo farà, dovrà darne adeguata motivazione ed adottare le dovute cautele. Sul punto l'ABE è particolarmente chiara: «*It has to be stressed that institutions are allowed and encouraged to grant new lending to both new and existing clients during the application of the moratorium. However, it is expected that this new lending will follow the normal credit policies and will be based on the assessment of the creditworthiness of the clients, and will take into account any possible associated public guarantees*» (enfasi aggiunta).<sup>49</sup> La *ratio* di una simile scelta dell'ABE è da individuarsi sulla diversa portata di una moratoria, che essenzialmente si sostanzia in una posticipazione dei pagamenti, rispetto a quella di un nuovo credito, che coinvolge nuova finanza, sia privata (*i.e.*, della banca) sia pubblica (laddove il rifinanzia-

---

*finanziarie a più lungo termine*». L'Autorità Bancaria Europea vuole infatti impedire che gli enti creditizi rilassino eccessivamente i propri sistemi di controllo, sottovalutando l'evolversi di situazioni di difficoltà inizialmente non particolarmente gravi in scenari più critici, o che agiscano negligenzemente nei confronti di esposizioni già fortemente compromesse. Sul punto, v., recentemente, C. BRESCIA MORRA, *Lending activity in the time of coronavirus*, in W.G. RINGE e C. GORTSOS (a cura di), *Pandemic Crisis and Financial Stability*, EBI e-Book Series, pp. 391-410 <<https://ebi-europa.eu/wp-content/uploads/2020/05/Gortsos-Ringe-eds-Pandemic-Crisis-and-Financial-Stability-2020-final.pdf>> ultimo accesso il 2 settembre 2020.

<sup>46</sup> Così ABE, *Orientamenti sulle moratorie legislative e non legislative relative ai pagamenti dei prestiti applicate alla luce della crisi Covid-19*, cit., par. 16.

<sup>47</sup> Così ABE, *Orientamenti sulle moratorie legislative e non legislative relative ai pagamenti dei prestiti applicate alla luce della crisi Covid-19*, cit., par. 12.

<sup>48</sup> Per completezza, pare opportuno rimarcare come una moratoria non possa essere invece estesa a finanziamenti erogati successivamente alla concessione della moratoria stessa. V. anche ABE, *Final report – Guidelines on legislative and non-legislative moratoria on loan repayments applied in the light of the COVID-19 crisis*, cit., par. 26.

<sup>49</sup> Così ABE, *Final report – Guidelines on legislative and non-legislative moratoria on loan repayments applied in the light of the COVID-19 crisis*, cit., par. 27.



---

mento sia assistito, *e.g.*, dalla garanzia di SACE). È evidente come i rischi connessi al rifinanziamento siano ben maggiori di quelli connessi ad una moratoria, sicché l'ABE ha prudenzialmente deciso di non derogare – almeno *in toto* – alla disciplina sulle *forborne exposures*, ma di rimettere, caso per caso, la scelta agli istituti di credito stessi. Questi, di conseguenza, saranno chiamati ad un'attenta applicazione delle proprie procedure interne, probabilmente ancora più accorta che in una situazione di ordinaria operatività, ed eventualmente a riadattarle alle specifiche caratteristiche della crisi in essere.

## 2.1. Garanzia pubblica sulle esposizioni deteriorate e requisiti di capitale: brevi cenni

Come anticipato, le misure a sostegno delle imprese colpite dalla crisi da Covid-19 finora indicate non dovrebbero essere concesse ad un'impresa le cui esposizioni erano già classificate come deteriorate prima della crisi; potrebbero invece esser accordate, con le dovute cautele, ad imprese le cui esposizioni siano state classificate come “deteriorate” a seguito della crisi. La classificazione di un'esposizione come “deteriorata”, come anticipato, ha conseguenze particolari ai fini del computo dei fondi propri della banca: *i.e.*, l'art. 36, co. 1, lett. *m*), *Deduzioni dagli elementi del capitale primario di classe 1 CRR*, impone agli istituti di credito di dedurre dagli elementi di CET 1 «l'importo applicabile della copertura insufficiente per le esposizioni deteriorate»: <sup>50</sup> trattasi dei cd. “accantonamenti”.

È evidente come l'applicazione di una simile disciplina – che attiene più direttamente alle regole in materia di requisiti di capitale, che alla gestione del credito – <sup>51</sup> rischi comunque di limitare la flessibilità richiesta dagli enti creditizi per operare come motore di rilancio dell'economia nella crisi in corso.

---

<sup>50</sup> Il metodo di calcolo di detto importo è precisato all'art. 47 *quater* CRR. In particolare, l'ente è tenuto a sommare la parte garantita – se è presente una garanzia – e quella non garantita di ciascuna esposizione deteriorata, moltiplicando ciascuna parte per i coefficienti indicati ai co. 2 e 3 dell'art. citato. All'importo così ottenuto sono quindi sottratti alcuni valori precisati alla lett. *b*) del co. 1 (*e.g.*, rettifiche di valore sul credito, gli importi cancellati da quanto l'esposizione è classificata come deteriorata, *etc.*). Come anticipato, inoltre, la definizione di esposizione deteriorata qui differisce rispetto a quella indicata in nt. 21. Essa è offerta dall'art. 47-*bis*, co. 2, CRR, ai sensi del quale sono deteriorate: *i*) le esposizioni in relazione alle quali si ritiene che sia intervenuto un *default* (*v. supra*); *ii*) quelle che si ritiene abbiano subito una riduzione di valore ai sensi della disciplina contabile applicabile; *iii*) quelle in prova, qualora siano state accordate misure di concessione aggiuntive o qualora siano scadute da oltre 30 giorni; *iv*) quelle in forma di impegno che, qualora utilizzato o altrimenti attivato, non verrebbe probabilmente rimborsato in modo integrale senza escussione delle garanzie reali; *v*) quelle sotto forma di garanzia finanziaria che sarebbe probabilmente attivata dalla parte garantita. Circa le varie sfumature della definizione di esposizione deteriorata si v. poi F. SARTORI, *Sul “diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)”*: linee dell'evoluzione normativa, in *Rivista di Diritto Bancario*, n. IV, sez. I, pp.675-676.

<sup>51</sup> Come sottolineato da A. MIGLIONICO, *The SSM and the prudential regime of non-performing loans*, cit., p. 203, le deduzioni sopra citate (cd. “*loan loss provisioning*”) sono finalizzate a consentire alla banca di far fronte alle perdite attese conseguenti alla propria attività di erogazione del credito.

---

Un'espedito "ingegnoso" è stato adottato dal Governo italiano il quale ha sfruttato i benefici dell'art. 47-*quater*, co. 4, CRR (nella sua formulazione antecedente all'adozione del regolamento (UE) n. 2020/873: v. a breve), attribuendo a SACE il ruolo di garante dei finanziamenti a sostegno delle imprese. Il comma citato infatti applica per sette anni un fattore pari a zero alla parte di esposizione garantita ai fini del calcolo dell'importo di copertura per le esposizioni deteriorate (v. *supra*), laddove la garanzia sia prestata da un'agenzia ufficiale per il credito all'esportazione (quale è SACE).<sup>52</sup>

Sul punto, poi, si è espressa la BCE favorendo<sup>53</sup> l'estensione del trattamento suddetto di cui all'art. 47-*quater*, co. 4, CRR, anche agli altri finanziamenti supportati da garanzia pubblica. La linea promossa dalla BCE è stata accolta dal legislatore europeo, che, con il regolamento (UE) n. 2020/873, ha modificato l'art. 47-*quater* CRR, estendendo il trattamento preferenziale di cui al co. 4 anche alle garanzie fornite da amministrazioni centrali e banche centrali, amministrazioni regionali e autorità locali, banche multilaterali di sviluppo, *etc.* La deroga alla rigorosa disciplina sugli accantonamenti va qui salutata con favore e pare coerente con la linea di vigilanza intrapresa delle Autorità di settore, *i.e.*, assicurare una certa flessibilità alle banche nell'erogazione del credito,<sup>54</sup> senza, tuttavia, derogare ai sistemi di controllo utili a monitorare la qualità del credito stesso.<sup>55</sup> Tuttavia, pare opportuno notare come l'originaria proposta di modifica della CRR<sup>56</sup> prevedesse l'estensione della deroga alla disciplina sugli accantonamenti alle garanzie pubbliche fornite «nell'ambito di misure di sostegno a favore dei debitori *nel contesto della pandemia di Covid-19*» (enfasi aggiunta). Il riferimento al contesto della pandemia, nel regolamento adottato (almeno nella citata modifica all'art. 47-*quater*, co. 4, CRR), non è stato ripreso, con il rischio di aprire la strada ad un uso "distorto" delle garanzie pubbliche, volto ad eludere la disciplina sugli accantonamenti.

---

<sup>52</sup> Invero, il legislatore italiano pare aver eluso la *ratio* della disposizione in esame. Infatti, scopo dell'art. 47-*quater*, co. 4, CRR sembrerebbe quello di voler stimolare il credito all'esportazione garantendo una certa flessibilità in tema di requisiti di capitale per quanto riguarda le esposizioni deteriorate garantite da un'agenzia del settore, non di assicurare detta flessibilità ad ogni tipo di esposizione – indipendentemente dal fine della stessa – garantita da un'agenzia per il credito all'esportazione.

<sup>53</sup> V. ECB, *FAQs on ECB supervisory measures in reaction to the coronavirus*, 3 aprile 2020 <[https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200320\\_FAQs~a4ac38e3ef.en.html](https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200320_FAQs~a4ac38e3ef.en.html)> ultimo accesso il 20 giugno 2020.

<sup>54</sup> «Affinché le misure di sostegno straordinarie adottate per attenuare l'impatto della pandemia di Covid-19 siano pienamente efficaci nel preservare la tenuta del settore bancario e incentivare gli enti a continuare a erogare prestiti, è necessario che l'effetto di attenuazione di tali misure abbia un riflesso immediato nel modo in cui sono determinati i requisiti patrimoniali regolamentari» (così il considerando n. 18 della proposta di regolamento citata alla nt. precedente).

<sup>55</sup> In tal senso, si v. anche A. BROZZETTI, *La risposta europea al Covid-19: un excursus sull'operato delle istituzioni politiche e delle autorità creditizie (con un cenno ai rischi per la "safety net" di sistema)*, cit., p. 11.

<sup>56</sup> V. Commissione, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) n. 575/2013 e (UE) 2019/876 per quanto riguarda gli adeguamenti in risposta alla pandemia di Covid-19*, COM (2020) 310 final, 28 aprile 2020 <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:52020PC0310>> ultimo accesso il 17 agosto 2020.

---

### 3. Conclusioni e nodi irrisolti

Alla luce di quanto finora esposto, sembra essere stato trovato un buon punto di equilibrio tra l'esigenza di garantire l'efficacia delle misure di sostegno alle imprese accordate dagli istituti di credito nel contesto di crisi in corso, e la necessità di mantenere dei presidi adeguati contro il deterioramento del credito.

Una deroga totale alla disciplina sulle *non-performing exposures*, sulle *forbearance measures* e sulle *forborne exposures* avrebbe rischiato di favorire o stimolare condotte negligenti degli enti creditizi, di portare ad un deterioramento delle esposizioni nel lungo termine, con la conseguenza che, al superamento della crisi economica da Covid-19, ne sarebbe potuta seguire una finanziaria simile a quella del 2008.

In ogni caso, la linea adottata dalle Autorità andrà necessariamente aggiornata prima della scadenza delle moratorie<sup>57</sup> e sviluppata con l'evolversi della pandemia. Inoltre, viene da chiedersi se, nel lungo termine, non sia opportuno che gli istituti di credito predispongano dei sistemi di controllo specifici per le esposizioni oggetto di misure di concessione accordate per far fronte alla crisi in corso. Questo in ragione del principio di proporzionalità che dovrebbe governare la sana e prudente gestione dei rischi.<sup>58</sup> Dal lato della vigilanza, invece, uno specifico sistema di *monitoring* e *reporting* è stato attivato dai recenti orientamenti dell'ABE sulle segnalazioni ai fini di vigilanza,<sup>59</sup> i quali impongono agli enti creditizi di segnalare alle rispettive Autorità di vigilanza: *i*) le esposizioni beneficiarie di moratoria non classificate come "*forborne*" (perché rispondenti alle condizioni previste dagli orientamenti dell'ABE del 2 aprile); *ii*) le esposizioni comunque beneficiarie di una *forbearance measure* applicata in conseguenza della pandemia in essere; e *iii*) le nuove esposizioni soggette a garanzia pubblica accordate in conseguenza della crisi.

Infine, per quanto concerne sempre l'efficacia delle misure stesse, viene da chiedersi come lo stimolo alla concessione di nuova finanza – magari assistita da garanzia pubblica – possa coniugarsi con l'accertamento relativo al probabile inadempimento dell'impresa – specie laddove dallo stesso emerge che l'impresa sarebbe verosimilmente inadempiente senza l'escussione della garanzia –, capace di attenuare fortemente la flessibilità promessa e promossa dalle Autorità. La scelta pare comunque coerente con la suddetta esigenza di evitare una gestione del credito disaccorta, o addirittura negligente, con i noti rischi alla stessa conseguenti.

---

<sup>57</sup> V. M. Bodellini e P. Lintner, *The Impact of the COVID-19 Pandemic on Credit Institutions and the Importance of Effective Bank Crisis Management Regimes*, in *Law and Economics Yearly Review*, vol. 9, fasc. 1., 2020, p. 189 <[http://www.laweconomicsyearlyreview.org.uk/Law\\_and\\_Economics\\_Yearly\\_Review\\_LEYR\\_Journal\\_vol\\_9\\_part\\_1\\_2020.pdf](http://www.laweconomicsyearlyreview.org.uk/Law_and_Economics_Yearly_Review_LEYR_Journal_vol_9_part_1_2020.pdf)> ultimo accesso il 17 agosto 2020.

<sup>58</sup> A riguardo, v. M. DE POLI, *Fundamentals of European Banking Law*, cit., p. 141.

<sup>59</sup> V. ABE, *Guidelines on reporting and disclosure of exposures subject to measures applied in response to the COVID-19 crisis*, EBA/GL/2020/07, 2 giugno 2020, e relativi allegati <<https://eba.europa.eu/eba-issues-guidelines-address-gaps-reporting-data-and-public-information-context-covid-19>> ultimo accesso il 22 giugno 2020.

# L'ATTIVITÀ FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ DI RECUPERO CREDITI

Marco Sepe

**Abstract:** Nel panorama delle deroghe alla riserva di attività finanziaria trova collocazione anche l'attività di acquisto crediti svolta dalle società di recupero crediti disciplinate dall'art. 115 del t.u.l.p.s.. Il d.m. 53/2015 ha disciplinato condizioni e limiti in cui tale attività è consentita senza incorrere nella violazione della riserva, lasciando tuttavia aperti alcuni dubbi interpretativi.

In the panorama of exceptions to the reserve of financial activity is also included the credit purchase activity carried out by the debt collection companies governed by art. 115 of the t.u.l.p.s .. The d.m. 53/2015 governed conditions and limits in which this activity is allowed without incurring the violation of the reserve, however leaving some interpretative doubts open.

**Sommario:** 1. Attività di recupero crediti e attività di finanziamento; 2 Limiti e condizioni per l'acquisto di crediti da parte delle società di recupero crediti. 3. Segue: in particolare, il concetto d'insolvenza e il limite del patrimonio netto. 4. Rapporti di prevalenza tra attività e compatibilità con l'attività di consulenza. 5. Società di recupero crediti e normativa emergenziale da Covid-19: un'occasione perduta.

**Parole chiave:** attività finanziaria, recupero crediti, licenza, acquisto crediti, t.u.l.p.s.

## 1. Attività di recupero crediti e attività di finanziamento

L'attività di recupero crediti trova la sua disciplina nel Testo Unico delle Leggi di Pubblica Sicurezza (TULPS) di cui al R.D. 18.06.1931 n. 773, laddove nel Titolo II, Capo IV dedicato alle "agenzie pubbliche" (art. 115 – 120), si prevede espressamente che "*Le attività di recupero stragiudiziale dei crediti per conto di terzi sono soggette alla licenza del Questore*" (art. 115, quinto comma).

La disciplina, per quanto qui rileva, prevede che "*la licenza del questore abilita allo svolgimento delle attività di recupero senza limiti territoriali, osservate le prescrizioni di legge o di regolamento e quelle disposte dall'autorità ..*" (comma 5) e "*.. il titolare della licenza è comunque tenuto a comunicare preventivamente all'ufficio competente al rilascio della stessa l'elenco dei propri agenti, indicandone il rispettivo ambito territoriale, ed a tenere a disposizione degli ufficiali e agenti di pubblica*

---

*sicurezza il registro delle operazioni” (comma 7) (1) .*

Il rilascio della licenza - che deve contenere: a) la natura degli affari a cui si vuole attendere; b) la tariffa delle operazioni e c) la sede dell'esercizio, presso cui deve essere tenuto il registro delle operazioni (2) - non è subordinato a particolari requisiti di forma giuridica, ma è condizionato alla prestazione di una cauzione a garanzia di tutte le obbligazioni inerenti l'esercizio dell'attività e alla mancanza delle situazioni ostative di cui agli artt. 11, 12 e 131 del TULPS.

Non si tratta in ogni caso di “attività riservata” a determinati soggetti, né la disciplina prevede che i soggetti autorizzati debbano svolgerla “in via esclusiva”, ma di attività soggetta ad autorizzazione preventiva e controlli successivi in funzione della sua destinazione al pubblico e della sua natura che, pure nel mutato contesto storico, coinvolge anche profili di ordine e sicurezza pubblica e di tutela dei diritti della persona (3).

Quanto al contenuto di detta attività, questo risulta chiarito nella Circolare n. 557/PAS/6909/12015(1) del 10.01.2011 del Ministero dell'Interno, Dipartimento della Pubblica Sicurezza, ove si afferma che essa consiste nella gestione, incasso e recupero per conto terzi di crediti insoluti, in qualsiasi modalità di contatto con il debitore (nel rispetto delle norme vigenti), e si declina in:

- a) rintraccio sia telefonico, telematico che domiciliare dell'obbligato anche a mezzo della consultazione di registri e degli elenchi pubblici;
- b) attività di recupero crediti che comporti qualsiasi rapporto (telefonico, epistolare, telematico domiciliare o altro) con l'obbligato ovvero nel rispetto della normativa sulla riservatezza con congiunti e terzi in genere;
- c) delega transattiva ed incasso per conto della mandante ovvero per conto ed in nome della stessa;
- d) redazione della relazione negativa in ipotesi di mancato successo nell'attività di recupero utilizzabile anche per fini di deducibilità fiscale.

La Circolare precisa, che i soggetti autorizzati possono anche compiere “attività connesse e strumentali” e che le operazioni autorizzate devono essere puntualmente

---

<sup>1</sup> Al comma 7 si prevede altresì che gli agenti “ . . . sono tenuti a esibire copia della licenza ad ogni richiesta degli ufficiali e agenti di pubblica sicurezza ed a fornire alle persone con cui trattano compiuta informazione della propria qualità e dell'agenzia per la quale operano”.

<sup>2</sup> L'obbligo di tenuta del registro degli affari di cui all'art. 120 t.u.l.p.s. si considerava assolto qualora l'agenzia di recupero crediti avesse adottato il sistema di registrazione tramite l'Archivio Unico Informatico (AUI), previsto dalla normativa antiriciclaggio come precisato dalla Direzione Valutaria, Antiriciclaggio ed Antiusura del MEF con nota del 25.09.2008 prot. n. 91239. La riforma della disciplina antiriciclaggio del luglio 2019, in esito alla quale non si prevede più espressamente l'AUI e un obbligo di “registrazione”, bensì un obbligo di “conservazione” dei dati e documenti (cfr. art. 31-34 del d.lgs. 231/2007), non sembra possa indurre a ritenere superate le precedenti indicazioni, in quanto l'adozione e l'utilizzo di un archivio informatico, e non solo cartaceo, a supporto delle attività e procedure antiriciclaggio del professionista e di tutti i soggetti obbligati sono ancora esigibili, almeno sul piano strettamente pratico.

<sup>3</sup> Secondo il Consiglio di Stato (n. 881/2003) l'attività di recupero extragiudiziale dei crediti è “... esposta a difficili rapporti con le problematiche dei tassi usurari e a forme di coercizione del debitore del debitore non sempre coerenti con le garanzie apprestate, per quest'ultimo, dall'ordinamento..”

---

indicate nella licenza “.. *al fine di delimitare opportunamente il campo di operatività della licenza, evitando che siano riportate nel titolo autorizzatorio generiche formule che nello svolgimento della medesima attività possano eventualmente indurre il titolare della licenza ed i suoi agenti a travalicare i limiti di operatività della disposizione di cui all'art. 115 del t.u.l.p.s.*”. Tale prescrizione trova ragione nella circostanza di evitare che gli atti e le attività svolte nell'esercizio dell'attività di recupero crediti sconfinino “ .. *in prestazioni di servizi per i quali la legge prevede il rilascio di un diverso o di un ulteriore titolo autorizzatorio*”.

Espressamente precluse sono invece alle agenzie di recupero crediti ogni attività di natura squisitamente investigativa (per la quale l'ordinamento prevede l'obbligo di munirsi di un diverso titolo autorizzatorio) e quella di rivendita delle informazioni commerciali elaborate da un istituto autorizzato ai sensi dell'art. 134 t.u.l.p.s., “ .. *ancorchè realizzata attraverso la rete internet, mediante la creazione sul sito web dell'agenzia di recupero di un collegamento telematico all'istituto di informazioni commerciali munito di licenza*”.

Da quanto esposto si evince che, nella disciplina relativa alle agenzie di recupero crediti, seppure è fisiologico che la prestazione del servizio si svolga su mandato di terzi, non vi è alcuna preclusione a che le stesse possano anche “acquistare i crediti” divenendone titolari o, per ipotesi, “garantire ai terzi una percentuale di recupero sulle posizioni affidate in gestione”, potendo tali attività essere ricomprese nel concetto di “attività connesse” alla principale o comunque attività autonome non precluse dalla disciplina del t.u.l.p.s, il tutto a condizione che per le attività in questione l’ “agenzia” sia, ove richiesto, debitamente autorizzata.

Al riguardo è noto come l'attività di “concessione di finanziamenti” rientri tra le attività riservate agli intermediari finanziari dall'art. 106 del T.u.b., il quale dispone che “ *l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia*” (comma 1), demandando poi al Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentita la Banca d'Italia, la specificazione del “ .. *contenuto delle attività indicate nel comma 1, nonché in quali circostanze ricorra l'esercizio nei confronti del pubblico*” (comma 3).

Con d.m. 2.04.2015 n. 53 del Ministero dell'Economia e delle Finanze è stato individuato il contenuto dell'attività di “concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma” per tale intendendosi: “*la concessione di crediti, ivi compreso il rilascio di garanzie sostitutive del credito e di impegni di firma. Tale attività comprende, tra l'altro, ogni tipo di finanziamento erogato nella forma di: a) locazione finanziaria; b) acquisto di crediti a titolo oneroso; c) credito ai consumatori, così come definito dall'articolo 121, t.u.b.; d) credito ipotecario; e) prestito su pegno; f) rilascio di fidejussioni, avallo, apertura di credito documentaria, accettazione, girata, impegno a concedere credito, nonché ogni altra forma di rilascio di garanzie e di impegni di firma*” (art. 1, comma 1).



---

L'attività di "acquisto crediti", qualora svolta nei confronti del pubblico <sup>(4)</sup>, rientra pertanto, in linea di principio, tra le attività di finanziamento riservate agli "intermediari finanziari" ex art. 106 TUB vigilati dalla Banca d'Italia, tuttavia il d.m. medesimo esclude che nella riserva siano comprese due specifiche tipologie di "acquisto crediti" e precisamente:

a) *l'acquisto dei crediti IVA relativi a cessioni di beni e servizi nei casi previsti dalla normativa vigente* <sup>(5)</sup>; nonché

*"b) l'acquisto, a titolo definitivo, di crediti da parte di società titolari della licenza per l'attività di recupero stragiudiziale di crediti ai sensi dell'articolo 115 del Testo unico delle leggi di pubblica sicurezza quando ricorrono le seguenti condizioni:*

*1) i crediti sono acquistati a fini di recupero e sono ceduti da:*

*i. banche o altri intermediari finanziari sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia, i quali li hanno classificati in sofferenza, ovvero*

*ii. soggetti diversi da quelli indicati al punto i), purché si tratti di crediti vantati nei confronti di debitori che versano in stato di insolvenza, anche non accertato giudizialmente, o in situazioni sostanzialmente equiparabili, secondo quanto accertato dai competenti organi sociali; non rileva, a tal fine, l'esistenza di garanzie reali o personali;*

*2) i finanziamenti ricevuti da terzi dalla società acquirente non superano l'ammontare complessivo del patrimonio netto;*

*3) il recupero dei crediti acquistati avviene senza la stipula di nuovi contratti di finanziamento con i debitori ceduti, la novazione di quelli in essere, la modifica delle condizioni contrattuali; non rilevano a tali fini l'estinzione anticipata e la*

---

<sup>4</sup> Ai sensi dell'art. 3 c.1 del richiamato d.m. si considera esercitata nei confronti del pubblico quell'attività che è " .. svolta nei confronti dei terzi con carattere di professionalità", laddove il successivo comma specifica, tra l'altro, che non configurano operatività nei confronti del pubblico " a) tutte le attività esercitate esclusivamente nei confronti del gruppo di appartenenza ad eccezione dell'attività di acquisto di crediti vantati nei confronti di terzi da intermediari finanziari del gruppo medesimo; b) l'acquisto di crediti vantati da terzi nei confronti di società del gruppo di appartenenza; c) l'attività di rilascio di garanzie quando anche uno solo tra l'obbligato garantito e il beneficiario della garanzia faccia parte del medesimo gruppo del garante; ...".

<sup>5</sup> La deroga trova il suo fondamento nella necessità di facilitare la circolazione dei crediti IVA, non limitandone l'acquisto a titolo professionale solo a specifici soggetti, in relazione anche alla natura del soggetto debitore (l'Erario). L'originaria previsione che consentiva la cedibilità dei crediti IVA solo se risultanti dalla dichiarazione annuale (cfr. articolo 5 comma 4-ter del D.L. 70/1988, a mente del quale "in caso di cessione del credito risultante dalla dichiarazione annuale o del quale è stato chiesto il rimborso in sede di liquidazione trimestrale, deve intendersi che l'ufficio dell'imposta sul valore aggiunto possa ripetere anche dal cessionario le somme rimborsate") è stata superata dall'articolo 12 sexies del D.L. 34/2019 (comunemente noto come Decreto Crescita), con il quale è stata resa possibile anche la cessione del credito IVA infrannuale, maturato in sede di liquidazione IVA trimestrale. In merito alla procedura per eseguire operativamente tale cessione è necessario ottemperare ad una serie di obblighi. La norma che regola tale procedura è individuabile principalmente nell'articolo 69 del Regio Decreto 2440/1923 che prevede che "Le cessioni [...] relative a somme dovute dallo Stato, nei casi in cui sono ammesse dalle leggi, debbono essere notificate all'amministrazione centrale ovvero all'ente, ufficio o funzionario cui spetta ordinare il pagamento".

---

*posticipazione dei termini di pagamento*” (art. 1, comma 2).

Dalla disposizione richiamata si evince che, in presenza delle condizioni ivi previste, le agenzie di recupero crediti possono legittimamente acquistare crediti senza dover procedere all'iscrizione nell'albo di cui all'art. 106 TUB, circostanza questa confermata dalle “Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari della Banca d'Italia” (Circ. n.288 del 3.4.2015, cit., in vigore dal 11.7.15), che non prevedono alcun obbligo di iscrizione all'Albo ex art. 106 TUB per le agenzie di recupero crediti ex art. 115 TULPS <sup>(6)</sup>.

Occorre al fine precisare che, tra le attività consentite alle agenzie ex art. 115 t.u.l.p.s. senza necessità di iscrizione nell'albo previsto dall'art. 106 TUB, non rientrano invece le attività cosiddette di “*servicing*” in operazioni di cartolarizzazione di crediti, e precisamente le attività di “riscossione dei crediti ceduti (alle società di cartolarizzazione) e dei servizi di cassa e di pagamento”, previste dall'art. 2, comma 3, lett. c), della legge 30.04.1999 n. 130, in quanto, ai sensi del successivo comma 6, detti servizi possono essere svolti da banche o da intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'art. 106TUB e gli altri soggetti che intendono prestarli sono tenuti a richiedere l'iscrizione nel detto albo, anche qualora non esercitino attività finanziarie. Diversamente potrebbe argomentarsi per l'esercizio di attività di “*servicing*” che non sono collegate a crediti ceduti a società di cartolarizzazione e che non ricadono nel perimetro applicativo della norma sopra richiamata e in relazione alle quali, dunque, non sussiste obbligo che banche e intermediari finanziari le affidino in via esclusiva a soggetti iscritti all'albo previsto dall'art. 106 Tub <sup>(7)</sup>, salvo a voler estendere analogicamente la riserva di cui sopra.

## **2 Limiti e condizioni per l'acquisto di crediti da parte delle società di recupero crediti.**

Individuato nei termini suddetti il quadro normativo che delimita i confini entro i quali è consentito alle agenzie ex art. 115 t.ul.p.s. di procedere all'attività di “acquisto crediti”, senza violare la riserva di attività prevista dall'art. 106 TUB, talune puntualizzazioni necessitano con riferimento ai caratteri distintivi delle relative due

---

<sup>6</sup> La richiamata Circolare, nell'individuare le attività connesse e strumentali che possono svolgere gli intermediari finanziari ex art. 106 TUB, contempla poi tra le attività connesse anche l'“attività di recupero crediti di terzi” (Tit. I, cap. 3, sez. III, par. 1); secondo la tesi preferibile, gli intermediari finanziari (e le banche) per svolgere la detta attività, da intendersi connessa a quella svolta in via principale, dovranno comunque dotarsi della licenza prevista dall'art. 115 t.u.l.p.s., considerato che le Istruzioni medesime, in caso di svolgimento di attività diverse dalla concessione di finanziamenti, dispongono che gli intermediari finanziari applichino, relativamente a tali attività, le disposizioni normative che ne regolano lo svolgimento (sez. II, par. 1).

<sup>7</sup> In tal senso Roddi G., *Acquisto di crediti da parte di imprese di recupero: norme e dubbi pratici*, in *rittobancario.it*, aprile 2016, p. 4.

---

fattispecie. Caratteristica comune ad entrambe è che i crediti siano “*acquistati a fini di recupero*”. Tale finalizzazione - che risulta coerente con la natura e la vocazione (prima che con l’oggetto sociale tipico) delle società di recupero crediti - conduce in linea di principio ad escludere che l’acquisto possa essere strumentale o preordinato ad altri obiettivi, quali ad esempio, un successivo trasferimento a terzi del credito acquistato.

Si deve tuttavia escludere una draconiana interpretazione della disposizione (nel senso della assoluta incedibilità del credito), sia perché se così si fosse voluto in tali espliciti termini la norma avrebbe dovuto essere formulata, sia perché (come noto) il nostro ordinamento pone rigidi limiti ai divieti di alienazione di beni e diritti.

I crediti acquistati “a fini di recupero” dalle società di recupero crediti potranno dunque essere oggetto di successivo trasferimento, qualora lo stesso trovi giustificazione, ad esempio, in operazioni di ristrutturazione aziendale (fusioni, scissioni, conferimenti, ecc.) o in occasione di procedure liquidatorie (volontarie o meno) della società, o comunque l’acquisto a suo tempo effettuato non appaia originariamente preordinato a una attività di commercializzazione del credito e lo stesso sia stato oggetto di concrete iniziative “di recupero” da parte della società ex art. 115 TULPS acquirente.

Va da sé che gli acquisti effettuati dalle società di recupero crediti non potranno godere del regime di favore (pubblicitario e ai fini dell’opponibilità ai terzi) previsto dall’art. 58 TUB, salvo che le stesse non rientrino nell’ambito della vigilanza consolidata di un intermediario finanziario ai sensi dell’art. 109 TUB (cfr. art. 58, ultimo comma TUB) <sup>(8)</sup>, restando anche escluso che il successivo trasferimento a terzi possa godere del suddetto regime, ove non avvenga in favore dei soggetti contemplati dal predetto art. 58 TUB o di società di cartolarizzazione.

Con riferimento invece agli specifici connotati caratterizzanti le due fattispecie sopra individuate, la prima si distingue in relazione alle circostanze che i crediti siano ceduti da “*banche o altri intermediari finanziari sottoposti alla vigilanza della Banca d’Italia*” e che questi li abbiano “*classificati in sofferenza*”.

Al riguardo, appare sostenibile ritenere che il riferimento agli “intermediari finanziari sottoposti alla vigilanza della Banca d’Italia” vada inteso in senso lato, e dunque non limitato agli intermediari finanziari di cui all’art. 106 TUB, se non altro perché ad essi il d.m. avrebbe fatto espresso riferimento. La cessione potrà dunque essere effettuata da società di cartolarizzazione, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica ed anche da intermediari che operano in strumenti finanziari, rimanendo il dato qualificante la “sottoposizione a vigilanza della Banca d’Italia” <sup>(9)</sup>.

---

<sup>8</sup> Non sembra invero possibile che una società di recupero credito rientri nell’ambito della vigilanza consolidata di un gruppo bancario ai sensi dell’art. 65 TUB, in quanto ivi si fa riferimento solo a società “bancarie, finanziarie e strumentali” e l’oggetto sociale delle società di recupero crediti appare riconducibile, ai sensi dell’art. 59 TUB e delle Istruzioni di vigilanza applicative, al concetto di attività “connessa” o “accessoria”, e non anche “strumentale”.

<sup>9</sup> E ciò anche alla luce dell’art. 1, comma 1, lett. f) del d.m. che, nel dettare la definizione di “intermediari finanziari” ai fini del decreto medesimo, li individua nei “soggetti autorizzati e iscritti nell’albo di cui

---

Con riguardo alla classificazione “*in sofferenza*” il tema concerne la più ampia questione definitoria delle “esposizioni creditizie deteriorate” o NPL (non performing loans) che risulta rilevante ai fini dell’applicazione di diverse discipline e particolarmente: a) di quella contabile, relativa alla redazione dei bilanci delle istituzioni bancarie; b) di quella di vigilanza prudenziale, relativa alla misurazione del rispetto dei coefficienti patrimoniali; c) di quella di vigilanza informativa e rilevazione statistica. Orbene, come ho altrove argomentato <sup>(10)</sup>, il concetto di NPL presenta, in relazione alle materie cui viene riferito, una polisemanticità o geometria variabile delle fattispecie in cui si articola (tra queste, i crediti “in sofferenza”), sicchè necessariamente occorre individuarne il contesto (la materia) di riferimento applicativo, per qualificare correttamente la relativa dimensione giuridica.

Sul punto sembra possibile far riferimento alla definizione contenuta nell’aggiornamento n. 7 (del 20 gennaio 2015) della Circolare 272 del 30 luglio 2008 (“Matrice dei conti”) che, nel recepire la definizione armonizzata dell’EBA (emanata ai sensi dell’art. 99, par. 4, del reg. CRR) e del regolamento di esecuzione 680/2014, prevede che “*le esposizioni creditizie deteriorate sono ripartite nelle categorie delle sofferenze, inadempienze probabili, esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate*”, laddove le sofferenze (“bad loans”) “*sono esposizioni verso soggetti in stato di insolvenza o in situazioni sostanzialmente equiparabili*” <sup>(11)</sup>.

In particolare, la destinazione a sofferenza, esclude che il deterioramento del credito sia legato a mere difficoltà temporanee, risultando decisiva, nella relativa appostazione, la distinzione tra lo stato di crisi irreversibile (quando, ad esempio, il debitore ha cessato l’attività aziendale, cd. *gone concern*), da quello reversibile (in cui la crisi può essere superata poiché il debitore è operativo, seppur in momentanea difficoltà, cd. *on going concern*).

---

all’articolo 106, comma 1, t.u.b., ad esclusione delle fiduciarie iscritte nella sezione speciale di tale albo”.

<sup>10</sup> Sia consentito, il rinvio al mio “*Profili definitivi delle “esposizioni non performanti”*”, in corso di pubblicazione, su *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*.

<sup>11</sup> La stessa disciplina annovera tra le inadempienze probabili (“*Unlikely-To-Pay Exposures*”) le esposizioni (diverse da quelle classificate tra le sofferenze) per le quali la banca valuta improbabile, senza il ricorso ad azioni quali l’escussione delle garanzie, che il debitore adempia integralmente alle sue obbligazioni contrattuali. Le esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate (“*Overdrawn and/or Past-Due Exposures*”) sono invece esposizioni (diverse da quelle classificate tra le sofferenze o le inadempienze probabili) che sono scadute o eccedono i limiti di affidamento da oltre 90 giorni e oltre una predefinita soglia di rilevanza.

---

### 3. Segue: in particolare, il concetto d'insolvenza e il limite del patrimonio netto

Con riguardo alla seconda fattispecie in cui è consentito alle società ex art. 115 TULPS di acquistare crediti, in essa non rileva una connotazione soggettiva del soggetto cedente, bensì elementi qualitativi (si deve trattare di crediti vantati nei confronti di soggetti che versano in stato di insolvenza), dimensionali (i finanziamenti ricevuti da parte di terzi dalla società acquirente non possono superare l'ammontare complessivo del patrimonio netto) e procedurali (l'acquisto dei crediti non deve essere collegato alla stipula di nuovi contratti di finanziamento con i debitori ceduti). Ovviamente la sussistenza del primo elemento non è dubbia qualora l'insolvenza risulti acclarata in un provvedimento giurisdizionale che la qualifichi tale (come è il caso della dichiarazione di fallimento o equiparate). Maggiormente problematico può risultare tale accertamento in mancanza di un esplicito provvedimento che accerti detto stato.

Sul punto, va innanzitutto precisato che il riferimento generico al “debitore” non pone limiti quanto alla natura/forma giuridica che deve rivestire il soggetto passivo del rapporto obbligatorio oggetto di cessione, potendo trattarsi quindi di persona fisica o altro soggetto dotato o meno di personalità giuridica.

Né pare possibile argomentare che debba necessariamente trattarsi di una “società” o comunque di “un imprenditore”, sulla scorta del riferimento alla “insolvenza”, in quanto l' “insolvenza” è concetto, per un verso, riferibile, sia alla persona fisica che agli enti (personificati o meno) e legato all'impossibilità per il debitore di adempiere regolarmente le proprie obbligazioni, manifestata attraverso inadempimenti o altri fatti esteriori (cfr. art. 5, legge fall.); per altro verso, riferibile anche a soggetti che non rivestano la qualità di imprenditori (cfr. art. 1186 c.c.).

Ed anche il richiamo a situazioni “ .. sostanzialmente equiparabili, secondo quanto accertato dai competenti organi sociali”, non pare decisivo nel limitare la fattispecie alla sola ipotesi di “debitori aventi forma societaria”, considerato che il richiamo stesso è volto ad estendere il concetto di “stato d'insolvenza” (per l'appunto alle situazioni equiparabili) nel caso si tratti di società e non a circoscrivere l'ambito soggettivo di applicabilità della disciplina al “debitore-società” <sup>(12)</sup>, anche perché di difficile individuazione risulterebbe la ratio di una limitazione suddetta.

---

<sup>12</sup> Sul punto va ricordato che non è stato recepito il suggerimento contenuto nel parere reso dal Consiglio di Stato sullo schema di d.m. 53/2015 (parere n. 3563/2014 del 17.11.2014) con il quale si chiedeva di specificare a chi competesse la valutazione relativa alla sostanziale equiparabilità con lo stato d'insolvenza, anche non accertato giudizialmente. In detto parere, nel presupposto che tale valutazione sembra spettare alla Banca d'Italia, si chiedeva di rendere tale competenza normativamente esplicita. La nota UNIREC (Associazione di settore che riunisce la maggioranza delle imprese di recupero crediti) del 31.07.2015 chiarisce che la previsione in parola richiama implicitamente i casi della procedura del concordato in bianco e delle altre procedure fallimentari (diverse dal fallimento).

---

Il tema, semmai, è cosa debba intendersi per “insolvenza” del debitore ai sensi della disposizione in parola, considerato che la stessa non si limita a parlare di debitori meramente “inadempienti”<sup>13</sup>) e che la disciplina non contempla (anzi espressamente esclude) la necessità di un accertamento giudiziale di tale stato.

Al riguardo non può che rinviarsi alle conclusioni cui sono giunte dottrina e giurisprudenza, secondo cui l’insolvenza si ha laddove un soggetto economico (si ribadisce, non necessariamente un imprenditore commerciale) non è in grado di onorare regolarmente, con mezzi normali di pagamento, le obbligazioni assunte alle scadenze pattuite, risultando irrilevante la consistenza patrimoniale dello stesso a fronte della massa debitoria, valutandosi l’insolvenza piuttosto da punto di vista funzionale come “incapacità, non transitoria, di adempiere regolarmente”.

Ed in questo l’insolvenza si distingue anche dallo stato di “sovraindebitamento”, definito come “la situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte, che determina la rilevante difficoltà ad adempiere le proprie obbligazioni, ovvero la definitiva incapacità di adempierle regolarmente” (cfr. art. 6 co. 2, lett. a), legge n. 3/2012), laddove rileva dunque non solo l’incapacità definitiva e non transitoria di adempiere regolarmente ai propri debiti, ma anche la sproporzione tra il complesso dei debiti e il proprio patrimonio prontamente liquidabile.

Ai sensi della disciplina fallimentare (cfr. art. 5) l’insolvenza si manifesta, come detto, attraverso “inadempimenti o altri fatti esteriori” che dimostrino l’incapacità del debitore di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni (protesti, inadempimenti, ricorso a mezzi anomali di pagamento, pendenza di procedure esecutive, iscrizione di ipoteche giudiziali o sequestri, chiusura di locali, ecc.). Non è in ogni caso richiesto che l’insolvenza relativa ai crediti acquistabili dalle società ex art. 115 t.u.l.p.s. debba concernere posizioni da 30.000 euro o superiori, in quanto tale limite rileva esclusivamente ai fini dell’applicabilità della legge fallimentare.

Se l’insolvenza, in linea di principio, può dunque manifestarsi anche in assenza di inadempimenti (essendo sufficiente la sussistenza di altri “fatti esteriori” che la rendano palese), di norma, per converso, la presenza di un solo inadempimento non consente di ritenere integrata la fattispecie (salvo che la dimensione dello stesso e

---

<sup>13</sup> Non è di immediata comprensione il motivo per il quale il d.m. limiti la deroga alla riserva di attività solo all’ipotesi di acquisto di crediti relativi a debitori “insolventi” e non meramente “inadempienti”, fermo restando poi che l’insolvenza può sussistere anche a prescindere da un inadempimento. Salvo a non voler ritenere che alle due espressioni il normatore abbia ritenuto impropriamente di dover attribuire lo stesso significato (e, in tal senso, la previsione si estenderebbe a tutti i crediti c.d. “*non performing*”, collegandosi alla finalità di recupero richiesta dalla disposizione stessa, finalità che appare la ratio principale della deroga in favore delle società ex art. 115 t.u.l.p.s.), la ragione potrebbe essere rinvenuta nel fatto che l’insolvenza, essendo fenomeno che coinvolge tutta la compagine creditoria del debitore, con la conseguenza che ciascuno di essi può esigere immediatamente la prestazione anche non scaduta (cfr. art. 1186 c.c. in tema di decadenza dal beneficio del termine), giustifica un ampliamento del novero dei soggetti (e dunque, oltre gli intermediari finanziari, anche i soggetti autorizzati ex art. 115 t.u.l.p.s.) che possono intervenire professionalmente per mobilitare (a fini di recupero) le posizioni debitorie dell’insolvente.



---

altri elementi non consentano di opinare in tal senso), ritenendosi invece sicuramente probante la pluralità di inadempimenti e, in ogni caso, l'incapacità di adempiere regolarmente nei termini fissati <sup>(14)</sup>.

Ulteriore elemento indispensabile all'integrazione della fattispecie è che *“i finanziamenti ricevuti da terzi dalla società acquirente non superano l'ammontare complessivo del patrimonio netto”*.

La disposizione prende in considerazione il patrimonio netto e ad esso correla, non l'ammontare massimo dei crediti che possono essere acquistati - come è il caso della raccolta del risparmio effettuata da soggetti non bancari per i quali la raccolta medesima è ancorata, a seconda dei casi, anche a multipli del patrimonio netto (cfr Istruz. B.I. Cric. 229 del 21.04.1999, Tit IX, cap. 2) - bensì il limite massimo dei finanziamenti che la società può ricevere da terzi, a prescindere se poi questi finanziamenti siano destinati o meno all'acquisto dei crediti <sup>(15)</sup>.

Ne consegue che, supponendo un patrimonio netto pari a 100, la previsione, da un lato, consente che la società possa acquistare crediti per un ammontare superiore a tale importo, per ipotesi pari a 200 (di cui 100 per il proprio patrimonio netto e 100 per finanziamenti ricevuti da terzi), dall'altro, consente che detta ipotetica soglia di 200 possa essere superata laddove l'acquisto di crediti ulteriori avvenga con finanziamenti che non provengano “da terzi”, ma bensì dai soci (in questo caso ovviamente nel rispetto della disciplina e dei limiti della raccolta del risparmio tra i soci di cui all'art. 11 TUB e relative disposizioni attuative, sopra richiamata).

Vale la pena sottolineare, come la formulazione del limite in questione, laddove fa riferimento alla *“società acquirente”*, conferma che l'acquisto di crediti in parola è consentito solo ai soggetti che, dotati dell'autorizzazione ex art. 115 t.u.l.p.s., rivestano “forma societaria”, come espresso dall'incipit dell'art. 2, comma 2, lett. b), del d.m. 53/2015, restando pertanto esclusi da tale facoltà i soggetti, pure se dotati di autorizzazione del Questore, che non rivestano forma societaria.

Affinchè le società ex art. 115 t.u.l.p.s. possano rendersi legittimamente acquirenti dei crediti in parola (senza incorrere nella violazione della riserva di attività finanziaria) deve infine essere rispettata anche la condizione di cui all'art. 2, comma 2, lett. b), n. 3, del d.m. 53/2015 e dunque il recupero dei crediti acquistati deve avvenire *“.. senza la stipula di nuovi contratti di finanziamento con i debitori ceduti, la novazione di quelli in essere, la modifica delle condizioni contrattuali”*, non rilevando a

---

<sup>14</sup> Nella pratica, ad esempio, si è posta la questione se rientri tra le ipotesi ammissibili, l'acquisto di crediti vantati ed accertati giudizialmente dai proprietari di casa nei confronti dei loro inquilini. Orbene, nel caso di inquilini morosi, nei confronti dei quali sia stato emesso il provvedimento di convalida di sfratto, pare non potersi disconoscere lo stato “d'insolvenza” ai sensi della disciplina in parola, considerato che l'emissione del provvedimento di convalida, consegue a un procedimento che prevede “termini di grazia” e si fonda su inadempimenti ripetuti al pagamento dei canoni (cfr art. 658 e ss. c.p.c.).

<sup>15</sup> La mancanza di tale specificazione (relativa alla destinazione dei finanziamenti) si giustifica presumibilmente con la difficoltà di distinguere, una volta ricevuti, la loro concreta destinazione, circostanza questa che potrebbe condurre a facili aggiramenti del limite previsto.

---

tali fini l'estinzione anticipata e la posticipazione dei termini di pagamento e dunque eventuali rateizzazioni o chiusure a saldo e stralcio. Più nello specifico sembrano ammissibili forme di riscadenzamento del debito, eventualmente assistito dal rilascio di cambiali (come spesso avviene nella pratica).

## **4. Rapporti di prevalenza tra attività e compatibilità con l'attività di consulenza**

La circostanza che l'attività di acquisto crediti prevista dall'art. 2, comma 2, del m. 53/2015 ed esercitata dalle società autorizzate ai sensi dell'art. 115 t.u.l.p.s. sia presidiata da una articolata serie di limitazioni e condizioni pone il problema se detta attività possa essere prevalente rispetto all'attività di recupero crediti dalle stesse svolta. Ovviamente il tema si pone nel rapporto con l'attività di recupero crediti svolta per conto e nell'interesse di terzi, senza un acquisto del credito medesimo, che rimane nella titolarità del soggetto conferente l'incarico; ciò in quanto, ove si abbia riguardo solo al complesso dei crediti acquistati, il rapporto sarà sempre paritario, essendo comunque i crediti medesimi acquistati per finalità di recupero.

La questione va analizzata con riferimento alla disciplina del contenuta nel t.u.l.p.s. che, come sopra ricordato, prevede che *“le attività di recupero stragiudiziale dei crediti per conto di terzi sono soggette alla licenza del Questore”* (cfr. art. 115, comma 5) e, da un lato, consente ai soggetti autorizzati di svolgere attività connesse e strumentali, dall'altro, non preclude lo svolgimento di altre attività, nei limiti della compatibilità con l'attività in questione e del rispetto delle discipline di settore (cfr. Circolare Ministero dell'Interno, sopra riportata).

Orbene, in relazione a detta disciplina non pare che vi siano ostacoli o impedimenti a che “l'attività di acquisto crediti” (e la conseguente attività di “recupero crediti per conto proprio”), possa essere prevalente rispetto all'attività di “recupero crediti per conto terzi”, potendo anzi persino argomentarsi che per l'attività di “recupero crediti” svolta nell'interesse proprio non vi sia nemmeno la necessità della licenza del Questore.

Tuttavia la titolarità della licenza ex art. 115 t.u.l.p.s. costituisce uno dei presupposti richiesti dal d.m. 53/2015 per poter acquistare crediti senza incorrere nella violazione della riserva di attività finanziaria, il che palesa l'eventualità di comportamenti opportunistici consistenti nella acquisizione della licenza ex art. 115 t.u.l.p.s. (senza di fatto svolgere l'attività dalla stessa prevista o svolgendola in misura minimale) concentrando l'attività sull'attività prevista dall'art. 2, comma 2, del d.m. 53/2015, con un aggiramento sostanziale della riserva di attività e della disciplina del d.m., che ancorano la deroga a una determinata figura soggettiva, connotata da una specifica operatività.

In relazione a ciò, seppure né nella disciplina del t.u.l.p.s., né nel d.m. 53/2015 o

---

nelle Istruzioni di Vigilanza di Banca d'Italia è espressamente richiesto che, per le società autorizzate ai sensi dell'art. 115 t.u.l.p.s., l'attività di "recupero crediti per conto terzi" debba essere "prevalente" rispetto quella di "acquisto crediti", prudenza vuole che tale criterio venga rispettato o che, al più, eventuali sconfinamenti siano contenuti, temporanei e comunque giustificabili.

Ulteriore aspetto problematico sollevato nella pratica è quello relativo alla compatibilità dell'attività di "consulenza" (di frequente genericamente prevista negli oggetti sociali), con le attività di "recupero" e di "acquisto" crediti e se per detta attività di consulenza sussista la necessità di ottenere iscrizioni o abilitazioni.

Le formule rinvenibili fanno in genere riferimento a "*.. attività di consulenza nella instaurazione di rapporti contrattuali, nonché nella gestione dei crediti in sofferenza, ovvero nel recupero ed acquisto dei crediti; nell'ambito delle attività specialistiche effettuate da quest'ultima vi rientrano la consulenza in ordine alla solvibilità di controparti contrattuali, al rischio di insolvenza, alla gestione dei crediti in sofferenza, nonché all'acquisto degli stessi*".

Nei limiti della formulazione suddetta, l'attività di consulenza non sembra riconducibile ad alcuna delle ipotesi "di riserva" previste dalla disciplina vigente, così da richiedere particolari iscrizioni o abilitazioni.

Più nello specifico, essa non integra l'attività di consulenza svolta dagli agenti in attività finanziaria (art. 128 quater TUB) e dai mediatori creditizi (art. 128 sexies TUB), o dagli intermediari del credito (art. 120 quinquies TUB e art. 125 nonies TUB), perché nel caso di specie, tra l'altro, vi sarebbe coincidenza tra chi presta la consulenza e chi finanzia acquistando i crediti; mancherebbe in altri termini il requisito della estraneità al contratto di finanziamento previsto per le dette ipotesi di attività consulenziali riservate.

Inoltre l'articolo 120-quinquies TUB (seppure con riferimento circoscritto al tema del credito immobiliare ai consumatori) nel definire (lett. i) il "servizio di consulenza" come la prestazione di raccomandazioni personalizzate fornite al consumatore in merito a uno o più operazioni relative a contratti di credito esclude espressamente che implichi un servizio di consulenza (ai sensi della disciplina in questione), tra l'altro, la prestazione di servizi collegati alla verifica del merito creditizio di cui all'art. 120 undecies.

Né l'attività di "attribuzione del rating (consulenza in ordine alla solvibilità delle controparti contrattuali) rientra sotto altri profili tra le attività riservate da altre specifiche discipline, considerato che la normativa europea sulle "società di rating" (regolamento CE n.1060/2009 del 16.09.2009) nel prevedere un meccanismo di registrazione delle stesse e una specifica disciplina cui sono soggette, esclude l'applicabilità della normativa stessa "*.. ai rating privati prodotti in seguito a un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e non destinati alla divulgazione al pubblico o alla distribuzione previo abbonamento*" (cfr. art. 2, comma 2, lett. a)).

---

## 5. Società di recupero crediti e normativa emergenziale da Covid-19: un'occasione perduta

Il carattere limitato e circoscritto dell'attività finanziaria consentita alle società di recupero crediti e la stessa formulazione del d.m. 53/2015 (cfr. art. 1, comma 1, lett. f)) portano ad escludere che le stesse possano essere qualificate "intermediari finanziari"; ne consegue la non applicabilità alle medesime di tutte le discipline che a tale categoria di intermediari fanno riferimento.

In particolare, deve ritenersi che le società di recupero crediti non possano rendersi cessionarie dei crediti d'imposta di neo-costituzione che la normativa in materia di Covid-19 ha introdotto<sup>(16)</sup>, consentendo a coloro che hanno maturato i suddetti crediti d'imposta, fino al 31 dicembre 2021, in alternativa all'utilizzo diretto, di optare per la cessione, anche parziale, dei crediti stessi a specifici soggetti, tra cui istituti di credito e altri "intermediari finanziari", per la quota non utilizzata direttamente (cfr. art. 122 del d.l. rilancio n. 34/2020, convertito in l. 77/2020).

Tale limitazione appare stridente con le finalità della disciplina emergenziale che - per attenuare gli oneri facenti capo a imprese e professionisti (volti alla tutela della salute dei propri dipendenti e alla messa in sicurezza degli ambienti di lavoro nonché derivanti dagli ordinari costi legati all'esercizio dell'attività economica svolta) - ha introdotto la possibilità di cedere i suddetti crediti d'imposta di neo costituzione, considerato che le stesse società fiduciarie, come visto, restano abilitate all'acquisto

---

<sup>16</sup> Si tratta dei seguenti crediti d'imposta: a) credito d'imposta per botteghe e negozi di cui all'articolo 65 D.L. 18/2020, convertito con modificazioni dalla 27/2020 con modificazioni dalla 27/2020 - riconosciuto ai soggetti esercenti attività d'impresa, per l'anno 2020, nella misura del 60% dell'ammontare del canone di locazione, relativo al mese di marzo 2020, per gli immobili rientranti nella categoria catastale C/1; b) credito d'imposta per i canoni di locazione degli immobili a uso non abitativo di cui all'articolo 28, comma 1, D.L. 34/2020 - destinato ai soggetti esercenti attività d'impresa, arte o professione, con ricavi o compensi non superiori a 5 milioni di euro nel periodo d'imposta precedente a quello in corso al 19 maggio 2020, nella misura del 60% dell'ammontare mensile del canone riferito ai mesi di marzo, aprile e maggio 2020, in caso di contratti di locazione, leasing o di concessione di immobili ad uso non abitativo destinati allo svolgimento dell'attività industriale, commerciale, artigianale, agricola, di interesse turistico o c) credito d'imposta per contratti di servizi a prestazioni complesse o di affitto d'azienda di cui all'articolo 28, comma 2, D.L. 34/2020 - comprensivi di almeno un immobile a uso non abitativo destinato allo svolgimento dell'attività industriale, commerciale, artigianale, agricola, di interesse turistico o all'esercizio abituale e professionale dell'attività di lavoro autonomo, spettante nella misura del 30% dei relativi canoni; credito d'imposta per l'adeguamento degli ambienti di lavoro di cui all'articolo 120 D.L. 34/2020 - destinato ai soggetti esercenti attività d'impresa, arte o professione in luoghi aperti al pubblico indicati nell'allegato 1, alle associazioni, alle fondazioni e agli altri enti privati, compresi gli enti del Terzo settore, in misura pari al 60% delle spese sostenute nel 2020, per un massimo di 80.000 euro; d) credito d'imposta per sanificazione degli ambienti di lavoro e l'acquisto di dispositivi di protezione di cui all'articolo 125 D.L. 34/2020 - destinato ai soggetti esercenti attività d'impresa, arti e professioni, agli enti non commerciali, compresi gli enti del Terzo settore e gli enti religiosi civilmente riconosciuti, in misura pari al 60 per cento delle spese sostenute nel 2020 per la sanificazione degli ambienti e degli strumenti utilizzati, nonché per l'acquisto di dispositivi di protezione individuale (DPI) e di altri dispositivi atti a garantire la salute dei lavoratori e degli utenti, fino ad un massimo di 60.000 euro per ciascun beneficiario.

---

di crediti nei confronti dell'Erario, quali i crediti IVA.

Si è perduta probabilmente un'occasione per meglio qualificare l'attività finanziaria di tali soggetti economici, estendendone l'operatività all'acquisto di tutti i crediti comunque vantati nei confronti dell'Erario, contribuendo per tal via ad elevare il tasso di mobilitazione di detti crediti e il livello di liquidità delle imprese e dei professionisti.

Va peraltro segnalato che il settore del recupero crediti non è in ogni caso rimasto inerte nei confronti dell'emergenza sanitaria e già a seguito del Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 9 marzo 2020, il Consiglio straordinario del FORUM UNIREC-CONSUMATORI ha deliberato un protocollo aggiuntivo al Codice di Condotta relativo alle modalità di gestione dei processi di recupero durante l'emergenza epidemiologica da COVID-19.

Tale protocollo aggiuntivo (de. 10.03.20220) prevede raccomandazioni destinate alle aziende associate all'UNIREC (Unione nazionale imprese a tutela del credito, associazione nazionale di categoria delle società operanti nel settore del recupero crediti, aderente a Confindustria) volte a disciplinare le procedure di recupero durante l'emergenza epidemiologica e ad individuare opportune misure finalizzate ad integrare – in via transitoria – le modalità di contatto già individuate dal Codice di condotta, redatto ai sensi dell'art. 27 del Decreto Legislativo n. 206 del 6 settembre 2005 (c.d. Codice del Consumo) <sup>(17.)</sup>

---

<sup>17</sup> Nello specifico, le linee guida previste dalle raccomandazioni prevedono: a) la temporanea interruzione (fino al 9 aprile 2020 e comunque fino a nuove disposizioni attuative) da parte delle società di tutela del credito delle attività di phone collection, laddove il consumatore certifichi la presenza di oggettive e/o documentate difficoltà ad adempiere al pagamento, in conseguenza dell'emergenza sanitaria causata dal Covid-19; b) fermi restando i divieti e i limiti agli spostamenti delle persone fisiche si consiglia di prediligere, laddove possibile, la lavorazione telefonica delle pratiche; c) si raccomanda di favorire l'informazione e l'accessibilità alle modalità di pagamento tramite canali digitali. d) si prevede infine che le società di tutela del credito si impegnino a formare e ad aggiornare i propri incaricati affinché nei contatti con il consumatore/debitore si tenga conto della particolare difficoltà creata dall'emergenza contingente.

# IL RUOLO (DI NUOVO) ANTICICLICO DELLE BCC NELL'EMERGENZA COVID-19. PRIME RIFLESSIONI.

Giulia Rugolo

**Abstract:** Il presente studio si propone di analizzare il ruolo svolto dalle banche di credito cooperativo nella crisi economico-finanziaria innescata dall'emergenza sanitaria Covid-19. Si intende appurare, in questa prospettiva, se l'aggregazione delle singole Bcc in un gruppo bancario cooperativo, con capogruppo una società per azioni al cui capitale partecipano le singole Bcc secondo un meccanismo a piramide invertita, abbia compromesso la capacità delle Bcc stesse di operare a favore della fascia più debole della popolazione, mediante la facilitazione dell'accesso al credito e il sostegno allo sviluppo del tessuto imprenditoriale presente sul territorio di riferimento delle singole banche.

**Parole chiave:** banche di credito cooperativo, gruppo bancario cooperativo, Covid-19, ruolo anticiclico, crisi economico-finanziaria, principi contabili internazionali, mutualità, territorialità; contratto di coesione; *Early Warning System*.

**Sommario:** 1. Premessa. – 2. L'origine del credito cooperativo. – 3. La rete bancaria cooperativa italiana: ieri. – 4. La rete bancaria cooperativa italiana: oggi. Il gruppo bancario cooperativo. – 5. La crisi da Covid-19 e la legislazione dell'emergenza. – 6. Le misure adottate dalle Bcc nell'emergenza Covid-19. Evidenze dalla prassi. – 7. Il ruolo (di nuovo) anticiclico delle Bcc. Alcune questioni operative. – 8. Oltre la pandemia: verso un (ulteriore) ripensamento della riforma del credito cooperativo?

## 1. Premessa.

L'emergenza conseguita alla pandemia Covid-19 ha inciso anche sul normale funzionamento delle banche di credito cooperativo, banche notoriamente a vocazione locale e operanti, in prevalenza, con le famiglie e le piccole e medie imprese.

Come dimostrano i dati pubblicati dai due Gruppi Bancari Cooperativi italiani (cioè il GBC Iccrea e il GBC Cassa Centrale Banca)<sup>1</sup>, nonché dai quotidiani specializzati, tali

---

<sup>1</sup> Rinviano al prosieguo del discorso l'analisi sull'origine del gruppo bancario cooperativo, quale nuova forma del credito cooperativo, si ricorda che il Gruppo Bancario Cooperativo Iccrea, operativo dall'8 aprile 2019, è il gruppo bancario cooperativo italiano più grande. Esso ha sede a Roma, si colloca al terzo posto per numero di sportelli ed al quarto per attivi (con 142 bcc dislocate su 1700 comuni italiani, in una rete con 2.650 sportelli, un attivo di circa 150 miliardi, un patrimonio netto di 11,5 miliardi). Dal canto suo,



---

banche hanno svolto (pure prima dell’emanazione dei provvedimenti governativi<sup>2</sup>) e stanno continuando a svolgere un ruolo importante nel sostenere le famiglie e le imprese sul territorio durante l’emergenza Covid-19. Ciò, per un verso, ha confermato il carattere di banche del territorio storicamente ascritto alle Bcc e, per altro verso, ha riaperto il dibattito sulla bontà della riforma del credito cooperativo del 2016.

Il presente studio si propone di analizzare il ruolo svolto dalle banche di credito cooperativo nella crisi economico-finanziaria innescata dalla crisi sanitaria Covid-19. Si intende appurare, in questa prospettiva, se l’aggregazione delle singole Bcc in un gruppo bancario cooperativo, e dunque se l’unificazione delle Bcc in una rete cooperativa fortemente integrata con precise regole organizzative e funzionali abbia compromesso la capacità delle Bcc stesse di operare a favore della fascia più debole della popolazione e di sostenere lo sviluppo del tessuto imprenditoriale presente sul territorio di riferimento. A tal fine, si avrà riguardo, innanzitutto, alle misure straordinarie introdotte dalla c.d. legislazione dell’emergenza e alle azioni concrete poste in essere dalle Bcc. Si terrà conto poi del ruolo svolto dalle Bcc nel corso dell’emergenza Covid-19, anche in raffronto con il ruolo svolto dalle stesse durante la crisi finanziaria del 2007, per dimostrare che, ora come allora, le Bcc hanno svolto e stanno svolgendo un ruolo c.d. anticiclico. Per esigenze di chiarezza del discorso si muoverà da una serie di premesse ricostruttive largamente condivise in ordine all’origine e alla riforma del credito cooperativo del 2016.

## 2. L’origine del credito cooperativo

Le origini del credito cooperativo risalgono alla prima metà dell’ottocento in Germania<sup>3</sup>, ove, sull’esempio della *English Rochdale Society of Equitable Pioneers*<sup>4</sup>, prende

---

il Gruppo Bancario Cooperativo Cassa Centrale Banca, operativo dal 1° gennaio 2019, ha sede a Trento e si colloca tra i primi dieci gruppi bancari italiani (con 84 Bcc dislocate su tutto il territorio nazionale, con 1.500 sportelli, 11 mila dipendenti, 72 miliardi di attivo, 45 di impieghi lordi e 6,7 di patrimonio netto). Viceversa, le 39 Casse *Raiffeisen* dell’Alto Adige (con circa 366 bcc soci), abbandonata la strada dell’adesione ad uno dei due costituendi gruppi bancari cooperativi, nel 2019, optano per la costituzione (e la conseguente adesione ad) un sistema di protezione istituzionale in linea con le disposizioni di cui agli artt. 10 e 113 C.R.R.: il *Raiffeisenverband Südtirol (RVS)*.

<sup>2</sup> V., *infra*, sub §5.

<sup>3</sup> La ragione per la quale le prime cooperative di credito nascono in Germania sta: (i) a livello teorico, nel fervido dibattito filosofico a quel tempo in atto nel Paese; a livello politico, nell’organizzazione strutturale dello Stato tedesco (che, all’unificazione avvenuta nel 1871, era un territorio politico frammentato, costituito da diverse unità politiche autonome coordinate a livello federale); (ii) a livello economico-sociale, nella necessità di trovare una soluzione idonea sia a contrastare la crisi economico scoppiata a causa della carestia in atto tra il 1846 e il 1847, sia a sostenere il processo di industrializzazione del Paese, improntato, in particolare, alla creazione di una rete ferroviaria interregionale e di un sistema doganale. V. COLOMBO E. C., *Radici, consolidamento e crescita del credito cooperativo tra Ottocento e Novecento*, in AA.Vv., *Il credito cooperativo. Storia, diritto, economia, organizzazione*, a cura di Carretta A., Bologna, 2012, 23 e ss.

<sup>4</sup> È la società, basata sul c.d. principio dell’auto-aiuto collettivo tra i lavoratori a beneficio degli stessi, cui storicamente si fa risalire l’introduzione e la prima applicazione dei principi cooperativi (es. ripartizione

---

avvio un movimento volto creare le condizioni atte a sviluppare una cooperazione solidaristica tra i lavoratori, supportata, a livello teorico, sia dalla filosofia di Marx sia dalla dottrina sociale della Chiesa; e volta, a livello pratico, a consentire alla fascia più debole della popolazione (es. agricoltori, artigiani, commercianti) di accedere al credito in modo “democratico” e “onesto”<sup>5</sup>.

Più nel dettaglio, il credito cooperativo – quale risposta alla crisi di credito, produzione e consumo<sup>6</sup> – risale alle idee di Franz Hermann Schulze-Delitzsche e di Friederich Wilhelm Raiffeisen, che, nella seconda metà dell’ottocento, fondano, rispettivamente, le prime cooperative urbane (es. di calzolai e di credito; le odierne *Volksbanken*)<sup>7</sup> e le prime cooperative agricole, di risparmio e di credito rurali (le odierne *Raiffeisenbanken*)<sup>8</sup>; nonché all’opera di Wilhelm Haas, che, nel 1872, costituisce a Friburgo la prima società cooperativa di consumatori per gli agricoltori (la precorritrice dell’odierna *DZ-Bank*)<sup>9</sup>, e di Karl Korthaus, che fonda la prima cooperativa artigiana e di credito<sup>10</sup>.

I due principali modelli di banche di credito cooperativo (quelli cioè delle casse Schulze-Delitzsche e delle casse Raiffeisen), seppur condividono il nucleo centrale (dell’accesso al credito democratico e onesto)<sup>11</sup> e alcune regole organizzative (es. il

---

del dividendo tra i soci), ancor oggi adottati: cfr., HILSON M., *Origins and Models: Introduction to Section 1*, in AA. VV., *A Global History of Consumer Co-operation since 1850: Movements and Businesses*, Leida, 2017, 51 e s.

<sup>5</sup> Storicamente il problema nasce dalla necessità di trovare il modo di concedere credito a chi avrebbe potuto utilizzarlo in maniera produttiva (es. agricoltori) ma non poteva offrire alcuna garanzia di solvibilità. Sicché, muovendo dalle teorie degli economisti liberali francesi Leon Say e Leon Walras, si fa leva sulla garanzia morale dell’onestà. Le cooperative, quindi, diventano lo strumento per consentire alla fascia meno abbiente della popolazione di sfruttare il loro potenziale produttivo, che, diversamente, sarebbe rimasto inespresso. Le banche commerciali, infatti, erogavano credito solo ai clienti in grado di offrire adeguate garanzie reali. Cfr., sul punto, ad es., BIRCHALL J., *Finance in An Age of Austerity: The Power of Customer-owned Banks*, Cheltenham, 2013, 4 ss.

<sup>6</sup> Cfr. POLI F., *Co-operative Banking Networks in Europe: Models and Performance*, Basilea, 2019, 3 e ss. e 261 e ss.

<sup>7</sup> V., ancora, POLI F., *Co-operative Banking*, cit., 261 e ss.

<sup>8</sup> Cfr. GUINNANE T. W., *The Early German Credit Cooperatives and Microfinance Organizations Today: Similarities and Differences*, in AA. VV., *The Handbook of Microfinance*, a cura di B. Armendàriz B.-Labie M., Londra, 2011, 77 e ss.

<sup>9</sup> V., ancora, GUINNANE T. W., *The Early German Credit Cooperatives*, cit., 79 e ss.

<sup>10</sup> Karl Korthaus è considerato il quarto padre fondatore del credito cooperativo tedesco. La peculiarità di dette cooperative è che queste, diversamente dalle casse *Volksbanken*, ricorrono agli aiuti di Stato della *Preußenkasse*, cioè della banca centrale prussiana costituita nel 1895 per far fronte alla carestia scoppiata in quegli anni in Germania.

<sup>11</sup> Nella specie, come anticipato, alla base delle cooperative di credito vi è l’idea di educare la fascia debole della popolazione al risparmio e di consentire ai lavoratori di accedere alle materie prime necessarie alla produzione a prezzi vantaggiosi: le cooperative si strutturano, quindi, come mezzi di “inclusione finanziaria e economica”, basati sui principi della solidarietà, mutualità e dell’auto-aiuto. In sostanza, sia Schulze-Delitzsche sia Raiffeisen ritenevano che il risparmio e i servizi di credito avevano un’importanza sociale: essi avevano lo scopo di ridurre al minimo la vulnerabilità di una larga parte della popolazione, permettendo loro di partecipare democraticamente ai processi di modernizzazione e di industrializzazione in corso e di non soffrirne.

---

meccanismo di voto per teste<sup>12</sup> e la responsabilità illimitata per le obbligazioni della banca<sup>13</sup>), si differenziano sotto diversi profili<sup>14</sup>.

Questi caratteri differenziali, se, per un verso, ne condizionano lo sviluppo e l'impiego (diffondendosi, in prevalenza, le casse Schulze-Delitzsche, nelle città, le casse Raiffeisen, nelle zone rurali<sup>15</sup>), per l'altro, fondano il successo del credito cooperativo<sup>16</sup>, esportandolo nel resto d'Europa.

Nella specie, a partire dagli anni settanta del XIX secolo, il fenomeno del credito cooperativo tedesco si diffonde negli altri paesi europei, secondo un criterio di prossimità (Austria, Francia, Olanda, Italia, Finlandia): qui, si sviluppano cooperative di credito improntate, dapprima, al modello Schulze-Delitzsch e, poi, al modello Raiffeisen. Agli inizi del novecento, il movimento cooperativo approda in Nord America e in Canada, ove si costituiscono, rispettivamente, le *Credit Unions* e le *Caisses Desjardins*; e da qui nel mondo anglossassone<sup>17</sup>.

Nel corso del tempo, in alcuni paesi (es. in Germania) le alterità tra i due modelli delle origini si risolvono sino a convergere in una rete bancaria cooperativa unificata; in altri paesi (es. in Austria, Francia e Italia), invece, seppur mitigate, permangono ancora oggi.

Dalla fine del XX secolo, in Europa, poi, anche in risposta alla crisi finanziaria, si assiste ad un movimento di riforma complessivo del credito cooperativo: le cooperative di credito si organizzano in un sistema a rete, a due o tre livelli, unificati

---

<sup>12</sup> Questo meccanismo consente di attribuire a ciascun membro della cooperativa pari dignità, a prescindere dalla condizione economica.

<sup>13</sup> Elemento, questo, ritenuto un efficace strumento per promuovere la fiducia reciproca: v. BIRCHALL J., *Finance in An Age of Austerity*, cit., 5 ss.

<sup>14</sup> Ciò è innanzitutto dovuto al fatto che i due esponenti del credito cooperativo tedesco, oltre a provenire da contesti socio-economico e politico diversi, portano avanti i loro progetti autonomamente, venendo a conoscenza dei rispettivi modelli solo successivamente alla costituzione dei propri: cfr. POLI F., *Co-operative Banking Networks*, cit., 4 e ss. In ordine alle differenze intercorrenti, si consideri, ad esempio, che le casse *Raiffeisen* non richiedono l'acquisto della quota di partecipazione quale condizione necessaria, stante la condizione di povertà economica dei membri; e/ma prevedono la fallibilità dei membri e la destinazione esclusiva degli utili dell'impresa ad un fondo da impiegare a scopi benefici. Mentre, le *Volksbanken* improntano la loro azione interamente al principio dell'auto-aiuto e della solidarietà tra i soci e pongono l'acquisto della quota di partecipazione quale condizione necessaria per accedere ai vantaggi della cooperativa e, dunque, innanzitutto, al credito. Tant'è vero che proprio per consentire alla fascia più debole della popolazione di accedere al credito diventando soci della cooperativa, si consentiva di acquistare la quota di partecipazione a rate.

<sup>15</sup> Per un quadro sulle differenze intercorrenti sin dall'origine tra i due modelli di banche di credito cooperativo, cfr. POLI F., *Co-operative Banking Networks in Europe: Models and Performance*, Basilea, 2019, 3 e ss.

<sup>16</sup> Ad esempio, già nel 1903 si contano più di 12.000 cooperative diffuse in tutti gli Stati della Germania, con circa 3 milioni di membri: v. GUINNANE T., *Zwischen Selbsthilfe und Staatshilfe: Die Anfänge genossenschaftlicher Zentralbanken in Deutschland (1864–1914)*, in AA.VV., *Die Geschichte der DZ-BANK. Das genossenschaftliche Zentralbankwesen vom 19. Jahrhundert bis heute*, Monaco, 2013, 75 e ss.

<sup>17</sup> Cfr. FONTEYNE W.- HARDY D.C., *Cooperative Banking and Ethics: Past, Present and Future*, in *Ethical Perspectives*, 2011, 18, 4, 493 e s. Per un quadro sul modello americano del credito cooperativo, cfr. MICHELI N., *La nuova direzione e coordinamento del gruppo bancario di credito cooperativo alla luce della l. 49/2016*, in *Giur. comm.*, 2018, 3, 460, nt. 36.

---

sotto il profilo finanziario (tramite accordi di garanzia e la creazione di un sistema di protezione istituzionale, c.d. I.P.S.) e/o sotto il profilo giuridico (tramite una struttura di gruppo più o meno accentrata). In particolare, anche sulla spinta della disciplina in materia di Unione bancaria, il settore del credito cooperativo avvia un processo interno di riorganizzazione atto a farlo passare da una struttura a rete c.d. orizzontale (creata tra le Bcc a livello regionale nella forma dell'associazione con lo scopo di razionalizzare, esternalizzando, la gestione di alcune funzioni interne, es. la liquidità)<sup>18</sup> ad un sistema a rete verticale (nell'ambito della quale si distingue poi tra: rete chiusa e rete aperta; rete consensuale – o integrata solo a livello finanziario e funzionale a creare un meccanismo di garanzia per le obbligazioni sociali – e rete strategica – o integrata anche a livello giuridico e funzionale a creare un sodalizio composto da più enti diretti da un unico organismo centrale –; rete *top-down* e rete *bottom-up* – a seconda che le relazioni instaurate tra l'organismo di vertice e gli enti creditizi locali affiliate abbiano un flusso discendente o ascendente)<sup>19</sup>.

### 3. La rete bancaria cooperativa italiana: ieri.

Come anticipato, i modelli delle banche di credito Schulze-Delitzsch e Raiffeisen si diffondono anche in Italia, ove, nella seconda metà dell'ottocento, nascono contemporaneamente le banche popolari e le casse rurali (le odierne banche di credito coo-

---

<sup>18</sup> In Europa, le reti orizzontali rappresentano la base dell'organizzazione delle banche di credito cooperativo in un sistema aggregato. Queste reti si caratterizzano per il fatto che le banche di credito cooperativo creano entità a livello regionale o nazionale con l'obiettivo di razionalizzare alcune funzioni interne (es., la gestione della liquidità, l'*auditing* e la consulenza manageriale). Ciò consente alle bcc di beneficiare di economie di scala e mettere in atto "integrazioni simmetriche", anche in vista di future fusioni. Ogni banca di credito cooperativo locale si relaziona con la nuova entità che gestisce tutti i singoli rapporti. Storicamente, le entità create per svolgere le funzioni in *outsourcing* rivestivano la forma giuridica di associazioni di cooperative, con funzioni strumentali per le imprese associate. Tant'è vero che le singole bcc aderivano all'associazione allo scopo di ottenere un vantaggio, in termini sia di incremento del profitto sia di tutela del risparmio e di aumento della solvibilità, dall'associazione. Come si vedrà meglio in seguito, questa rete (orizzontale decentrata) era presente in Italia prima della riforma del 2016.

<sup>19</sup> Nell'ambito delle banche di credito cooperative, le reti verticali implicano l'esistenza di relazioni tra l'entità centrale, erogatrice del servizio, e le Bcc acquirenti/distributive. La verticalizzazione delle reti delle bcc si realizza, in genere, attraverso la costituzione di enti specializzati, che possono anche non avere forma giuridica di società cooperativa: anzi, spesso, hanno forma di società per azioni, con capitale detenuto, direttamente o indirettamente, delle bcc locali (il che, nei principali sistemi bancari cooperativi europei, assume una rilevanza strategica, finalizzata tra l'altro a garantire il mantenimento dei flussi di reddito all'interno delle reti). Come anticipato, a seconda delle modalità di svolgimento dei rapporti tra il fornitore (cioè l'organismo di vertice) e il distributore (le Bcc), del grado di "verticalizzazione" e del tipo di relazioni che si instaurano tra l'organismo di vertice e le Bcc si distinguono diversi tipi di reti verticali. Sulla struttura a "rete" del credito cooperativo, cfr. GREVE R., *The German cooperative banking group as a strategic network: function and performance*, in [www.ifg-muenster.de](http://www.ifg-muenster.de), 2002, 29, 17 e s.; POLI F., *Co-operative Banking Networks*, cit., 72 e ss., ove ulteriori riferimenti. Per una panoramica sui diversi modelli di integrazione di bcc europei, v. anche CHOLET C., *Institutional protection systems: are they banking groups?*, in *Eco Conjoncture*, 2017, 3 e ss.

---

perative): le prime, ispirate alle idee di Schulze-Delitzsch e introdotte da Luttazzi<sup>20</sup>; le seconde, improntate alle idee di Raiffeisen<sup>21</sup> e sviluppate da Wollemborg, con il sostegno del clero cattolico e la conseguente distinzione tra casse rurali laiche e casse rurali cattoliche<sup>22</sup>.

Nella specie, la prima cassa rurale laica sorge a Loreggia nel 1883; mentre, la prima cassa rurale cattolica nasce a Gambarare ad opera di Cerrutti nel 1890<sup>23</sup>. L'Enciclica *Rerum novarum* di papa Leone XIII del 1892 riconosce il fenomeno del credito cooperativo<sup>24</sup>, ritenendolo uno strumento atto a consentire l'integrazione del ceto rurale (emarginato dalla vita economica e politica dello Stato post-unitario) e l'eliminazione dell'usura<sup>25</sup>.

La tendenza delle casse rurali verso l'attuazione e il mantenimento di un modello decentrato e atomistico – anche in contrapposizione con il modello assunto dalle banche popolari – fa sì che la federazione nazionale delle casse rurali (la Federcasse) nasce nel 1909, restando sostanzialmente silente sino ai primi anni cinquanta<sup>26</sup> e, anche dopo, poco reattiva<sup>27</sup>.

---

<sup>20</sup> Per un *excursus* storico – dall'origine sino alla riforma del 2015 – sulle banche popolari, cfr., POLI F., *Co-operative Banking Networks in Europe: Models and Performance*, Basilea, 2019, 302 e ss.

<sup>21</sup> Diversamente, però, dal modello puro di Raiffeisen, le casse rurali italiane improntano sin dall'origine la propria azione al principio di mutualità, che assume un ruolo di primo piano: infatti, il ritorno individuale (presente nella disciplina tedesca) cede il posto ad una sorta di vantaggio attribuito all'interna comunità di riferimento della cassa rurale: CAFARO P., *La solidarietà efficiente. Storie e prospettive del credito co-operativo in Italia (1883–2000)*, Roma-Bari, 2001, 7 e ss.

<sup>22</sup> La nascita a doppio binario del credito cooperativo (e in specie la riconduzione ai due modelli differenti delle casse Schulze-Delitzsch e Raiffeisen) ne ha segnato lo sviluppo e l'evoluzione e condizionato (ad oggi) l'approdo finale: in Italia, infatti, diversamente da quanto avvenuto in altri Paesi, permane ancora la netta distinzione tra i due modelli: v., *infra*, testo e note.

<sup>23</sup> Cfr., fra gli altri, MICHELI G., *Le casse rurali italiane. Note storiche, statistiche, con appendice sulle banche cattoliche d'Italia*, Parma, 1898, 5 e ss.; e, più di recente, CAFARO P., *Credito cooperativo ieri: un profilo di lungo periodo*, in *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016. Atti del Convegno (Lecce, 16-17 dicembre 2016)*, a cura di Cardarelli M. C., Torino, 2017, 6 e ss., anche per un'indagine circa la percentuale di casse rurali diffuse sul territorio italiano. L'Autore, in particolare, evidenzia la sussistenza di una discrasia rilevante tra le casse rurali sorte nell'Italia del nord e quelle sorte nell'Italia del centro-sud.

<sup>24</sup> Il credito cooperativo viene così incardinato nell'ambito della c.d. dottrina sociale della Chiesa: v., CAFARO P., *Credito cooperativo ieri*, cit., 12 e s. Invero, la ricerca di schemi di organizzazione sociale in grado di interpretare in chiave etica i rapporti finanziari (e, dunque, di conferire peculiare centralità ai valori dell'uomo) trova, infatti, adeguata esplicazione nel modello cooperativo che, attraverso un peculiare meccanismo partecipativo, consente il collegamento dell'attività svolta dall'ente societario ad uno scopo *mutualistico* e, così, all'organizzazione di interessi differenti da quelli dell'impresa.

<sup>25</sup> Si consideri, ad esempio, che ciò è reso possibile, fra l'altro, dal fatto che le casse rurali cattoliche sopportavano di bassi costi perché, nella maggior parte dei casi, i locali della banca erano situati presso gli edifici parrocchiali e le attività venivano svolte su base volontaria: cfr., POLI F., *Co-operative Banking Networks*, cit., 310 e s.; MICCÙ R., *Le recenti "riforme" del credito cooperativo alla prova della Costituzione: spunti critici e ricostruttivi*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2018, 3, supp., 53 ss.

<sup>26</sup> Sul punto, anche per la nascita e l'evoluzione delle federazioni provinciali e delle riforme attuate durante il periodo fascista, cfr., ancora, CAFARO P., *Credito cooperativo ieri*, cit., 16 e ss.

<sup>27</sup> Sull'ostruzionismo servato dalle singole casse rurali verso l'ampliamento delle funzioni della Federazione nazionale (es. nell'attività strategica e di controllo), v. POLI F., *Co-operative Banking Networks*, cit., 2019, 311 e s.

---

Invero, la creazione della prima rete orizzontale tra le casse rurali risale al 1963: anno in cui nasce l'Istituto di Credito delle Casse Rurali Artigiane (c.d. ICCREA), con lo scopo di sostenere le casse rurali, rendendole più efficienti e indipendenti nella fruizione di specifici servizi (es. pagamenti e gestione della liquidità) dalle altre banche commerciali<sup>28</sup>.

La prima svolta del credito cooperativo si ha nel 1993 ad opera del Testo unico bancario. In particolare, il Testo unico bancario, in riforma della legge bancaria del 1936<sup>29</sup> e dei provvedimenti successivi di riforma della cooperazione<sup>30</sup>, fra l'altro: (i) autorizza le casse rurali (cui muta il nome in banche di credito cooperativo) ad agire come banche universali e ad ammettere, come soci, tutte le persone fisiche e/o giuridiche che lavorano o risiedono nel territorio di riferimento a prescindere dalla professione esercitata; (ii) "autonomizza" la disciplina delle casse da quella delle banche popolari, caratterizzate tipologicamente dal perseguimento della "mutualità prevalente"<sup>31</sup>, con conseguente innovazione del modello costituzionalmente tutelato della cooperazione<sup>32</sup>.

Successivamente, una parte delle banche di credito cooperativo si riorganizzano<sup>33</sup>

---

<sup>28</sup> In particolare, ICCREA, costituita come istituto di servizi specializzati, sorge con l'obiettivo di intensificare l'attività delle casse rurali aderenti e di renderle più efficaci, facilitando, coordinando e potenziando il loro coinvolgimento nelle funzioni creditizie, nell'intermediazione bancaria e nell'assistenza finanziaria.

<sup>29</sup> La c.d. legge bancaria del 1936, all'art. 5, annovera le casse rurali e artigiane tra gli appartenenti al settore creditizio. Il Testo unico del 1937 sottopone poi tali enti a stringenti vincoli disciplinari: a vincoli, cioè, che – come poi è stato osservato – in fatto, ne hanno ingessato l'attività e/ma che hanno consentito a tali banche di mantenere ferma nel tempo l'originaria essenza mutualistica: cfr., *ex multis*, CAPRIGLIONE F., *L'autoriforma delle Banche di Credito Cooperativo. Una svolta decisiva nella morfologia del sistema bancario italiano*, in *Contr. e impr.*, 2016, 1, 49 e s. La prima legge organica sulla cooperazione, c.d. legge Basevi, è invece del 1947.

<sup>30</sup> Tra questi, si segnalano, ad esempio, la legge n. 59/1992 e il d.lgs. n. 481/1992. Sul punto, cfr., tra gli altri, ANELLO P.-RIZZINI BISINELLI S., *Casse rurali ed artigiane. Nuovi principi di armonizzazione*, in *Società*, 1993, 748 e ss.

<sup>31</sup> È ben risaputo che la mutualità si caratterizza per perseguire intenti non puramente speculativi e per comportare una forte interazione dei singoli al «*buon andamento gestionale*» estrinsecantesi nell'accettazione di diversi vincoli operativi. In conseguenza, le relazioni interne sono improntate a un forte solidarismo e la figura del socio "consumatore di credito" e "banchiere" legittima la costrizione delle posizioni soggettive individuali in vista del perseguimento di interessi collettivi. Sul punto, cfr. ad esempio SABBATELLI I., *La riforma delle banche di credito cooperativo*, cit., 46 ss.; e, in generale, sul significato della mutualità prevalente, v. MARASÀ G., *L'odierno significato della mutualità prevalente nelle cooperative*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, Torino, 2014, 2, 2001 e ss.

<sup>32</sup> Come è noto, la costituzione, all'art. 45, riconosce la funzione sociale delle imprese cooperative a carattere di mutualità e senza fini di speculazione privata e, mutuando la formula presente nell'art. 2511 c.c., attribuisce all'espressione "carattere di mutualità" (ovvero di "democraticità") il significato di autogestione della cooperativa, rinvenente nell'identità di amministratore e socio, nel principio del voto capitaro e nell'autonomia gestionale i suoi elementi fondanti. Per un quadro sulle direttrici seguite dai Padri costituenti, v. MICCÙ R., *Le recenti "riforme" del credito cooperativo*, cit., 54 s.; v. anche CAPORALE G.M.-DI COLLI S.-DI SALVO R.-LOPEZ J.S., *Local Banking And Local Economic Growth In Italy: Some Panel Evidence*, in *Quaderni di ricerca del credito cooperativo*, 2014, 6, 2 ss.; TROISI A., *Economicità ed operatività del gruppo bancario cooperativo nei mercati nazionali ed europei*, in *Riv. trim. diritto dell'economia*, 2016, 4, 363 ss.

<sup>33</sup> Sull'esigenza di coordinamento delle banche di credito cooperativo, per rafforzarne la competitività e l'efficienza, v., fra gli altri, DI SALVO R.-SCHENA C., *Aspetti societari e di governo delle Banche di Credito Cooperativo. Quali effetti sulla performance?*, in *Coop. di credito*, 1998, 160-161, 363 ss.; FAUCEGLIA G., *L'organizzazione di «gruppo» nell'esperienza delle casse rurali e delle banche di credito cooperativo*, in



---

costituendo un gruppo con *holding* ICCREA s.p.a., partecipata dalle Bcc e con partecipazioni di controllo in altre società (es. Iccrea Banca, Banca Agrileasing e Aureo Gestioni) su cui esercita poteri di direzione, coordinamento e controllo<sup>34</sup>.

A partire dalla fine degli anni novanta, inizia la fase di costituzione dei fondi di garanzia. In particolare, le Bcc costituiscono: prima, un proprio fondo di garanzia obbligatorio per la tutela dei depositanti; poi, nel 2004, un fondo di garanzia volontario degli obbligazionisti; indi, nel 2008, il fondo di garanzia istituzionale del credito cooperativo, con l'obiettivo di tutelare la clientela bancaria e di salvaguardare la "liquidità e la solvibilità" delle banche partecipanti attraverso azioni correttive e interventi di sostegno, nonché prevenire le crisi; infine, nel 2015 un fondo temporaneo, con l'obiettivo di creare una rete di sicurezza propedeutica all'attuazione della riforma del credito cooperativo del 2016<sup>35</sup>.

Ad uno sguardo di insieme, nel periodo che intercorre tra l'affermazione delle Bcc e la riforma del 2016, le banche di credito cooperativo operano nell'ambito di una rete orizzontale decentrata<sup>36</sup> e si caratterizzano per essere le "tipiche banche del territorio", connotate tipologicamente dal perseguimento della finalità mutualistica, dall'operatività circoscritta ai territori di insediamento e dalla *governance* democratica (assicurata dai limiti di partecipazione del socio e dal principio del voto capitario)<sup>37</sup>.

## 4. La rete bancaria cooperativa italiana: oggi. Il gruppo bancario cooperativo.

Parallelamente a quanto avvenuto negli altri Paesi europei, il legislatore, con il d.lgs. n. 18/2016<sup>38</sup>, rivoluziona in modo copernicano il credito cooperativo organizzando-

---

*Riv. dir. comm.*, 1997, 11-12, 895 ss.; FERRO-LUZZI P.- MARCHETTI P., *Riflessioni sul gruppo creditizio*, in *Giur. comm.* 1994, I, 419 ss.

<sup>34</sup> Es. ICCREA s.p.a. controlla le filiali attive nel settore bancario, nel *leasing*, nella gestione patrimoniale e in altri servizi finanziari.

<sup>35</sup> Spiega POLI F., *Co-operative Banking Networks*, cit., 312, che: «*from 2015 onward, it became no longer viable for the mandatory national deposit guarantee funds to intervene for the purposes of crisis management. As mandatory deposit guarantee funds had a public mandate, any intervention by them could be interpreted as state aid, in violation of European principles. Therefore, the set-up of a temporary guarantee fund to intervene in cases of individual CCBs' financial distress seemed a necessary short-term solution which could also help to keep members' and customers' confidence in the co-operative banking sector as high as possible.*

<sup>36</sup> Le riforme del settore del credito cooperativo succedutesi nel tempo hanno preservato la forte funzione sociale delle banche di credito cooperativo, ma hanno dato la stura a problematiche economico-organizzative, connesse soprattutto all'originario assetto strutturale e patrimoniale delle stesse e al meccanismo di autofinanziamento.

<sup>37</sup> Per un quadro sulle caratteristiche delle banche di credito cooperativo, cfr. MICCÙ R., *Le recenti "riforme" del credito cooperativo*, cit., 59 ss.

<sup>38</sup> Più nel dettaglio dopo un'ampia gestazione e un intenso dibattito, quasi al termine del governo Renzi, il legislatore, l'8 aprile 2016, ha approvato la legge n. 49, di conversione del decreto legge 14 febbraio 2016, n. 18, sul gruppo bancario cooperativo, con cui ha introdotto, nel testo unico bancario, gli artt.

---

lo in una rete verticale strategica a due livelli strutturata in un gruppo con *holding* una società per azioni partecipata in misura almeno pari al sessanta per cento dalle Bcc affiliate, cui le banche di credito cooperativo *devono* aderire per continuare ad esercitare l'impresa bancaria in forma cooperativa e in cui tra la *holding* e le Bcc affiliate, tramite il contratto di coesione e l'accordo di garanzia, si instaurano relazioni finanziarie, strategiche e operative di tipo *top-down*, (sebbene) in presenza di una struttura di gruppo invertita (c.d. *bottom-up*): il c.d. gruppo bancario cooperativo. Nella specie, il gruppo bancario cooperativo è definito dall'art. 37-*bis* t.u.b. come il gruppo composto da una società "madre" costituita in forma di società per azioni, autorizzata all'esercizio dell'attività bancaria e dotata di un patrimonio netto non inferiore ad un miliardo di euro, il cui capitale è detenuto in misura almeno pari al sessanta per cento dalle Bcc aderenti, che esercita, in forza del contratto di coesione, attività di direzione, coordinamento e controllo sulle Bcc affiliate. Dal canto loro, le Bcc sono sostanzialmente obbligate ad aderire a un gruppo bancario cooperativo per poter (iniziare o continuare ad) esercitare attività bancaria in forma cooperati-

---

37-*bis* e 37-*ter*, attuati – in ossequio all'art. 37-*bis*, comma 7, t.u.b. – dalle Disposizioni di Vigilanza di Banca di Italia, emanate con il 19° aggiornamento della Circolare n. 285 del 2 novembre 2016 e poi successivamente revisionate, per quanto interessa, sino, allo stato, al 22 maggio 2018 (le altre modifiche intervenute successivamente non hanno interessato il gruppo bancario cooperativo).

Il d.lgs. n. 18/2016, convertito in legge n. 49/2016, è stato oggetto di rivisitazione ad opera: della legge n. 15/2017, di conversione del d.l. n. 237/2016; della legge n. 108/2018, di conversione del d.l. n. 91/2018; e della legge n. 136/2018, di conversione del d.l. n. 119/2018. Nell'intento originario, tali interventi correttivi si sono resi necessari per rafforzare – come segnalato dal mondo cooperativo – la finalità mutualistica e il radicamento territoriale delle Bcc. Tra le modifiche maggiormente significative si segnala: I-) che, con la legge 21 settembre 2018, n. 108 (di conversione del d.l. 25 luglio 2018, n. 91), a parte la proroga del termine di sottoscrizione del contratto di coesione, si accentua il mutualismo e il localismo del gruppo bancario cooperativo: (a) cristallizzando il capitale minimo della capogruppo, che deve essere detenuto dalle Bcc appartenenti al gruppo, nella misura almeno pari al sessanta per cento (art. 37 *bis*, comma 1, lett. a), t.u.b.); (b) irrigidendo la struttura del consiglio di amministrazione della capogruppo, che deve essere obbligatoriamente composto da almeno due amministratori espressione delle Bcc aderenti al gruppo (art. 37 *bis*, comma 2 *bis*, t.u.b.); (c) funzionalizzando il potere di direzione e coordinamento della capogruppo al rispetto delle finalità mutualistiche e del carattere localistico delle Bcc (art. 37 *bis*, comma 3 *bis*, lett. a), t.u.b.); II-) che con la legge 17 dicembre 2018, n. 136, di conversione del d.l. 23 ottobre 2018, n. 119, il legislatore, modificando l'approccio iniziale e mantenuto sostanzialmente fermo, pur con il "temperamento" introdotto con la legge 17 febbraio 2017, n. 15 (di conversione del d.l. 23 dicembre 2016, n. 237), accorda alle banche di credito cooperativo aventi sede legale nelle province autonome di Trento e Bolzano la facoltà di adottare, in alternativa alla costituzione di un gruppo bancario cooperativo, il sistema di tutela istituzionale, in coerenza con quanto previsto dall'art. 113, paragrafo 7, regolamento UE n. 575/2013. In conseguenza, nel settore del credito cooperativo italiano, si delinea lo scenario per cui: (i) le banche di credito cooperativo aventi sede legale nelle province autonome di Trento e Bolzano possono scegliere: se costituire autonomi gruppi bancari composti solo da banche aventi sede e operanti esclusivamente nella medesima provincia autonoma, che comunque non abbiano più di due sportelli siti in province limitrofe, tra cui la corrispondente banca capogruppo, costituita in forma di società per azioni o di società cooperativa per azioni a responsabilità limitata; o se adottare il sistema di tutela istituzionale di cui all'art. 113, paragrafo 7, regolamento UE n. 575/2013 (cioè, l'I.P.S.); (ii) tutte le altre banche di credito cooperativo, per continuare ad esercitare l'attività bancaria attraverso il modello della "governance cooperativa", sono sostanzialmente obbligate a costituire un (o più di un) gruppo bancario cooperativo a carattere "nazionale".

---

va<sup>39</sup>; salva la facoltà delle Casse *Raiffeisen* dell'Alto Adige<sup>40</sup> di istituire un sistema di protezione istituzionale (c.d. I.P.S.)<sup>41</sup>.

Ancora più nel dettaglio, ai sensi dell'art. 37-*bis*, comma 1, t.u.b. il gruppo bancario cooperativo è composto: (i) dalla capogruppo, costituita in forma di società per azioni, cui è attribuito il ruolo di direzione strategica-operativa del gruppo e di interlocutore dell'Autorità di Vigilanza; (ii) dalle Bcc sottoposte, in forza del contratto di coesione, ai poteri di direzione, coordinamento e controllo della capogruppo, esercitati in conformità a quanto concordato nel contratto di coesione e finalizzati ad assicurare l'unità di direzione strategica e del sistema dei controlli; (iii) dalle altre banche, dalle società finanziarie e strumentali controllate, direttamente o indirettamente, dalla capogruppo attraverso vincoli partecipativi *ex art.* 2359 c.c. e art. 23 t.u.b.; (iv) da eventuali sottogruppi territoriali facenti capo ad una banca costituita in forma di società per azioni sottoposta alla direzione unitaria della capogruppo e composto dalle società di cui ai punti (ii) e (iii).

Il perimetro del gruppo bancario cooperativo include, quindi, oltre la società bancaria capogruppo costituita in forma di società per azioni e le Bcc aderenti (con le quali stipula il contratto di adesione e sulle quali esercita il controllo in forza di un vincolo contrattuale), altre società bancarie, finanziarie e strumentali, controllate dalla capogruppo in forza di rapporti (non contrattuali, perché non manca il contratto

---

<sup>39</sup> In sostanza, il legislatore ha reso l'aggregazione delle Bcc in un gruppo bancario cooperativo l'unica opzione seriamente praticabile ai fini della prosecuzione dello svolgimento dell'attività bancaria nelle forme pregresse. Infatti: (i) l'adesione a un gruppo bancario cooperativo è condizione per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria in forma di banca di credito cooperativo, con conseguente impossibilità, in mancanza, di dar corso all'iscrizione nell'albo delle società cooperative di cui all'art. 2512, secondo comma, c.c. (art. 33, commi 1-*bis* e 1-*ter*, t.u.b.); (ii) in caso di recesso o esclusione da un gruppo cooperativo, previa autorizzazione rilasciata dalla Banca d'Italia avendo riguardo alla sana e prudente gestione della banca, la Bcc esclusa o recedente può solo deliberare, alternativamente, la trasformazione in società per azioni, o, in mancanza, la liquidazione (art. 36, comma 1-*bis*, t.u.b.); (iii) la predetta possibilità di trasformazione in s.p.a. è assoggettata al penalizzante obbligo di versamento all'erario di un importo pari al 20 per cento del patrimonio netto al 31 dicembre 2015, come risultante dal relativo bilancio asseverato alla data (art. 2, commi 3-*bis* e 3-*ter*, d.l. 14 febbraio 2016, n. 18).

<sup>40</sup> Nella specie, le Casse *Raiffeisen* dell'Alto Adige, dopo aver avviato, ai sensi dell'art. 37-*bis*, comma 1-*bis*, t.u.b. (versione *ante* d.l. n. 119/2018), il procedimento di costituzione di un gruppo bancario cooperativo regionale (il gruppo Cassa Centrale *Raiffeisen* dell'Alto Adige), a seguito dell'introduzione (ad opera del d.l. n. 119/2018) della facoltà "riservata" di istituire un sistema di tutela istituzionale, hanno "risolto" il procedimento in corso e comunicato alla Banca di Italia l'intenzione di adottare un sistema di tutela istituzionale, con avvio della relativa procedura, culminata nella relativa costituzione.

<sup>41</sup> Come è noto, l'I.P.S. – introdotto dalla Direttiva Europea 2006/48 e modificato dal Regolamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio (c.d. C.R.R.), nell'ambito della vigilanza bancaria europea – è, ai sensi dell'art. 113, paragrafo 7, C.R.R., un accordo di responsabilità contrattuale o legale che ha lo scopo di proteggere gli istituti membri e, se necessario, di garantire loro liquidità e solvibilità in tempi brevi, al fine di evitarne il fallimento. Ulteriore vantaggio della costituzione dell'I.P.S. è l'autorizzazione concessa dalla Banca Centrale Europea, sempre *ex art.* 113 C.R.R., di applicare, ai fini della regolamentazione patrimoniale, alle esposizioni dei membri dell'I.P.S. un fattore di ponderazione del rischio pari allo 0%, nonché di esentarle dalle norme sui limiti di grandi esposizioni (art. 395 C.R.R.): v. POLI F., *Co-operative Banking Networks in Europe: Models and Performance*, Basilea, 2019, 74 e ss.

---

di coesione, ma) partecipativi<sup>42</sup>.

Gli artt. 37-bis e 37-ter t.u.b. dettano poi tutta una serie di principi e clausole generali di organizzazione del gruppo bancario cooperativo, «*al fine di assicurare la sana e prudente gestione, la competitività e l'efficienza del gruppo bancario cooperativo, nel rispetto della disciplina prudenziale applicabile e delle finalità mutualistiche*» (art. 37-bis, comma 7-bis, t.u.b.), la cui specificazione e attuazione risulta in concreto dal combinato delle Disposizioni di Vigilanza di Banca di Italia<sup>43</sup>, del contratto di coesione (*astratto e concreto*) e dei regolamenti di gruppo. Spetta infatti all'Autorità di Vigilanza e alla prassi identificare i contenuti concreti dei principi e delle clausole generali di applicazione minima necessari contenuti negli artt. 37-bis e 37-ter t.u.b.<sup>44</sup>. E ciò con particolare riferimento: (i) al contenuto legale minimo del contratto di coesione e degli statuti e della capogruppo e delle Bcc aderenti; (ii) al processo di consultazione e all'autonomia residua delle Bcc affiliate; (iii) alla garanzia in solido e incrociata tra la capogruppo e le Bcc e tra le Bcc stesse<sup>45</sup>.

La riforma del 2016 prevede anche un (secondo) accordo di garanzia, avente ad oggetto l'attuazione di un sistema di garanzie incrociate, in conformità con la normativa prudenziale, applicabile al duplice scopo: (i) di garantire le obbligazioni di ogni ente appartenente al gruppo nei confronti di terzi in caso di inadempimenti (c.d. garanzia esterna); (ii) di assicurare meccanismi di sostegno finanziario per la solvibilità e la liquidità delle Bcc e delle capogruppo (c.d. garanzia interna)<sup>46</sup>.

---

<sup>42</sup> Sulle problematiche connesse ad una siffatta architettura di gruppo, cfr. SEPE M., *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo?*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2015, 4, 84 e ss.; ID., *I nodi irrisolti nell'assetto del credito cooperativo, tra localismo e mutualità*, *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, 53 e ss.

<sup>43</sup> Emanate con il 19° aggiornamento della Circolare n. 285 del 2 novembre 2016.

<sup>44</sup> Si è, dunque, di fronte ad una disciplina organizzativa del gruppo di imprese di fonte legale e regolamentare che contiene tutta una serie di disposizioni inderogabili di struttura e funzionamento di applicazione necessaria (a prescindere cioè dalla concreta architettura di gruppo disegnata dalla prassi), cui si aggiungono, nei limiti della compatibilità, le disposizioni generali in tema di gruppi di società, gruppi bancari e gruppi cooperativi. Sul punto, sia consentito rinviare a RUGOLO G., *Brevi considerazioni sul contratto di coesione nel gruppo bancario cooperativo*, in *Giustiziacivile.com*, 2019 (04.06.2019), 2 e ss.

<sup>45</sup> È evidente, quindi, che il gruppo bancario cooperativo è un nuovo modello organizzativo del gruppo di imprese (lucrative e cooperative, bancarie e finanziarie) che ruota attorno ad un complesso di regole, la cui concreta elaborazione è rimessa dal legislatore ai soggetti interessati, nel quadro della disciplina per principi e per clausole generali dettata dal legislatore stesso e di quella attuativa predisposta (e imposta) dall'Autorità di Vigilanza; e si struttura quindi sulla base di un contratto (di coesione) imposto e etero-determinato nel suo nucleo essenziale (e funzionale). Sul contratto di coesione, cfr., ad esempio, SANTAGATA R., *“Coesione” ed autonomia nel gruppo bancario cooperativo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, 4, I, 431 e ss.; *ibidem*, in AA. VV., *Nuove opportunità e sfide per le banche di credito cooperativo: la riforma del 2016. Atti del Convegno (Lecce, 16-17 dicembre 2016)*, a cura di Cardarelli M. C., Torino, 2017, 89 e ss.; ID., *Dai gruppi (bancari) paritetici al «contratto di coesione» (riflessioni sulla persistente attualità del pensiero di Gian Franco Campobasso)*, in *Le metamorfosi del credito cooperativo*, a cura di Abbadessa P.-Cesarini F., Torino, 2019, 77 e ss.; SEPE M., *I nodi irrisolti*, cit., 54, il quale, puntando l'accento sulla garanzia in solido e reciproca tra le Bcc e la capogruppo, configura riconduce questo contratto al contratto a favore di terzo (spec. 68).

<sup>46</sup> In argomento, cfr. PINTO V., *Il sistema della garanzia in solido nel gruppo bancario cooperativo*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2018, 4, 461 e ss.

---

Il d.lgs. n. 18/2016 ammette altresì che, in determinate situazioni di difficoltà finanziaria, le Bcc possano emettere azioni di finanziamento per provvedere alla raccolta di capitale, sottoscrivibili da investitori qualificati o da fondi di garanzia o dedicati alla promozione e allo sviluppo della cooperazione.

## 5. La crisi da Covid-19 e la legislazione dell'emergenza.

Una volta chiariti la genesi, l'evoluzione e la valenza del credito cooperativo diviene più agevole analizzare il ruolo svolto dalle Bcc durante l'emergenza Covid-19 e riflettere sui problemi che l'aggregazione delle stesse in un gruppo bancario cooperativo fortemente integrato – con conseguente alterazione dell'organizzazione e del funzionamento delle medesime – pone (o potrebbe porre) sia nell'immediato sia anche quando l'emergenza pandemica sarà rientrata.

A tal fine, l'attenzione deve concentrarsi, innanzitutto, sulla legislazione dell'emergenza costituita dal susseguirsi di plurimi interventi a mezzo di decretazione d'urgenza e, in specie, su alcune disposizioni che direttamente o indirettamente si possono riflettere oggi e si rifletteranno domani e per un tempo non breve sulle banche di credito cooperativo impegnate sul territorio di riferimento ad affrontare le crisi cagionate propriamente dal *lockdown* seguito all'emergenza.

Più nel dettaglio, di fronte alla contrazione economica indotta dalla consistente diminuzione della domanda e dalla marcata riduzione dell'attività, sul fronte delle imprese, e alla riduzione della ricchezza finanziaria, sul fronte delle famiglie, si è provveduto in Italia con decretazione di necessità e di urgenza a porre una serie di misure straordinaria (anche) in materia bancaria e finanziaria: ci si riferisce alle misure introdotte con il c.d. decreto "Cura Italia" e con il c.d. decreto "Liquidità" (d.l. 8 aprile 2020, n. 23, convertito nella legge 5 giugno 2020, n. 40).

In particolare, per quanto qui interessa, per assicurare alle famiglie e alle imprese la liquidità necessaria a fronteggiare la crisi collegata all'emergenza Covid-19 ed evitare, in ultima analisi, che tale contrazione economica si riverberi, a cascata, sul settore (e sul merito) creditizio, determinando una crisi di liquidità e innalzando il livello dei crediti deteriorati (meglio noti, come *Non performing loans*, c.d. *Npl*), il citato decreto Liquidità:

(i) ha istituito, nello stato di previsione del Ministero dell'Economia e delle Finanze, un fondo, con una dotazione di 12 miliardi di euro, destinato a concedere anticipazioni a Regioni, Province autonome ed enti locali, che si trovino in uno stato di carenza di liquidità, destinato a far fronte al pagamento dei propri debiti di carattere commerciale certi, liquidi ed esigibili;

(ii) ha concesso alle micro (le c.d. partite IVA), piccole e medie imprese, nonché ai professionisti e alle ditte individuali aventi sede in Italia e *in bonis* (cioè non classi-

---

ficati come esposizioni deteriorate) una moratoria straordinaria sui prestiti;

(iii) ha introdotto, in conformità alla normativa europea in tema di aiuti di Stato e nel rispetto di specifici criteri e condizioni, le garanzie (a prima richiesta, esplicita e irrevocabile) della SACE S.p.A. in favore di banche, di istituzioni finanziarie nazionali e internazionali e degli altri soggetti abilitati all'esercizio del credito in Italia, per i finanziamenti (di importo non superiore al maggiore fra il 25% del fatturato 2019 dell'impresa e il doppio del costo del personale del 2019) sotto qualsiasi forma erogati alle imprese con sede in Italia, colpite dall'epidemia Covid-19, diverse dalle banche e da altri soggetti autorizzati all'esercizio del credito;

(iv) ha introdotto un sistema di coassicurazione in base al quale gli impegni derivanti dall'attività assicurativa di SACE S.p.A. sono assunti dallo Stato per il 90% e dalla stessa società per il restante 10%, liberando in questo modo ulteriori risorse da destinare al potenziamento dell'*export*;

(v) ha ampliato l'operatività del Fondo Centrale di Garanzia per le PMI, disponendo, fra l'altro, la gratuità della garanzia, con la sospensione dell'obbligo di versamento delle previste commissioni per l'accesso al Fondo stesso; l'ammissibilità alla garanzia di operazioni di rinegoziazione del debito e l'allungamento automatico della garanzia in caso di moratoria o sospensione del finanziamento per l'emergenza<sup>47</sup>;

(vi) ha previsto una garanzia per fornire provvista alle banche che finanziano le imprese medio grandi che non beneficiano del Fondo PMI, nonché la rinegoziazione dei mutui degli ultimi anni;

(vii) ha ampliato l'operatività del Fondo di Solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa, permettendo ai titolari di un mutuo contratto per l'acquisto della prima casa, che siano in specifiche situazioni di temporanea difficoltà, di beneficiare della sospensione del pagamento delle rate fino a diciotto mesi.

Nel complesso, le misure adottate dal decreto Liquidità si fissano, nel loro scheletro essenziale, su due poli cardinali: il diretto coinvolgimento delle banche, quali prestatori di danaro; la partecipazione, pure diretta, dello Stato (per il tramite, a seconda dei casi, della Sace S.p.A. o del Fondo di garanzie per le PMI), a mezzo di prestazione di apposita garanzia personale: per certe fattispecie, totale; per altre, parziale, a salire dal 70% dell'«importo del finanziamento». In un mercato del credito deteriorato come in nostro, il sistema delle garanzie dello Stato mira ad evitare che significative contrazioni nello svolgimento dell'attività dell'impresa creditizia; comportando la possibilità – nonostante la situazione di crisi pandemica in essere – di un mercato stabile, diffuso e a rischio per sé marginale (per la parte di credito non coperto dallo Stato)<sup>48</sup>.

---

<sup>47</sup> In tal modo, le imprese – in possesso dei requisiti richiesti (es. assenza di esposizioni classificate come in “sofferenza”) – possono accedere a tre tipologie di prestiti, garantiti dal Fondo, distinti in base alla soglia: prestito sino a 25.000 euro; prestito sino ad 800.000 euro; prestito oltre 800.000 euro.

<sup>48</sup> Così, DOLMETTA A. A., *Prospettive e problemi del credito pandemico coperto da garanzia statale*, in *Riv. dir. bancario*, aprile/giugno, 2020, 257 e s.



---

## 6. Le misure adottate dalle Bcc nell'emergenza Covid-19. Evidenze dalla prassi.

Il punto centrale del meccanismo di finanziamento introdotto dai decreti governati (e dalle successive leggi di conversione) e, dunque, la partecipazione delle banche all'effettiva realizzazione delle misure predisposte nel decreto Liquidità ha base e natura volontaria: essa, cioè, non è imposto dal decreto Liquidità<sup>49</sup>, che non progetta né tanto meno contempla l'idea di un accordo preventivo e generale, tra le banche (singole o come sistema) e lo Stato. Il che vuol dire, in altre parole, che il legislatore affida l'adesione delle banche al meccanismo di intervento ovvero l'effettivo funzionamento del medesimo a strumenti di *moral suasion*<sup>50</sup>. Se così è, è evidente che il monito governativo è rivolto principalmente alle banche di credito cooperativo, quali banche di prossimità storicamente impegnate a fornire un concreto sostegno e supporto alle piccole e medie imprese e alle famiglie, che oggi – precisa l'Autorità di Vigilanza – possono fronteggiare la sfida della recessione beneficiando dei vantaggi dell'integrazione in un gruppo bancario cooperativo<sup>51</sup>.

E ciò, del resto, è stato. Infatti, già dai primi comportamenti posti in essere dalle Bcc è dato trarre una perfetta corrispondenza tra l'impostazione volontaristica e i caratteri (territorialità, solidarietà, mutualità) delle Bcc, tradottasi in plurime azioni concrete di supporto al territorio. Invero, già dalla prima metà di marzo, le Bcc italiane hanno messo in atto interventi economico-finanziari – espressione dei principi di solidarietà e mutualità che le connotano –, ad esempio, nell'erogazione di prestiti agevolati per liquidità della durata di 48 mesi, con preammortamento fino al 31.12.2020, importo massimo di euro 25.000 e tasso fisso dell'1%, a favore degli esercenti, costretti a chiudere o ad affrontare un periodo di incassi ridotti al minimo<sup>52</sup>.

Intervenuta la legislazione dell'emergenza, le Bcc hanno attuato le misure previste nei provvedimenti governativi, gestendo le sofferenze e erogando credito alle famiglie e alle piccole e medie imprese.

In particolare, le Bcc aderenti al Gruppo Iccrea hanno: (i) sospeso i mutui erogati a vario titolo alle imprese; (ii) concesso finanziamenti a tassi agevolati alle imprese e alle famiglie<sup>53</sup>; (iii) erogato i c.d. Mutui Covid-19 da 25.000 euro, garanti dallo

---

<sup>49</sup> A ragione, si ritiene, dato che una simile opzione potrebbe sollevare non lievi problemi di legittimità costituzionale.

<sup>50</sup> Non a caso, in ambito governativo, si è raccomandato alle banche di aiutare la popolazione, facendo con "responsabilità" un "atto di amore" per il Paese.

<sup>51</sup> Cfr., Visco I., *Considerazioni finali del Governatore. Relazione annuale Roma, 29 maggio 2020*, in [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2020/cf\\_2019.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2020/cf_2019.pdf), 2020, 20. Sul punto, v. *infra*, sub §7.

<sup>52</sup> Si consideri, ad esempio, che la Bcc di Fano, aderente al Gruppo Iccrea, ha erogato n. 170 finanziamenti del tipo illustrato nel testo per un totale di 3,5 milioni di euro.

<sup>53</sup> Ad esempio, il Credito Trevigiano – Bcc aderente al Gruppo Iccrea, nel periodo compreso tra il 1 aprile e l'8 maggio, attraverso le sue 30 filiali, è intervenuta sul territorio con operazioni che

---

Stato, alle imprese<sup>54</sup>; (iv) erogato i finanziamenti assistiti dalla garanzia SACE S.p.A. a importanti imprese italiane operative nel settore dell'abbigliamento e della ristorazione<sup>55</sup>.

Analoghe considerazioni possono essere svolte per le Bcc aderenti al Gruppo Cassa Centrale Banca, le quali hanno

- a sostegno delle famiglie: (i) introdotto una moratoria su iniziativa di Gruppo, che è una misura agevolativa a sostegno dei privati che, in ragione delle limitazioni subite nell'attività lavorativa autonoma svolta o delle limitazioni patite dal datore di lavoro a causa dell'emergenza Covid-19, incorrono in una riduzione transitoria dei flussi reddituali disponibili<sup>56</sup>; (ii) attuato le misure previste dal Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa (c.d. Fondo Gasparrini), ampliata con l'emergenza Covid-19, anche sotto il profilo dei beneficiari, che si concretizza nella sospensione integrale (capitale e interessi) per massimo 18 mesi per i mutui prima casa; e nell'attuazione urgente e agile senza alcun margine discrezionale valutativo da parte della Bcc; (iii) aderito alla Convenzione ABI in tema di Anticipazione Sociale del 30.03.2020 a favore dei lavoratori, con la conseguenza che i lavoratori dipendenti di aziende che, in attesa dell'emanazione dei provvedimenti di autorizzazione dei trattamenti di integrazione al reddito, siano sospesi dal lavoro a zero ore, possono richiedere alla Banca una anticipazione dell'integrazione salariale nei casi in cui la stessa non venga anticipata dal datore di lavoro;

- a sostegno delle imprese: (i) introdotto una moratoria su iniziativa di Gruppo a sostegno delle imprese che hanno subito un danno economico connesso all'emergenza Covid-19, prevedendo la moratoria integrale (capitale e interessi) sulle rate dei mutui per i 12 mesi successivi alla richiesta, con pari allungamento del piano

---

hanno interessato un ammontare complessivo di crediti pari a 323 milioni di euro. Nello specifico tra le soluzioni che hanno avuto maggiore interesse ci sono state le sospensive dei mutui, a vario titolo, alle imprese. Queste, in un mese, hanno riguardato una platea di oltre 1.000 realtà aziendali, per un totale di 166 milioni di euro di finanziamenti. Ancora più ampio l'arco di destinatari dei procedimenti di proroga relativi agli anticipi autoliquidanti di fatture verso l'Italia ed Estero: Credito Trevigiano ha infatti soddisfatto 4.100 pratiche, per 30 milioni di euro di controvalore.

<sup>54</sup> Nell'ambito dei finanziamenti definiti dall'art. 13, lettera "m", del Decreto Legge Liquidità, le Banche del Gruppo Iccrea hanno ricevuto, alla data del 29 maggio scorso (dati comunicati a Banca d'Italia), oltre 62.000 richieste relative a finanziamenti entro i 25 mila euro, per un valore complessivo superiore ai 1,2 miliardi di euro. Di queste, sono state erogate più di 38.000 operazioni, pari al 61% delle richieste ricevute, per un valore complessivo di 790 milioni di euro. In totale le Banche del Gruppo hanno ricevuto oltre 65.000 richieste complessive di finanziamento ai sensi dell'art. 13 del Decreto Legge Liquidità, per un valore di oltre 2,2 miliardi di euro, erogando quasi il 60% di pratiche (più di 39.000), per un totale di 925 milioni di euro.

<sup>55</sup> Nell'ambito dell'emergenza Covid-19, il Gruppo Bancario Cooperativo Iccrea ha concluso attraverso la BCC di Napoli le prime due operazioni con garanzia SACE a sostegno di due aziende campane. Protagonista del finanziamento è Iccrea BancaImpresa, la banca corporate del Gruppo Iccrea che, nell'ambito del d.l. n. 23/2020, ha finalizzato i due finanziamenti, del valore di 7 milioni di euro complessivi e assistiti da garanzia SACE per il 90%, a beneficio della Ciro Paone Spa e della EP Spa.

<sup>56</sup> Nel dettaglio, la misura prevede la moratoria integrale (capitale e interessi) sulle rate dei mutui per i 12 mesi successivi alla richiesta, con pari allungamento del piano di ammortamento. Le singole richieste sono valutate dalla Bcc in base a valutazioni autonome e discrezionali.

---

di ammortamento, da concedere in base a valutazioni autonome e discrezionali; (ii) attuato le misure di cui all'art. 56 d.l. n. 18/2020 in relazione a diverse linee di credito, attivabili dalle microimprese e dalle piccole e medie imprese che hanno subito in via temporanea carenze di liquidità quale conseguenza diretta della diffusione dell'epidemia da Covid-19<sup>57</sup>; (iii) introdotto le moratorie basate sull'accordo A.B.I. (c.d. Accordo per il credito 2019), in forza delle quali può essere sospeso, fino ad un anno, il pagamento della quota capitale delle rate dei finanziamenti (mutui e *leasing*) e possono essere allungati i mutui per un periodo massimo fino al 100% della durata residua dell'ammortamento<sup>58</sup>.

Ad uno sguardo di insieme, secondo quanto riportato dal Comunicato di Federcassa dell'8 giugno 2020, le 250 Bcc italiane (aderenti al GBC Iccrea e al GBC CCB, nonché partecipanti all'I.P.S. dell'Alto Adige)<sup>59</sup> hanno: (a) trasmesso al Fondo di Garanzia delle piccole e medie imprese n. 84.783 richieste di garanzia, a valere sulle misure del decreto Liquidità, pari a più del 16,2% del totale delle pratiche inviate al Fondo; (b) erogato finanziamenti assistiti dalle garanzie statali di importo superiore a 2 miliardi e 800 milioni di euro, pari all'11,47% del totale dei prestiti concessi; (iii) esitato n. 79.360 pratiche relative ai prestiti fino a 25 mila euro, per un importo complessivo superiore ad 1 miliardo e 620 milioni di euro, pari al 16,68% del totale delle pratiche trasmesse e al 16,64% del totale degli importi erogati; (iv) deliberato e reso operative oltre n. 277000 pratiche di moratorie per un importo complessivo di oltre i 32 miliardi di euro, pari circa ad un quinto del totale dei crediti erogati dal settore del credito cooperativo<sup>60</sup>.

---

<sup>57</sup> In specie, le misure possono essere attivate per: aperture di credito in conto corrente a revoca e/o anticipi sui crediti (la misura prevede la non revocabilità delle linee di credito sino al 30.09.2020); prestiti non rateali in scadenza (aperture di credito a scadenza fissa, o c.d. "sovvenzioni": la misura prevede la proroga della scadenza al 30.09.2020 con mantenimento delle medesime condizioni); finanziamenti a rimborso rateale (mutui e leasing: la misura prevede la sospensione fino al 30.09.2020 della quota interessi e/o della quota capitale con allungamento del piano di ammortamento per una durata pari a quella della sospensione, senza alcuna variazione al tasso applicato).

Sono misure che trovano modalità di attuazione urgente ed agile senza alcun margine discrezionale valutativo da parte della Banca, nel rispetto dei requisiti previsti dallo stesso d.l. 18/2020; di conseguenza, i benefici ivi previsti possono essere concessi esclusivamente a clienti che, alla data del 18.03.2020, non siano classificati tra i deteriorati.

<sup>58</sup> Per accedere a tale misura le imprese, al momento di presentazione della domanda, non devono avere posizioni debitorie classificate dalla banca come esposizioni *non-performing*, ripartite nelle categorie delle sofferenze, inadempienze probabili, esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate. La Banca ha la facoltà di valutare le singole richieste in base a valutazioni autonome e discrezionali.

<sup>59</sup> V., *retro*, sub §1, nt. 1, e §4.

<sup>60</sup> Cfr. FEDERCASSA, *Comunicato dell'8.06.2020*, riferito ai dati rilevati al 4 e al 5 giugno 2020 forniti dal Medio Credito Centrale.

---

## 7. Il ruolo (di nuovo) anticiclico delle Bcc. Alcune questioni operative.

I dati fattuali sopra richiamati mettono in evidenza che, nella crisi economico-finanziaria da Covid-19, le Bcc (che detengono una quota di mercato complessivo degli impieghi a clientela pari al 7,5%) hanno esercitato: (i) il ruolo di tipiche banche del territorio, improntate al perseguimento dei principi di mutualità e solidarietà; (ii) una funzione (di nuovo) anticiclica<sup>61</sup>, atteso che (seppur non senza criticità né ritardi operativi) per esse non si è verificato (quanto meno allo stato) un fenomeno di restrizione creditizia (c.d. *credit crunch*), che viceversa si verifica quando vi è una differenza negativa e statisticamente significativa tra la domanda di credito stimata e il credito effettivamente erogato<sup>62</sup>.

Il che appare perfettamente in linea con l'origine e l'evoluzione storica delle Bcc e rievoca il ruolo da esse svolto durante la crisi finanziaria esplosa nel 2007-2008 e protratta (raggiungendo il suo picco) sino al 2015<sup>63</sup>. Come è noto, infatti, tali banche, durante la recessione del 2008, si sono dimostrate fondamentali per l'economia nazionale, conferendo stabilità all'offerta dei prestiti e sostenendo finanziariamente le piccole e medie imprese<sup>64</sup>.

---

<sup>61</sup> Il riferimento corre evidentemente alla funzione anticiclica svolta, secondo alcuni, dalle Bcc durante la crisi del 2007-2009. Al riguardo, DI COLLI S.-GIRARDI A., *Restrizione creditizia durante la crisi del 2008-2009 e il ruolo anticiclico delle Banche di Credito Cooperativo*, in *Quaderni di ricerca del credito cooperativo*, 2012, 3, 8 ss. e 19, ritengono, ad esempio, che in Italia, durante la crisi finanziaria, non si sia verificato un fenomeno di *credit crunch* e che le banche di credito cooperativo abbiano risentito in misura minore della crisi e abbiano svolto un ruolo "anticiclico". Gli Autori notano poi che l'attività di tali banche è salita di quasi 9 punti percentuali per i finanziamenti alle piccole imprese, di 5 punti per quelli alle medie, di 3 punti per i prestiti alle famiglie. In senso analogo, v., più di recente, v. COSSU M., *L'obiettivo della ripatrimonializzazione nella riforma delle banche di credito cooperativo*, in *Riv. soc.*, 2017, 702 s.; MACRÌ E., *Bcc e mutualità alla luce dell'introduzione del gruppo bancario cooperativo e delle sue recenti modifiche*, in *Giur. comm.*, 2019, 5, I, 868 e ss. Per raffronto tra le due principali aree macro-economiche della zona Euro nel periodo 2008-2013, cfr. MIGLIORELLI M.-BRUNELLI S., *The transmission of the monetary policy in the euro area: the role of the bank's business model*, in *Annals of Public and Cooperative Economics*, 2017, 3, 88, 303 ss.

<sup>62</sup> Cfr. DI COLLI S.-GIRARDI A., *Restrizione creditizia durante la crisi del 2008-2009 e il ruolo anticiclico delle Banche di Credito Cooperativo*, in *creditocooperativo.it*, 2012, 3, 4, per cui: «Bernanke e Lown (1991) definiscono *credit crunch* una contrazione dell'offerta di credito anomala rispetto alla fase del ciclo economico, tenuti fermi i tassi di interesse reali e la qualità dei prenditori (*"a significant leftward shift in the supply of bank loans, holding constant both the real interest rate and the quality of potential borrowers"*). Il credito tende normalmente a ridursi durante una recessione, ma una contrazione eccessiva può essere vista come una stretta creditizia».

<sup>63</sup> Si consideri, ad esempio, che nel 2015 l'incidenza dei crediti deteriorati al netto delle rettifiche di valore era salita al 13%, con sofferenze che ammontavano al 5% dei finanziamenti (contro una percentuale che nel 2011 era del 2,6%), e 1/4 delle BCC presentavano un'incidenza dei prestiti deteriorati netti superiori a 117% dei crediti erogati.

<sup>64</sup> Per un'analisi sul modello delle banche di credito cooperativo in Europa nel periodo compreso tra il 2008 e il 2013, condotta raffrontando le due principali aree macro-economiche della zona Euro, cfr. MIGLIORELLI M.-BRUNELLI S., *The transmission of the monetary policy in the euro area: the role of the bank's business model*, in *Annals of Public and Cooperative Economics*, 2017, 3, 88, 303 ss.

---

Tuttavia, sono di intuitiva percezione le difficoltà registrate (e che, in assenza di provvedimenti della BCE, registreranno) le Bcc ad operare, nell'attuale situazione, quali tipiche banche del territorio, essendo oggi – diversamente da ieri – aggregate nell'innovativo e singolare gruppo bancario cooperativo, con tutto ciò che ne consegue in termini di vincoli strutturali e organizzativi e, quindi, operativi.

Invero, dall'angolo di visuale adottato, l'aspetto più problematico di questa eccezionale crisi economica da Covid-19 pare consistere nel fatto che essa: (i) va ad impattare su (ed inevitabilmente ad aggravare), *sia* sui problemi endemici che connotano il sistema (bancario nel suo complesso e) del credito cooperativo (nella specie), a causa delle asimmetrie riscontrabili tra i vincoli imposti dalle regole di vigilanza prudenziale (di origine sovranazionale) e il ridimensionamento dell'attività svolta; *sia* sulle regole organizzative cui devono sottostare le Bcc, divenute, a seguito dell'aggregazione nella rete (fortemente accentrata) del gruppo bancario cooperativo, banche *significant*; (ii) e sembra destinata a far riemergere (fra l'altro) la problematica dei crediti deteriorati<sup>65</sup>, con quel che ne consegue sul piano delle difficoltà gestionali e delle possibili crisi cui potrebbero andare incontro le Bcc, operanti prevalentemente con le piccole e medio imprese.

Più in particolare, l'(obbligatoria) aggregazione delle Bcc nella rete cooperativa (fortemente accentrata) del gruppo bancario cooperativo<sup>66</sup>, cui segue la loro classificazione, ai fini delle regole di vigilanza prudenziale, come banche *significant*, (fra l'altro)<sup>67</sup> impone a tali enti creditizi di redigere il bilancio di esercizio applicando i principi contabili internazionali IAS e IFRS, che – diversamente dai principi contabili nazionali basati sul costo e sulla prudenza e, dunque, poco influenzati dall'andamento ciclico dell'economia – tendono ad essere fortemente pro-ciclici in quanto basati su un approccio prospettico (atto ad evidenziare la capacità futura dell'azienda di produrre utili e dividendi).

Il punto è che le misure di intervento straordinarie adottate spontaneamente o in adesione ai provvedimenti governativi dalle Bcc, tra cui, in specie, le moratorie sui finanziamenti (con conseguente sospensione e/o allungamento della durata di mutui e prestiti), ragguardate *sic et simpliciter* alla luce dei principi contabili internazionali e, precisamente dell'IAS1, dell'IAS10 e dell'IFRS9, impongono alle Bcc di procedere ad accantonamenti: che, oggi, deprimono il conto economico e, domani, trasformeranno in *Npl* diverse posizioni considerate, al 31 dicembre 2019, *in bonis*.

---

<sup>65</sup> 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*. Sul punto, da ultimo, cfr. CAPRIGLIONE F., *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2020, 1, 8 e ss.; GALLO G., *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione*, in *www.dirittobancario.it*, 4.07.2019, 1 e ss.

<sup>66</sup> V., *retro*, sub §4.

<sup>67</sup> Nota CAPRIGLIONE F., *La finanza UE al tempo del coronavirus*, cit., 22, che l'applicazione alle BCC, aderenti a gruppi bancari cooperativi, di regole uniformi a quelle delle banche *significant*, ne snatura l'essenza e ne ingabbia l'operatività a causa delle «strette» determinate da differenti condizioni strutturali, che legittimerebbero una diversa modalità di prevenzione dai rischi.

---

Più nel dettaglio, gli IAS1 e IAS10 impongono alle banche, in relazione al bilancio 2019, di illustrare gli eventi successivi alla chiusura dell'esercizio impattanti sull'impresa e che comportano un rischio significativo di modifica dei valori nell'esercizio successivo. Invece – ed è il profilo più problematico – lo IFRS 9 – che sostituisce, a partire dal 2018, il principio IAS39 – impone alle banche di effettuare accantonamenti, oltre che per i crediti già deteriorati, per i crediti *in bonis* che (però) potrebbero deteriorarsi in futuro, nonché di stimare le perdite attese (appunto, le *expected credit loss*), con relativa evidenza sui dati di bilancio<sup>68</sup>.

Va da sé che, in un'analisi prospettica di valutazione del credito, l'aver concesso una moratoria ad un cliente comporterà il passaggio allo stato *forborne performing* o *non performing*, imponendo quindi maggiori accantonamenti; nonché, per le posizioni deteriorate, eventuali nuove erogazioni concesse per far fronte all'emergenza creata dal Covid-19 potrebbero comportare assorbimenti patrimoniali rilevanti.

In sostanza, in applicazione dei principi contabili internazionali, a seguito dell'attuale emergenza da Covid-19, finiranno con l'essere classificati come deteriorati i crediti della clientela che abbia subito gli effetti negativi del *lockdown*.

Per evitare che le criticità del Covid-19, oltre a manifestarsi nell'emergenza sanitaria, colpiscano le Bcc, precludendo loro la possibilità di continuare ad erogare credito, è necessario – come già da più parti segnalato – che la BCE sterilizzi l'applicazione dei principi contabili internazionali, quanto meno dell'IFRS9, bloccando la degradazione del credito e gli accantonamenti richiesti a fini prudenziali e le modalità di calcolo per gli sconfinamenti oltre i 90 e i 180 giorni alla Centrale dei rischi. Inoltre, più in generale, a fronte di una realtà siffatta, appare senz'altro giustificata (e anzi auspicata) una sospensione degli ordinari criteri prudenziali di valutazione delle banche riguardati il profilo di rischio dei creditori.

In ogni caso, in attesa di verificare quali saranno i provvedimenti concreti adottati dall'EBA e dalla BCE, è certo comunque che l'IFRS 9 deve essere applicato, non meccanicamente, ma tenendo conto sia degli effetti legati al Covid-19 sia delle misure di sostegno adottate dagli Stati. Salvo stabilire poi la portata concreta della possibilità di non applicare meccanicamente (ma appunto in modo ponderato all'emergenza pandemica) tale principio.

Ma le problematiche non finiscono qui.

Infatti, le criticità finanziarie cui potrebbero andare incontro le Bcc, costrette, da un lato, a fronteggiare la crisi Covid-19, dall'altro, ad applicare i principi contabili internazionali, potrebbero riflettersi, a valle, sulla loro autonomia gestionale, atteso che le regole – questa volta – organizzative del gruppo bancario cooperativo e, in particolare, il meccanismo dell'*Early Warning System*, potrebbero imporre alla *hol-*

---

<sup>68</sup> Precisamente, lo IFRS9 prevede una segmentazione dei crediti in tre livelli, detti "stage", da cui dipendono diverse metodologie di calcolo delle perdite: nel primo *stage*, la perdita attesa è calcolata su un orizzonte temporale di un anno; nel secondo *stage* (che scatta quando sui crediti aumenta significativamente la rischiosità), la perdita è calcolata su un orizzonte temporale che copre la vita dello strumento sino a scadenza; nel terzo *stage* rientrano i crediti diventati più rischiosi in cui c'è l'oggettiva evidenza di *impairment test*.



---

*ding* di riclassificare le Bcc, con tutto ciò che ne conseguirebbe per la singola Bcc, declassata a causa delle sofferenze imbarcate in occasione della pandemia, in punto di compressione, più o meno accentuata, dell'autonomia negoziale e operativa.

Invero, fermo restando che la capogruppo esercita la direzione unitaria secondo un livello minimo “coeso” (*alias*, comune a tutte le Bcc), prescindente cioè dalla classe di rischio delle Bcc, e propedeutico ad imprimere al sodalizio i tratti minimi unitari (c.d. nucleo centrale del potere), il contratto di coesione – che, come visto, *fonda e regola* il gruppo bancario cooperativo – declina le aree di azione della capogruppo facendole ruotare attorno *alle* e condizionandole *dalle* risultanze della classificazione delle Bcc (disposta, sempre, dalla capogruppo) tramite l'*Early Warning System* (connesso, fra l'altro, al *Risk Appetite Framework*).

Infatti, a seconda del livello di rischio associato alla singola Bcc, la capogruppo modula l'intensità della sua interazione con le Bcc; e ciò a prescindere dal fatto che la capogruppo agisca su *input* dell'Autorità di Vigilanza o autonomamente. Tanto è vero che sia nel GBC Iccrea sia nel GBC CCB le relazioni tra la capogruppo e le Bcc affiliate variano in funzione della classe di rischio assegnata (dalla stessa *holding*) alla singola Bcc, dando luogo, in entrambi i Gruppi, a tre diversi “tipi” di gestione, caratterizzati da un progressivo grado di cogenza e di rimedi sanzionatori secondo lo schema: gestione ordinaria<sup>69</sup>, gestione coordinata<sup>70</sup> e gestione controllata, nel GBC

---

<sup>69</sup> Si legge, ad esempio, nell'Allegato 2 al Contratto coesione GBC Iccrea, 14, che la gestione ordinaria è associata alle situazioni di rischio complessivo classificate come “ordinario” e corrispondenti alle prime due classi di rischio. In questo caso: (a) la Banca Affiliata opera per perseguire i propri obiettivi strategici, orientati al conseguimento di obiettivi di medio e lungo termine comuni e condivisibili, tenendo conto delle diversità economiche e sociali dei territori dei quali la Banca Affiliata è espressione, nonché dei principi cooperativi e della funzione mutualistica senza fini di speculazione privata, nel rispetto delle regole e dei principi di funzionamento del complessivo impianto di governo e controlli dei rischi definito dalla Capogruppo, coerentemente con i poteri di direzione, coordinamento e controllo della Capogruppo come risultanti dalla normativa applicabile, dalle Disposizioni di Vigilanza sul Gruppo Bancario Cooperativo e dal Contratto di Coesione; (b) la Capogruppo presidia l'andamento del profilo di rischio della Banca Affiliata tramite i meccanismi ordinari di governo, gestione e controllo delle attività e dei rischi di Gruppo, definiti conformemente alle previsioni del Contratto di Coesione.

Le Banche Affiliate adempiono agli obblighi di collaborazione e recepimento delle Direttive della Capogruppo, derivanti dal Contratto di Coesione. In tale situazione, l'eventuale mancato recepimento o violazione delle Direttive della Capogruppo può comportare un peggioramento dell'indicatore vitale relativo all'ambito “*Internal Governance e SCR*” e la conseguente classificazione nelle situazioni di rischio complessivo “tensione” o “critico” cui corrispondono la “gestione coordinata” o la “gestione controllata”.

<sup>70</sup> Stabilisce, ancora, l'Allegato 2 al Contratto coesione GBC Iccrea, 14, che la Gestione coordinata è associata alle situazioni di rischio complessivo classificate come “tensione” e corrispondenti alla terza e quarta classe di rischio. In questo caso: (a) la Banca Affiliata si adopera per l'attuazione di Misure di intervento per (i) conseguire livelli di patrimonializzazione e liquidità tali da fronteggiare adeguatamente i rischi assunti e assicurare il rispetto dei requisiti regolamentari, anche in caso di situazioni di mercato avverse, (ii) ripristinare gli standard di efficacia e conformità dell'impianto di *internal governance* e del sistema dei controlli interni alla regolamentazione e alle previsioni del Contratto di Coesione; (b) la Capogruppo, per il tramite di una Direttiva, comunica alla Banca Affiliata gli ambiti nei quali sono necessari gli interventi preventivi unitamente alle relative motivazioni e richiede la predisposizione di un piano di interventi funzionale a prevenire il peggioramento della situazione aziendale e/o a ripristinarne il livello di ordinarietà.

---

Iccrea<sup>71</sup>; ricavabile dalla lettura congiunta del contratto di coesione e del Regolamento *Model Risk Based*, nel GBC CCB<sup>72</sup>.

È manifesto che una tale evenienza sia da scongiurare attuando soluzioni condivise idonee a sterilizzare il meccanismo dell'*Early Warning System* per evitare che un declassamento connesso all'emergenza Covid-19 possa determinare (oltre che una crisi finanziaria delle Bcc) una crisi *infra* e di gruppo, risolvendosi quale occasione per far esplodere (sopite) problematiche di *governance*.

## 8. Oltre la pandemia: verso un (ulteriore) ripensamento della riforma del credito cooperativo?

Avviati a soluzione i problemi di gruppo che la crisi da Covid-19 potrebbe determinare alle Bcc, resta la sensazione che questa eccezionale esperienza emergenziale non potrà non lasciare un segno nel momento in cui la pandemia potrà dirsi passata. Evidenti sono infatti le criticità strutturali e operative cui vanno incontro le Bcc sottoposte all'applicazione della disciplina prevista, dalla regolamentazione prudenziale, per le banche *significant* e, a certe condizioni, al meccanismo di classificazione

---

Le Banche Affiliate individuano, col supporto della Capogruppo, il piano di interventi da porre in essere per rimuovere i deficit individuati dalla Capogruppo, la quale ne valuta preventivamente la potenziale efficacia e, una volta concordate le misure necessarie, ne monitora lo stato di implementazione, sollecitando le Banche Affiliate in caso di ritardi di attuazione. La mancata identificazione di azioni rimediali da parte della Banca Affiliata, qualora non adeguatamente motivata, nonché la mancata attuazione delle misure rimediali concordate, configurano violazioni alle Direttive della Capogruppo. Dette violazioni si riflettono sull'indicatore vitale di *Internal Governance* e possono comportare quindi la classificazione della Banca Affiliata nella situazione di rischio complessivo "critico", dunque attivando la "Gestione controllata", nell'ambito della quale ulteriori inadempienze possono attivare le Misure sanzionatorie.

<sup>71</sup> Dispone inoltre l'Allegato 2 al Contratto coesione GBC Iccrea, 14 e s., che la Gestione controllata è associata al livello di rischio classificato come "critico" e corrispondente alle ultime tre classi di rischio. Qui: (a) la Banca Affiliata attua le Misure di intervento, comunicate tramite Direttiva della Capogruppo, volte a (i) ripristinare il rispetto dei requisiti regolamentari ovvero rimuovere i deficit che connotano gli ambiti critici e che possono compromettere la stabilità della Banca Affiliata, (ii) rimuovere le carenze riscontrate nell'impianto di *internal governance* e del sistema dei controlli interni.

L'indicazione delle misure correttive è accompagnata dalla motivazione delle stesse, fondata su un processo istruttorio che comprende una valutazione della complessiva situazione tecnica della Banca Affiliata. La mancata attuazione delle Misure di intervento correttivo da parte della Banca Affiliata costituisce una violazione delle Direttive della Capogruppo ed è presupposto per l'attivazione di Misure sanzionatorie. La Capogruppo disciplina il funzionamento operativo delle modalità di interazione sopra definite tramite specifiche Direttive che provvede a mantenere nel tempo e a trasmettere alle Banche Affiliate.

<sup>72</sup> Sulla base di questo regolamento – che indica il sistema di indicatori attraverso il quale è misurata, valutata e monitorata la rischiosità di ciascuna Banca Affiliata – la Capogruppo classifica le Bcc affiliate e stabilisce le modalità di relazionarsi con esse.

---

basato sull'*Early Warning*.

Questo segno pare non possa che essere nel senso di ripensare (come da più parti, ancora una volta, auspicato)<sup>73</sup> l'assetto del gruppo bancario cooperativo, organizzandolo, ad esempio, in una rete mediamente accentrata, sull'esempio del modello adottato nel *DZ-Bank Verbund* tedesco e nel *Raiffeisenbanken Verbund* austriaco<sup>74</sup>.

---

<sup>73</sup> Come è noto, il modello di gruppo bancario cooperativo adottato dal legislatore italiano ha dato adito ad un intenso dibattito – sul valore e sulla legittimità costituzionale della riforma del 2016, introdotta col dichiarato intento di tutelare la stabilità finanziaria del settore del credito cooperativo, preservando i caratteri originari delle banche di credito cooperativo (mutualità, localismo, democraticità) – in corso già prima dell'emergenza Covid-19.

Al riguardo, in estrema sintesi, è interessante ricordare che i sostenitori della tesi che valuta criticamente il nuovo modello di gruppo fondano le loro argomentazioni sul ruolo anticiclico svolto dalle Bcc durante la crisi finanziaria, sulla perdita dell'essenza cooperativa delle Bcc causata dalla loro aggregazione in gruppi di grandi dimensioni (ricompresi tra le c.d. banche significative sottoposte dal Regolamento n. 1024/2013/UE alla vigilanza della BCE) e sul venir meno della specificità operativa di tali enti creditizi (ridotte a "distributori di prodotti finanziari), con conseguente snaturamento della categoria. Gli stessi interpreti sollevano dubbi di tenuta "tipologica" del modello di "governance cooperativa" e di legittimità costituzionale (per violazione degli artt. 18, 41 e 45 cost.) in ordine al criterio dell'obbligatoria adesione al gruppo, quale dato centrale di una costruzione disciplinare che limita fortemente l'autonomia decisionale delle banche in parola e ne esclude la mutualità [cfr., ad es., CAPRIGLIONE F., *Per un nuovo trade off tra localismo e stabilità*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2018, 3, supp., 12 s.; ONIDA V., *Profili di legittimità costituzionale della riforma delle banche di credito cooperativo*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, 2018, 3, supp., 237 e ss.; PELLEGRINI M., *L'ipotesi di gruppi macroregionali e la conservazione del localismo bancario*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2018, 3, supp., 86 s.; SEPE M., *I nodi irrisolti nell'assetto del credito cooperativo*, cit., 52 ss.; TROIANO V., *La riforma delle bcc e i sistemi di tutela istituzionale*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2018, 3, supp., 183 ss.]. Viceversa, i fautori della riforma (e, in particolare, della scelta normativa del nuovo modello lucrativo-capitalistico della società per azioni per la *holding* del gruppo bancario cooperativo) pongono l'accento sulle criticità, strutturali e congiunturali, delle Bcc (causate dai vincoli normativi e operativi tipici della forma cooperativa e dalle diseconomie connesse alle ridotte dimensioni aziendali), ritenute non altrimenti fronteggiabili né superabili. E, in risposta alle critiche circa lo snaturamento tipologico delle Bcc leggono in chiave "moderna" i concetti (fondanti la categoria) di "localismo", "territorialità" e "mutualismo", sostenendo, in ultimo, che la nuova rete cooperativa consente alle singole banche di credito cooperativo di strutturarsi in modo più coerente, stabile e competitivo [cfr., BARBAGALLO C., *Il credito cooperativo nella prospettiva europea*, in *www.bancaditalia.it*, 2013, 8 ss.; ID., *La riforma delle Banche di Credito Cooperativo: presupposti e obiettivi*, in *Riv. trim. diritto dell'economia*, 2018, 3, 222 ss.; ID., *Le banche locali e di credito cooperativo in prospettiva: vigilanza europea ed evoluzione normativa*, in *www.bancaditalia.it*, 2015, 2 ss.; ID., *Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo e altre misure in materia bancaria*, in *www.bancaditalia.it*, 2016, 3 ss.; LAMANDINI M., *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, 6, I, 665 ss.; e tendenzialmente URBANI A., *Le nuove forme della territorialità nella disciplina secondaria delle banche di credito cooperativo*, *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, 118; SCIARRONE ALIBRANDI A., *Alcune ipotesi ricostruttive in merito alla riforma delle bcc*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, 2018, supp. 3, 175 e ss.]. Le critiche di parte della dottrina sono confluite in alcuni emendamenti al d.l. n. 142/2019 (allo stato ancora all'esame del Parlamento) che, ove approvati (!), consentirebbero: (i) alle Bcc italiane (e, dunque, non solo a quelle delle province di Trento e Bolzano; insoddisfatte del governo autoritativo della capogruppo), di adottare, in alternativa alla costituzione del gruppo bancario cooperativo, sistemi di tutela istituzionale, uscendo così dalla "gabbia" del gruppo; (ii) al gruppo bancario cooperativo, già autorizzato e operativo, di trasformarsi, previa autorizzazione della Banca di Italia, in sistemi di tutela istituzionali, a condizione che la capogruppo assuma il ruolo di soggetto gestore del sistema, siano adottati meccanismi di contribuzione analoghi ai dispositivi di determinazione della garanzia incrociata vigenti all'epoca della trasformazione e siano rispettati gli obblighi di fornire prontamente i mezzi finanziari necessari per gli interventi di sostegno alle banche aderenti al sistema.

<sup>74</sup> In argomento, cfr. MORLANDO F., *La valutazione della "significatività" degli enti creditizi nel Meccanismo di vigilanza unico*, in *Giur. It.*, 2018, 5, 1065 ss., per un commento alla sentenza del Tribunale dell'Unione Europea, Sez. IV ampliata, 16 maggio 2017, causa T-122/15 – *Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank* c. Banca centrale europea (BCE) in materia di vigilanza bancaria e, in particolare, in ordine ai criteri da seguire in sede di classificazione di un ente creditizio quale "soggetto significativo". Nella specie,

---

Seppur con i dovuti distinguo, infatti, questi due gruppi (c.d. *Decentralized Cooperative Group* o rete verticale finanziaria) sono organizzati su due o tre livelli e strutturati secondo uno schema di gruppo a piramide invertita; e si caratterizzano per un legame debole tra le banche di credito cooperative, derivante da un accordo finanziario tra l'organismo centrale e, direttamente o indirettamente (per il tramite cioè delle banche regionali), le Bcc locali affiliate. Qui l'accordo (*alias*, la "coesione"), anche quando è presente un organismo centrale di riferimento per le Bcc locali e/o regionali, sussiste solo a livello finanziario e si basa, oltre che sulla presenza di fondi di solidarietà interni alla rete bancaria cooperativa, su un sistema di tutela istituzionale (I.P.S.) in linea con le disposizioni di cui agli artt. 10 e 113, comma 7, C.R.R. L'I.P.S. però, anche quando prevede la presenza di un ente (spesso l'organismo centrale della rete) che lo costituisce e gestisce (anche articolandolo su due livelli, centrale e regionale), cui le Bcc locali e/o regionali possono/devono aderire, non snatura il carattere "moderato" della rete in quanto resta sempre un accordo di garanzia (finanziaria) per le crisi finanziarie, che non attribuisce all'ente deputato a gestirlo poteri di influenza dominante sui membri aderenti<sup>75</sup>. Questo modello è contraddistinto anche dall'assenza in capo all'organismo centrale del potere di impartire direttive vincolanti alle Bcc locali, che quindi mantengono intatta la loro autonomia giuridica ed economica. L'adozione di un siffatto modello organizzativo consentirebbe di sottoporre alla vigilanza integrata della Banca Centrale Europea soltanto gli istituti di credito di maggiori dimensioni (cioè, la capogruppo), con esclusione di quelli di minori dimensioni (ossia, le singole Bcc; *ex art. 6, par. 4, Regolamento UE, n. 1024/2013*)<sup>76</sup>. Bisogna attendere per verificare se e in che termini il legislatore interverrà per risolvere o comunque contemperare le criticità cui vanno incontro le Bcc, la cui portata è tale che si auspica un intervento (questa volta) repentino.

---

la vicenda è interessante perché origina dalla decisione della BCE di classificare la *Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank* come ente significativo e, conseguentemente, assoggettarla alla vigilanza diretta della BCE, in luogo della vigilanza svolta su di essa – quale istituto di credito meno significativo – dall'Autorità nazionale competente. La vicenda mette in luce l'interesse della Germania a mantenere in capo alle autorità nazionali la vigilanza sul proprio sistema bancario, sottoponendo alla vigilanza integrata soltanto i due istituti principali del credito cooperativo (quali, come detto, la *DZ Bank AG* e la *Commerzbank*). Il che del resto si spiega ed è coerente proprio con la scelta di riformare il settore del credito cooperativo (non secondo un modello fortemente accentrato ma) aderendo ad un sistema di tutela istituzionale.

<sup>75</sup> V. POLI F., *Co-operative Banking Networks in Europe: Models and Performance*, Basilea, 2019, 76 e s.

<sup>76</sup> In questo senso, già in precedenza, cfr. SEPE M., *I nodi irrisolti nell'assetto del credito cooperativo*, cit., 55 ss., per il quale «la riforma sarebbe potuta essere meno incisiva (con riguardo alla limitazione dell'autonomia delle BCC aderenti al gruppo) o lasciare aperta la strada ad altri modelli maggiormente flessibili pure riconosciuti dalla normativa dell'Unione europea»: quali l'*Institutional Protection Scheme* (I.P.S.) – previsti dall'art. 113, par. 7, del reg. UE C.R.R. (reg. 575/2013) e consistenti in un accordo di responsabilità contrattuale – o la possibilità di consentire (attraverso l'introduzione del contratto di dominio) l'ingresso di banche di credito cooperativo in gruppi bancari ordinari. Per l'Autore la preferenza accordata al gruppo bancario cooperativo fortemente integrato è da ricercare nell'esigenza di «completare il processo di trasferimento alla BCE della vigilanza sulla maggioranza del sistema bancario italiano».

# INTERMEDIAZIONE INEFFICIENTE. SVILUPPO DI UN MODELLO DI DEFINIZIONE DEGLI OBBLIGHI DI SUPERVISIONE E RESPONSABILITÀ DELL'INTERMEDIARIO FINANZIARIO NEI PROCESSI DI *ROBO-ADVISORY* ALLA LUCE DELLA TEORIA DEI GIOCHI E DELLA TEORIA ECONOMICA DEI CONTRATTI.

ANTONIO DAVOLA

**ABSTRACT:** I significativi cambiamenti che hanno interessato l'industria dei servizi finanziari a seguito dello sviluppo delle tecnologie connesse alla *digital transformation* trovano espressione nella diffusione di modelli automatizzati di analisi dei dati i quali, nella consulenza finanziaria, vengono tradizionalmente ricondotti nella categoria dei c.d. *robo-advisor*.

I modelli di *robo-advisory* – pur differenziandosi per tipologie di servizi offerti e modalità di erogazione degli stessi – possono in prima approssimazione ricondursi a due tipologie: i modelli di tipo *stand-alone*, nei quali la prestazione di consulenza è compiutamente automatizzata, e l'applicativo si interfaccia direttamente con il cliente, e i modelli c.d. ibridi, nei quali l'elemento digitale si combina con l'intervento dell'intermediario nelle diverse fasi del processo di investimento. A fronte di questa distinzione, l'orientamento delle istituzioni (*in primis* comunitarie) nella disciplina del fenomeno è stato verso la riconduzione delle diverse fattispecie all'interno di un unico *genus*, allineandosi ad una tendenza generale in tema di *automated decision-making* imponendo una supervisione umana al fine di correggere e modificare eventuali decisioni erranee dell'algoritmo. In tale contesto, l'intermediario assume il ruolo di monitore del corretto funzionamento del *software* a tutela del cliente.

Tuttavia, stante la non osservabilità delle determinanti dell'azione dell'intermediario, si manifesta la necessità di introdurre incentivi appropriati a garantire il comportamento virtuoso di quest'ultimo.

Il contributo si propone di valutare l'efficacia dell'obbligo di supervisione umana sui sistemi di decisione algoritmica a tutela del cliente rappresentando, mediante la teoria dei giochi, il modello di *agency game* riguardante la relazione Robot-Intermediario-Cliente.

Sulla base di tale analisi, e delle conseguentemente evidenziate criticità che l'attuale

---

orientamento genera in termini di tutela del cliente, il lavoro suggerisce la predisposizione di un sistema di incentivi che inducano l'intermediario ad agire nell'interesse del cliente nell'ambito dei processi di *robo-advisory* attraverso l'individuazione di uno specifico onere di informazione in merito al valore atteso e alla varianza dell'investimento.

**SOMMARIO 1.** Il *robo-advice*: caratteristiche, rischi, opportunità e quadro normativo di riferimento. - 2. Analisi alla luce della Teoria dei Giochi dei modelli di *robo-advisory* puro e ibrido. - 2.1 – Il modello di *robo-advisory* puro (G1). - 2.2 – Il modello di *robo-advisory* ibrido (G2). – 3. Considerazioni e prospettive d'intervento in base all'analisi dei modelli.

## **1. Il *robo-advice*: caratteristiche, rischi, opportunità e quadro normativo di riferimento**

Sebbene ampiamente oggetto di studio da parte in dottrina negli ultimi anni, sussistono ancora profondi margini di incertezza in merito al regime operativo ottimale (e alle opportunità che da questo derivanti) per i sistemi di consulenza finanziaria automatizzata in materia di scelte di investimento e composizione di portafoglio.

Le difficoltà insite nel ricostruire con chiarezza i paradigmi operativi di tale attività, distinguere con chiarezza il ruolo degli intermediari finanziari, e nel determinare il contenuto degli obblighi di supervisione sul corretto funzionamento dei *software* e sulla sua (eventuale) interazione con la clientela rappresentano soltanto alcuni dei profili che hanno interessato la riflessione di coloro che del tema si sono occupati, coniugandosi (da un lato) con le difficoltà incontrate dagli operatori professionali nell'implementare la tecnologia all'interno di un quadro normativo in larga parte ancora incerto nonché (dall'altro) con la reticenza della clientela *retail* ad avvalersi di siffatte tecniche operative, stante la natura fiduciaria che sembra ancora caratterizzare fortemente la relazione di consulenza.<sup>1</sup>

Un ulteriore elemento di complessità all'interno del quadro che va delineandosi deriva, poi, dalla tendenza finora mostrata dal legislatore comunitario a ricondurre la pluralità di modalità applicative che caratterizzano i *software* di *robo-advisory* all'interno di un unico *genus* a fini regolamentari. Se, infatti, tutti i modelli di *robo-advice* possono essere ridotti a fattore comune attraverso il riferimento all'elemento dell'automazione del processo di investimento, tale aspetto può invero assumere un livello di pervasività eterogeneo: come acutamente osservato<sup>2</sup> è infatti possibile

---

<sup>1</sup> LINCIANO N. *La financial literacy tra deficit cognitivi e bias comportamentali: il ruolo del consulente*, in *EFPA Italia Meeting*, 6/7 Giugno 2013. Il contributo è consultabile al sito [www.efpa-italia.it](http://www.efpa-italia.it).

<sup>2</sup> *Ex multis* SCHENA C., TANDA A., ARLOTTA C., POTENZA G., *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in *Quaderni Fintech*, Consob, Marzo 2018; altresì Iosco, *Report on Social Media and Automation of Advice Tools Surveys*, 2014, [www.iosco.org](http://www.iosco.org).



---

distinguere, all'interno delle modalità di erogazione del servizio, i modelli di tipo "puro" o *stand-alone* – nei quali la prestazione è completamente automatizzata in tutte le sue fasi, ed il cliente è posto in relazione diretta con l'applicativo elettronico – e quelli di tipo "ibrido", che si caratterizzano per la combinazione dell'elemento umano e di quello digitale in una o più fasi del processo di investimento.<sup>3</sup> Di discussa autonomia concettuale, infine, è la categoria del *robo-for-advise*, indicante i modelli nei quali gli strumenti di elaborazione automatizzata sono posti a supporto del consulente: pur, dunque, muovendosi certamente all'interno dei sistemi di tipo ibrido, il *robo-for-advise* si caratterizza per operare esclusivamente come risorsa *B2B* e, di conseguenza, in maniera non dissimile dai pre-esistenti algoritmi di *asset allocation* e *risk management*.<sup>4</sup>

Sebbene le autorità europee di supervisione abbiano ritenuto di agire nel solco di una considerazione unitaria del fenomeno del *robo-advisory* attraverso il filtro concettuale della tutela del consumatore<sup>5</sup> - scelta, come si vedrà a breve, prodromica ad una trattazione comune del fenomeno nelle sue diverse declinazioni – tale opzione normativa ha suscitato incertezze, poste le difficoltà insite nel valorizzare le differenti implicazioni giuridiche delle diverse modalità di prestazione del servizio.<sup>6</sup>

Se dubbi persistono in merito all'individuazione di una nozione unica di *robo-advisory*, condivisibile appare viceversa la prospettiva secondo la quale sarebbe possibile – in via preliminare ed in ottica macroscopica – condurre un'indagine unitaria in merito ai rischi che l'utilizzo di tali *software* implica per i clienti; questo, naturalmente, a condizione che tali rischi siano successivamente soggetti ad analisi specifica con riferimento ai casi del *robo-advisory* puro e ibrido. Tale possibilità emerge dalla considerazione per cui le strutture operative degli algoritmi di *robo-advisory* ricalcano, a livello concettuale, le diverse fasi che caratterizzano il processo della consulenza finanziaria in senso tradizionale, ricomprendendo le diverse fasi della profilatura, della definizione della composizione di portafoglio ottimale per l'investitore sulla base della sua classificazione, nonché del monitoraggio periodico dell'investimento ai fini di adeguamenti e modifiche. Ognuno di questi aspetti è stato oggetto di riflessione e regolamentazione da parte delle istituzioni comunitarie le quali, a seguito della Crisi finanziaria del 2008, hanno gradualmente sviluppato un *corpus*

---

<sup>3</sup> Cfr. ROSSANO D., *Il Robo-Advice alla luce della normativa vigente*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Liber Amicorum Guido Alpa*, Kluwer, 2019, 368.

<sup>4</sup> Cfr. MARINO G., *Robo advisor e consulenza finanziaria*, in FINOCCHIARO G., FALCE V. (a cura di), *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, Zanichelli 2019, 430. Si osservi come, in merito a questo aspetto, l'Autore ipotizza un'ulteriore tassonomia sulla base della natura indipendente ovvero integrata dei sistemi di consulenza automatizzata con riferimento allo sviluppo degli stessi, a seconda che questo sia operato direttamente dall'istituto che presta il servizio ovvero esternalizzato a terze parti in funzione di *service provider*. V. in merito altresì PANEBIANCO M., *L'industria dell'Asset Management nel 2020*, Pwc, giugno 2017, [www.pwc.com](http://www.pwc.com).

<sup>5</sup> JOINT COMMITTEE OF THE EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES, *Discussion Paper on Automation in financial Advice*, dicembre 2015, [www.esas-joint-committee.europa.eu](http://www.esas-joint-committee.europa.eu).

<sup>6</sup> In tal senso PARACAMPO M.T., *Robo advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?* In *Riv. trim. dir. Econ.*, supplemento n. 1, 4, 2016.

---

normativo in materia di prestazione di servizi finanziari funzionale al ripensamento critico del sistema previgente, introducendo nuovi requisiti in materia di governo del prodotto,<sup>7</sup> adeguatezza degli investimenti<sup>8</sup> e meccanismi di *governance* interna degli istituti di credito ed investimento,<sup>9</sup> da leggersi all'interno della progressiva attuazione del mercato digitale unico e dell'Unione Bancaria.<sup>10</sup>

Sembra dunque possibile operare una rapida panoramica in merito ai profili di opportunità che i sistemi di *robo-advisory* si prestano ad introdurre per gli istituti bancari e finanziari, nonché per la clientela, posto che ognuno di questi aspetti è stato già oggetto di ampia riflessione in dottrina.

Considerando, in primo luogo, i vantaggi derivanti dalla introduzione di tale tecnologia, emergono innanzitutto le opportunità relative alla possibilità di avvalersi di *big dataset* di matrice quantitativa e qualitativa per l'elaborazione delle proposte di investimento: in tal modo, i *software* di consulenza automatizzata si prestano ad offrire risorse per una migliore discriminazione delle caratteristiche degli investitori (attraverso una "granularizzazione" e personalizzazione dell'offerta destinata ad operare all'interno della tripartizione della clientela già prevista dalla normativa di settore),<sup>11</sup> nonché a consentire la prestazione di servizi in favore di soggetti esclusi dai canali di investimento in virtù delle difficoltà di ricomprenderne le caratteristiche all'interno dei paradigmi tradizionali di valutazione (i soggetti c.d. trasparenti).<sup>12</sup>

---

<sup>7</sup> Dal punto di vista normativo, riferimenti essenziali sono naturalmente rappresentati dalla MiFID II (Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la Direttiva 2002/92/CE e la Direttiva 2011/61/UE), la MiFIR (Regolamento UE n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il Regolamento UE n. 684/2012).

<sup>8</sup> Cfr. COLOMBO C., *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in TROIANO V., MOTRONI R. (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, Kluwer, 2016, 57.

<sup>9</sup> Cfr. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Orientamenti sulla governance interna*, EBA/GL/2017/11, 21 marzo 2018. In merito v. CATENACCI M., SANNA P., *Cenni sugli orientamenti EBA sulla governance interna di banche e imprese di investimento*, *Dir. Banc.*, 2018, 6; PORTALE G.B., *La corporate governance delle società bancarie*, *Riv. Soc.*, 2016, 1, 48; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Corporate governance principles for banks*, luglio 2015, <https://www.bis.org/bcbs/publ/d328.htm>. SACCO GINEVRI A., CAPRIGLIONE F., *Metamorfosi della Governance Bancaria*, UTET, 2019.

<sup>10</sup> CHITI M.P., SANTORO V. (a cura di), *L'Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016, nonché D'AMBROSIO R. (a cura di), *Scritti sull'Unione Bancaria*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, n. 81, 2015; CAPRIGLIONE F., *L'Unione Bancaria Europea*, UTET, 2013.

<sup>11</sup> Cfr. art. artt. 4 e 30 Direttiva MiFID II; in tema v. TUCCI A., *"Servizio" e "contratto" nel rapporto tra intermediario e cliente*, in GABRIELLI E., LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Milano, 2011, 182; DI NELLA L., *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*, in TROIANO V., MOTRONI R. (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, Kluwer, 2016, 139; PELLEGRINI M., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Kluwer, 2019, 576.

<sup>12</sup> Il tema è stato oggetto di significativo approfondimento in particolare con riferimento alla tematica della concessione del credito e alle soluzioni al fenomeno della *credit exclusion*, valorizzando il ricorso a sistemi algoritmici di *decision-making* quali strumento di sviluppo della finanza inclusiva. In tema cfr. *ex multis* ARDIC O.P., HEIMANN M., MYLENKO N., *Access to Financial Services and the Financial Inclusion Agenda Around the World: A Cross-Country Analysis with a New Data Set*, in

---

Il ricorso alle risorse computazionali offerte dall'intelligenza artificiale è idoneo, inoltre, a garantire una maggiore rapidità dei processi decisionali e dell'elaborazione delle proposte di investimento nonché una complessiva riduzione dei costi transattivi (beneficiando delle economie di scala caratterizzanti l'operatività delle *AI* e lo sfruttamento dei *big data*) dell'intero processo di consulenza finanziaria – fenomeno questo, invero, comune a tutte le forme di disintermediazione che caratterizzano il settore *FinTech*<sup>13</sup> – a vantaggio dell'istituto di riferimento, dell'investitore, e dell'efficienza del sistema finanziario nel suo complesso.<sup>14</sup> Non da ultimo, l'utilizzo di *software* per l'elaborazione di proposte d'investimento consente, in presenza di un *dataset* genuino e di direttrici operative adeguatamente impostate, di ridurre e financo eliminare i rischi connessi a comportamenti opportunistici degli intermediari tradizionali, scongiurando possibili situazioni di conflitto di interessi e fenomeni connessi al c.d. risparmio tradito.

Di contro, il ricorso ad algoritmi di elaborazione automatica nel processo di consulenza finanziaria introduce innanzitutto rischi in merito all'adeguata gestione delle basi dati a fini decisionali, riferibili sia alla necessità di tutelare la *privacy* dei clienti e di evitare il ricorso a dati sensibili dei titolari di trattamento,<sup>15</sup> sia considerandosi possibili problematiche relative alla classificazione dei clienti e alla composizione dei portafogli sulla base di *proxy* discriminatorie,<sup>16</sup> sia infine con riferimento al possibile sfruttamento (determinato da *bias* ovvero indotto in sede di *design* del programma) di euristiche comportamentali dei clienti.<sup>17</sup> Emergono, inoltre, profili di criticità in merito alla verificabilità e all'*explainability* delle scelte operate dal *software*, nonché derivanti da possibili fenomeni di *herding-behavior* derivanti dall'omologazione delle raccomandazioni a seguito del ricorso a *dataset* e ad algoritmi analoghi da parte degli operatori d'investimento.<sup>18</sup>

---

*www.elibrary.worldbank.org*, 2011; ARNER D.W., BUCKLEY R.P., ZETZSCHE D.A., VEIDT R., Sustainability, FinTech and Financial Inclusion, in *UNSW Law Research Paper* No. 19-63, 2019, 8; PATWARDHAN A., *Financial Inclusion in the Digital Age*, in *Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion*, 2018, vol. 1, Elsevier.

<sup>13</sup> *Ex multis* LA SALA G., Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori, in CIAN M., SANDEI C. (a cura di), *Diritto del FinTech*, Kluwer, 2020.

<sup>14</sup> In merito cfr. BAKER T., DELLAERT B., *Regulating robo advice across the financial services industry*, in *University of Pennsylvania Law School Legal Scholarship Repository*, 2018, 14.

<sup>15</sup> In merito v. ANGELINI R., *Intelligenza Artificiale e governance. Alcune riflessioni di sistema*, in PIZZETTI F. (a cura di), *Intelligenza artificiale, protezione dei dati personali e regolazione*, Torino, 2018, 295; MENDOZA I., *The Right Not to be Subject to Automated Decisions Based on Profiling*, in SYNODINOU T.E.- JOUGLEUX P.- MARKOU C.- PRASTITOU T. (a cura di), *EU Internet Law. Regulation and Enforcement*, Springer, 2017.

<sup>16</sup> ZARSKY T., *The Trouble with Algorithmic Decisions: An Analytic Road Map to Examine Efficiency and Fairness in Automated and Opaque Decision Making*, in *Science, Technology, & Human Values*, 2016, 41, 118-132.

<sup>17</sup> *Ex multis* MORERA, U., Consulenza finanziaria e robo advisor: profili cognitivi, in *Diritto Della Banca e del Mercato Finanziario*, 2019.

<sup>18</sup> MARINO G., *Robo advisor e consulenza finanziaria*, in FINOCCHIARO G., FALCE V. (a cura di), *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, Zanichelli 2019, 433; SELBST A., POWLES J., *Meaningful information and the*

---

Operare un bilanciamento tra rischi ed opportunità del *robo-advisory*, ovvero condurre una valutazione circa l'attuale livello di affidabilità di tali tecnologie esula dagli scopi del presente lavoro: invero, si ritiene necessaria riflessione che si svincoli dalla mera investigazione di questi aspetti – che rappresentano la prospettiva privilegiata finora – in favore di un approccio maggiormente attento a valutare in concreto se il *corpus* normativo vigente (ivi comprese le iniziative in via di definizione) sia in grado di governare le prospettive di sviluppo di tali tecnologie, offrendo strumenti adeguati per scongiurare l'emergere delle summenzionate problematiche, ovvero se ancora rimangano aspetti necessitanti una irreggimentazione normativa.

In particolare, l'analisi del quadro normativo finora delineatosi in materia di *robo-advisory* evidenzia come il legislatore europeo abbia ritenuto opportuno disciplinare il fenomeno privilegiando l'aspetto della corretta gestione e messa a punto dei sistemi *software*, lasciando in buona parte inalterata la disciplina in materia di consulenza e gestione del portafoglio; ciò sulla base della considerazione per la quale le imprese di investimento dovrebbero rimanere responsabili dello svolgimento delle valutazioni dell'idoneità anche qualora i servizi di consulenza siano prestati, in tutto o in parte, in modalità automatizzata o semiautomatizzata.<sup>19</sup>

Sebbene condivisibile nel suo principio ispiratore, esito della volontà di mantenere integra la responsabilità delle imprese di investimento anche in caso di ricorso a sistemi di *robo-advice* è stata una forte concentrazione della disciplina di riferimento sui profili di *algo-governance*:<sup>20</sup> valorizzandosi gli aspetti connessi alla prevenzione e alla diretta supervisione sugli algoritmi utilizzati nel *robo-advice*, si sono mantenute per il resto inalterate le regole in materia di condotta degli intermediari previste per la consulenza tradizionale.

Di conseguenza, le imprese che si avvalgono di sistemi di *robo-advisory* sono tenute, ai sensi degli *Orientamenti ESMA* concernenti *alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza prescritti dalla MiFID*<sup>21</sup> (da interpretarsi sulla base del relativo *Final*

---

*right to explanation*, in *International Data Privacy Law*, 7, 4, 2017, 233; BURRELL J., *How the Machine "Thinks": Understanding Opacity in Machine Learning Algorithms*, in *Big Data and Society*, 3, 1, 2016; BAROCS S., SELBST A., *Big Data's Disparate Impact*, in *California Law Review*, vol. 104, 2016, 671; LEESE M., *The New Profiling: Algorithms, Black Boxes, and the Failure of Anti-Discriminatory Safeguards in the European Union*, in *Security Dialogue*, vol. 45, iss. 5, 2015, 494-511.

<sup>19</sup> Cfr. *Considerando* n. 86 del Regolamento delegato (UE) 2017/575 della Commissione, dell'8 giugno 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui dati che le sedi di esecuzione devono pubblicare sulla qualità dell'esecuzione delle operazioni. Il principio è ulteriormente confermato dall'art. 54 comma 1 del medesimo Regolamento.

<sup>20</sup> Secondo la locuzione efficacemente formulata in PARACAMPO M.T. *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, in *Rivista di diritto bancario*, 2018, n. 52; v. altresì Id., *FinTech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n. 2, Pacini parte I, 2019, 213.

<sup>21</sup> ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, 06 novembre 2018, ESMA35-43-1163IT.

---

*Report*)<sup>22</sup> a “a) predisporre un’appropriata documentazione del sistema di *design* che chiaramente stabilisca la finalità, lo scopo e la struttura degli algoritmi; b) dotarsi di una strategia di test documentata che spieghi lo scopo del test sugli algoritmi e che includa tutti gli *step* superati (per es. programmi di test, casi di test, risultati di test, risoluzione dei difetti, se rilevanti, e risultati del test finale); c) implementare appropriate *policy* e procedure per gestire ogni modifica ad un algoritmo, incluso il monitoraggio e la tenuta dei registri nei quali sono annotati detti cambiamenti, al fine di rendere tracciabile ogni intervento sugli algoritmi. Tanto include altresì l’implementazione di requisiti di sicurezza per monitorare e prevenire accessi non autorizzati agli algoritmi; d) revisionare ed aggiornare gli algoritmi in modo da riflettere ogni cambiamento rilevante (es. cambiamenti di mercato e modifiche della legge applicabile) che potrebbero influenzare la loro efficacia; e) implementare *policy* e procedure in grado di individuare ogni errore all’interno dell’algoritmo e trattarlo appropriatamente, ivi incluso, a titolo esemplificativo, la sospensione della prestazione della consulenza se è presumibile che quell’errore possa produrre una consulenza inadeguata e/o una violazione normativa rilevante; f) disporre di adeguate risorse, incluse quelle umane e tecnologiche, per monitorare e supervisionare le *performance* degli algoritmi attraverso una revisione adeguata e tempestiva della consulenza prestata; g) disporre di un appropriato processo di verifica circa l’adempimento e superamento dei precedenti *steps*.”

Si fa riferimento, dunque, ad una serie di obblighi relativi all’individuazione, in sede tecnica, delle opportune modalità del funzionamento degli algoritmi; una scelta, questa, certamente dovuta all’interesse ad approntare soluzioni regolamentari coerenti con i principi di neutralità tecnologica e di proporzionalità<sup>23</sup> nonché ad evitare fenomeni di *over-regulation* in un panorama per ampia parte ancora *in fieri*.

Al fianco delle pocanzi menzionate guarentigie tecniche in merito al *design* e all’operatività dell’algoritmo, il regolatore mostra poi – sia attraverso il mantenimento dei previgenti assetti di responsabilità, sia allineandosi a quanto auspicato nei principali documenti prodotti in materia di *governance* dell’intelligenza artificiale<sup>24</sup> - un *favor* nei confronti della supervisione umana, individuata quale strumento privilegiato rettificare *ex post* eventuali disfunzioni del *software* di *robo-advisory*, garantendo in ultima istanza la tutela del cliente.

Sull’intermediario, in aggiunta al dovere di agire con diligenza, correttezza e trasparenza nel migliore interesse del cliente, nonché ai tradizionali doveri d’informazio-

---

<sup>22</sup> ESMA, *Final Report sugli Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, 28 maggio 2018, ESMA35-43-869.

<sup>23</sup> Cfr. in merito MAUME P., *Regulating Robo-advisory*, in *Texas Journal of International Law*, 2018.

<sup>24</sup> Cfr. le *Ethics Guidelines For Trustworthy AI* elaborate dall’*High-Level Expert Group on AI* (AI HLEG) istituito dalla Commissione Europea (consultabili al link <https://ec.europa.eu/futurium/en/ai-alliance-consultation>); PARLAMENTO EUROPEO, *Resolution of 12 February 2020 on automated decision-making processes: ensuring consumer protection and free movement of goods and services (2019/2915(RSP))*, 5.



---

ne<sup>25</sup> incombono specifici oneri di comunicazione in merito all'entità e alla natura del coinvolgimento umano nel processo di *robo-advisory*, nonché relativamente alla descrizione delle fonti informative utilizzate dal *software* e delle modalità e tempistiche di aggiornamento delle stesse.<sup>26</sup>

Il complesso dispiegarsi del quadro tracciato dal legislatore europeo richiede, dunque, all'intermediario di assumere un ruolo di vaglio critico e monitoraggio delle scelte del *robo-advisor*, finalizzato a revisionare e ove necessario rettificare la proposta di investimento formulata, tanto nei sistemi di *robo-advisory* di tipo ibrido (dove tale onere poteva ritenersi invero desumibile in via interpretativa stanti gli obblighi di cui all'art 21 *comma 1 lett. d)* del t.u.f.) quanto negli applicativi *stand alone*. Invero, a fronte di tale "filtro" obbligatorio, della adeguatezza della definizione stessa di tale ultimo modello operativo si potrebbe ad oggi dubitare.

Se, dunque, il ricorso all'uso di *software* ai fini di migliorare le *performance* della consulenza finanziaria sembra essere disciplinato quale mera modalità alternativa – seppur estremamente sofisticata – di prestazione del servizio, emerge il dubbio che l'attuale assetto normativo non rischi, in assenza di opzioni specifiche, di vanificare i vantaggi che i sistemi di *robo-advisory* presentano favorendo, viceversa, di favorire l'adozione da parte degli intermediari di strategie che possano risolversi a danno del cliente. Particolare rilievo assume, ai fini di questa valutazione, l'analisi della posizione che l'intermediario va a rivestire nel rinnovato contesto, e delle nuove opportunità che ad egli si presentano nella sua funzione di supervisore dell'attività del *robo-advisor*.

Riconducendo il rapporto tra intermediario e cliente ad una relazione di natura essenzialmente strategica si presenta l'opportunità di analizzare – nel nostro caso, attraverso il ricorso alla Teoria dei Giochi – se la disciplina in materia di *robo-advisory* sia effettivamente funzionale a garantire che l'intermediario svolga appropriatamente il proprio ruolo di monitore del corretto funzionamento del *software* a tutela del cliente, ovvero se questi sia viceversa incentivato ad agire a proprio vantaggio, frustrando i benefici introdotti dall'innovazione tecnologica in esame.

## **2. Analisi alla luce della Teoria dei Giochi dei modelli di *robo-advisory* puro e ibrido**

A fronte di quanto finora premesso, sussistono significative incertezze in merito alla capacità della supervisione umana sui sistemi algoritmici di *automated decision-making* di garantire un effettivo aumento del livello di tutela garantito al cliente nei

---

<sup>25</sup> Come desumibile dall'art. 36 ss. del Regolamento Intermediari.

<sup>26</sup> V. ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, 06 novembre 2018, ESMA35-43-1163IT, 20.



---

processi di consulenza finanziaria.

In particolare, sembra ragionevole domandarsi – a fronte dell’opzione normativa largamente prevalente, favorevole ad imporre la presenza di un intermediario in funzione di “monitore” nei rapporti con il cliente – se tale scelta favorisca, considerando le prescrizioni emergenti dalle disposizioni in materia di obblighi degli intermediari finanziari,<sup>27</sup> l’orientamento di questi ultimi verso il compimento di scelte a favore dei clienti, ovvero offra piuttosto uno strumento di ausilio nel perseguimento di condotte opportunistiche.

Se, infatti, nel contesto dei sistemi di *robo-advisory* di tipo ibrido l’intermediario assume il ruolo di garante del corretto funzionamento del *software* a tutela del cliente, la non osservabilità delle sue azioni dell’intermediario (e della sua eventuale modifica della proposta formulata dal *robo-advisor*) suggerirebbe innanzitutto di introdurre incentivi appropriati a garantirne il comportamento virtuoso, al fine di scongiurare il rischio di comportamenti a danno dell’investitore. La medesima necessità si impone, inoltre, altresì nei modelli di *robo-advisory* di tipo *stand-alone*: se infatti tali tipologie di *software* sono virtualmente idonei ad operare attraverso l’interazione diretta col cliente, la scelta di predisporre una disciplina unica per i sistemi di consulenza semi e completamente automatizzati, unitamente agli obblighi di verifica e supervisione che da essa derivano, rendono di fatto necessaria anche in tale evenienza la presenza di un soggetto, il quale medi nel rapporto con il cliente interpretando e potenzialmente modificando le elaborazioni del *robo-advisor*, anche nel caso di modelli di tipo puro.

Al fine di valutare le implicazioni di questi aspetti in termini di tutela del cliente, si prospetta la possibilità di analizzare l’efficacia dell’obbligo di supervisione umana sui sistemi di decisione algoritmica attraverso il ricorso alla teoria dei giochi, mediante la costruzione di un modello di *agency game*<sup>28</sup> riguardante la relazione Robot-Intermediario-Cliente.

In particolare, è possibile qualificare l’interazione tra i soggetti considerati nei termini di un gioco dinamico a informazione completa, ossia un gioco nel quale le funzioni di rendita attesa dei giocatori sono conoscenza comune, e nel quale – al momento di compiere le proprie scelte – ogni giocatore è a conoscenza della posizione dell’altro.

Come noto, la soluzione di questa tipologia di giochi è ottenibile attraverso un procedimento di *backwards induction* (induzione a ritroso): bisogna, dunque, procedere muovendo dall’esito finale del problema considerato – e sulla base dei *payoff* risultanti – allo scopo di determinare la sequenza di azioni ottimale attendibile dai

---

<sup>27</sup> Cfr. PELLEGRINI M., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Kluwer, 2019.

<sup>28</sup> *Ex multis* GIBBONS R., *Teoria dei Giochi*, Il Mulino, 1992. Per applicazioni della teoria in ambito giuridico POSNER E., *Agency Models in Law and Economics*, in *M. Olin Program in Law and Economics Working Paper* No. 92, 2000; CIRACE G., *Law, Economics, and Game Theory*, Rowman, 2018.

---

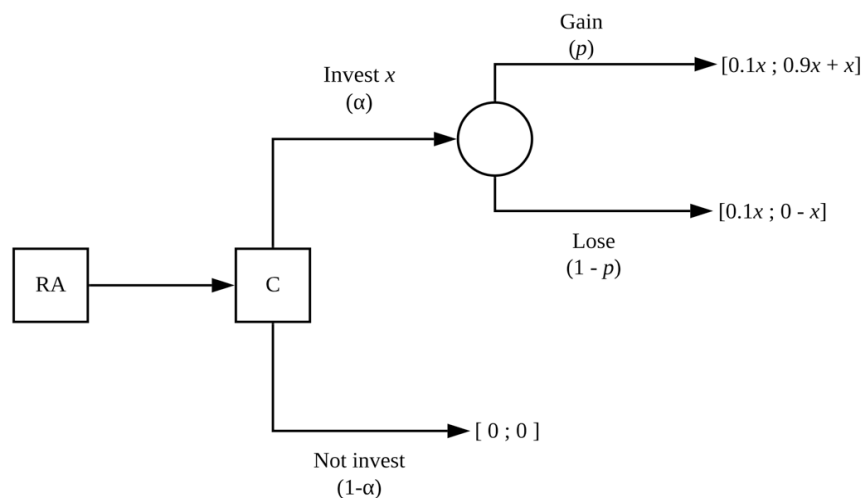
giocatori.<sup>29</sup>

Si è già avuto di accennare, in merito, come il rapporto tra *robo-advisor* (RA), intermediario (*Human Advisor*, HA) e cliente (C) possa analizzarsi secondo i paradigmi del modello di agenzia, ossia di una relazione nella quale il cliente si affida all'*advisor* (che dunque, assume il ruolo di *agent*) per ottenere la consulenza in merito ad un investimento ovvero ad una pluralità di investimenti. Nel caso del *robo-advisory* puro, il ruolo di agente sarà rivestito esclusivamente dal *software*; considerando, invece, i sistemi di *robo-advisory* ibrido, alla determinazione della prestazione di consulenza concorrerà una prima elaborazione condotta dall'algorithm, sulla quale si innesterà la successiva valutazione dello *human advisor*: in quest'ultimo caso, l'intermediario potrà decidere se mantenere inalterata la valutazione del *robo-advisor* ovvero modificarla – senza che ciò sia noto a C – offrendo al cliente la propria valutazione.

In entrambi i casi, presupposto del modello è che il *robo-advisor* offra, sulla base dei dati a propria disposizione e delle direttrici operative dell'algorithm di funzionamento, la migliore proposta di investimento che egli è in grado di elaborare a vantaggio del cliente. A fini di semplificazione, si suppone altresì che la consulenza (sia da parte di RA che di HA) si traduca in un'unica proposta di investimento.

Sulla base di queste considerazioni, è possibile rappresentare in forma di albero decisionale il funzionamento di un modello di *robo-advisory* puro (Gioco 1 – G1) e di uno di *robo-advisory* ibrido (Gioco 2 – G2). Non si distinguerà, all'interno di G2, tra *robo-advisory* ibrido in senso stretto e *robo-advisory*, posto che in entrambi i casi – seppur con un grado di pervasività differente da parte del *software* – la proposta di investimento è mediata dalla valutazione dell'intermediario.

## 2.1 – Il modello di *robo-advisory* puro (G1)



---

<sup>29</sup> In merito al procedimento di *backward induction* in *Law&Economics* v. BAIRD D., GERNER R., PICKER R., *Game Theory & the Law*, Harvard University Press, 1998.

---

Nel caso del *robo-advisory* puro, a seguito dell'indicazione di investimento offerta da RA, il cliente è direttamente chiamato a compiere la propria valutazione e a decidere se investire o meno un ammontare  $x$ . La scelta di investire è determinata in primo luogo dalla fiducia che il cliente ripone nel corretto funzionamento del *robo-advisor*, potendosi considerare di conseguenza. In merito a questo aspetto, la letteratura che del tema si è occupata ha evidenziato come il valore di  $x$  sia determinato da una serie di caratteristiche di eterogeneità personale osservabili tra gli individui (*demographics*) nonché, in misura preponderante, dal tasso di alfabetizzazione finanziaria e digitale del cliente.<sup>30</sup> In una situazione di perfetta neutralità al rischio – come quella qui presa in considerazione – assumerà valore pari a 0.5.

A fronte della valutazione operata da RA, se C decide di non investire, il valore atteso della decisione ammonterà a 0 per entrambi i giocatori (è ben possibile, naturalmente, che C decida di rivolgersi ad un alto operatore, con conseguente ripetizione del modello). Qualora invece, C decida di investire  $x$  seguendo l'indicazione di RA, il suo *payoff* sarà dato dell'esito dell'investimento (in ipotesi  $0.9x + x$ ) in caso di successo, ovvero dalla perdita dello stesso ( $0 - x$ ) qualora l'investimento si riveli infruttuoso. Stante l'ontologica aleatorietà di rendimento di uno strumento finanziario, nel modello tale valore assume natura stocastica, sulla base delle probabilità di successo ( $p$ ) dell'investimento.

In entrambi i casi, invece, RA avrà diritto alla propria remunerazione, avendo comunque svolto la propria attività di consulenza: tale remunerazione è stimata in una percentuale dell'investimento  $0.1x$ , considerandosi i bassi costi derivanti dal ricorso ad un *software* di elaborazione automatica (a fronte, come si vedrà, del costo necessariamente più alto derivante dal coinvolgimento di HA nei sistemi di *robo-advisory* ibrido).

A fronte dell'indicazione di RA, il valore atteso (*Expected Value*) del cliente ( $EVC_{RA}$ ) è dunque determinabile come segue:

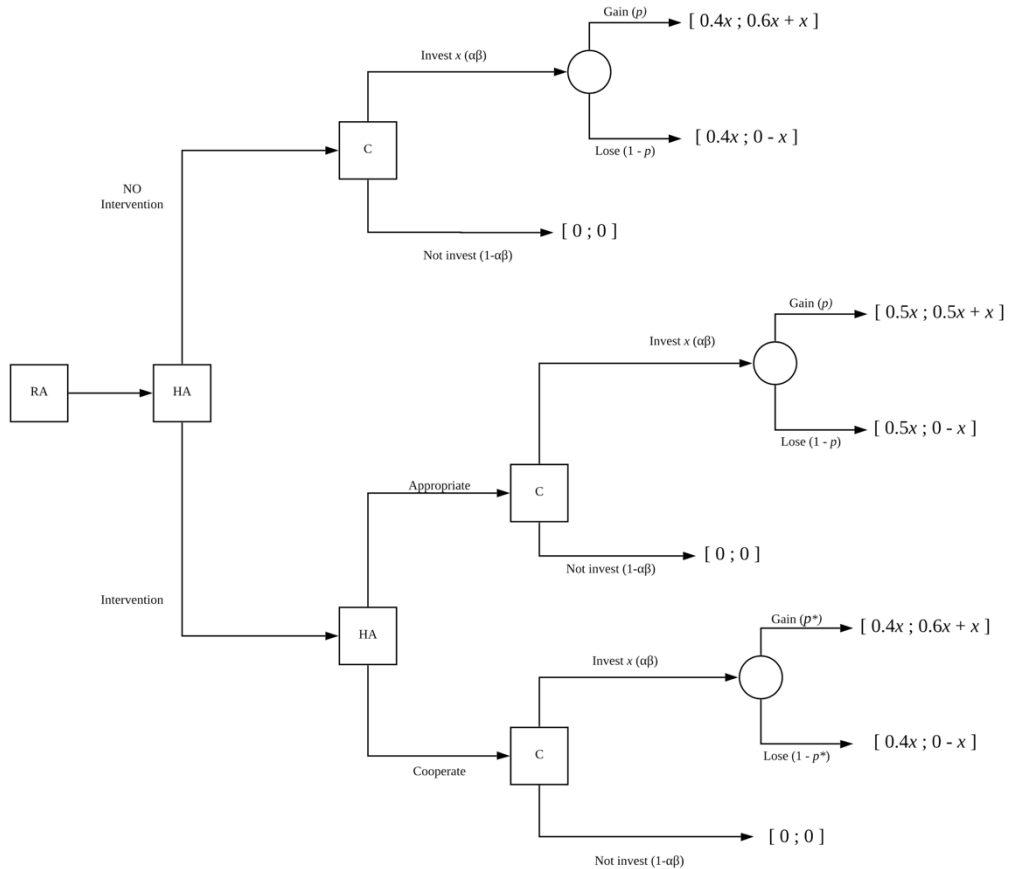
$$EVC_{RA} = p(0.9x + x) + 1 - p(0 - x)$$

In una situazione di neutralità al rischio (0) nei confronti del *robo-advisor*, C avrà dunque incentivo ad investire seguendo il consiglio di RA ogniqualvolta in cui  $EVC_{RA} > 0$ . Si consideri, a questo punto, un sistema di *robo-advisory* ibrido, nel quale la decisione di RA è sottoposta al vaglio critico di un intermediario tradizionale HA prima della trasmissione al cliente.

---

<sup>30</sup> Cfr. sul tema CHENG X., GUO F., CHEN J., LI K., ZHANG Y. GAO P., *Exploring the Trust Influencing Mechanism of Robo-Advisor Service: A Mixed Method Approach*, in *Sustainability* 2019, 11(18), 4917 ed analisi *ivi* menzionate; DI CAGNO D., PANACCIONE L., *Le decisioni di investimento e le evidenze sperimentali sul ruolo delle conoscenze finanziarie*, in LINCIANO N., SOCCORSO P. (a cura di), *Le sfide dell'educazione finanziaria La rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l'individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace*, Quaderni di Finanza Consob, 84, 2017, *passim*.

## 2.2 – Il modello di *robo-advisory* ibrido (G2)



In un sistema di *robo-advisory* ibrido, a fronte della valutazione d'investimento condotta da RA, spetterà innanzitutto a HA decidere se intervenire modificando la stessa, offrendo una diversa ipotesi a C (si osservi che, a fronte degli obblighi imposti dall'attuale quadro normativo, C non sarà a conoscenza del fatto che HA abbia modificato o meno l'ipotesi formulata da RA, posto che, non esistendo prescrizione in tal senso, al cliente verrà presentata solo la proposta d'investimento finale).

In una prima ipotesi, qualora HA decida di astenersi dall'intervenire, limitandosi a riferire al cliente la valutazione del sistema di *robo-advisor*, questi potrà decidere se investire o meno. La scelta se investire o meno sarà, in questo caso, determinata dalla fiducia che il cliente ripone nel *robo-advisor* ( $\alpha$ ) e nell'intermediario umano ( $\beta$ ), dove  $0 \leq \alpha \leq 1$  e  $\beta > 0$ .

A questo punto, G2 segue il medesimo schema di G1: unica differenza risiederà nel fatto che il coinvolgimento di un intermediario umano comporta un aumento dei costi transattivi (essendo necessaria un'ulteriore risorsa a disposizione del cliente); di conseguenza la commissione in favore dell'intermediario (*id est*, il suo *payoff*) sarà più elevata ( $0.4x$ ), con corrispondente riduzione del *payoff* atteso dal cliente in caso di investimento fruttuoso ( $0.6x + x$ ).

Qualora, invece HA decida di modificare la proposta formulata dal *robo-advisor*,

si porrà di fronte a costui l'alternativa se compiere tale operazione a vantaggio del cliente (*cooperate*) ovvero a danno di quest'ultimo (*appropriate*).

Nel caso l'intermediario decida di agire secondo una condotta di tipo *appropriate*, egli presenterà al cliente una proposta di investimento alterata al fine di aumentare il proprio *payoff* (in ipotesi,  $0.5x$ ) con conseguente riduzione del valore atteso dell'investimento del cliente in caso di successo. Ciò potrebbe avvenire, ad esempio, suggerendo di sottoscrivere un investimento in prodotti della banca di riferimento dell'intermediario piuttosto che in altri, più convenienti, offerti da soggetti terzi o concorrenti.

Qualora, invece, l'intermediario decida di modificare la proposta formulata da RA a vantaggio del cliente – ritenendola, ad esempio, non ottimale – non potendo ridurre la propria commissione (posto che questa rappresenta un costo minimo fisso derivante dall'attività), è ragionevole ipotizzare che egli proponga al cliente un investimento con il medesimo valore atteso dell'investimento ( $0.6x + x$ ), ma con una maggiore probabilità di verificarsi ( $p^*$ , dove  $p^* > p$ ) e, dunque, "più sicuro".

Sulla base di queste considerazioni, è possibile calcolare il valore atteso del cliente nelle varie ipotesi, attraverso l'analisi dei diversi esiti del processo di *backward induction*, per stabilire quale sia la sua strategia ottimale.

Nel primo caso, ossia in assenza di intervento modificativo da parte dello *Human Advisor*, l'equazione del valore atteso del cliente  $EVC_{HA}$  assume il seguente tenore:

$$EVC_{HA}^{NI} = p(0.6x + x) + 1 - p(0 - x)$$

In caso di intervento modificativo dello *Human Advisor* a suo vantaggio (secondo, dunque, una strategia di *appropriation* che determini un aumento del proprio *payoff*) il valore atteso del cliente  $EVC_{HA}^{VA}$  è pari a

$$EVC_{HA}^{VA} = p(0.5x + x) + 1 - p(0 - x)$$

Infine, qualora lo *Human Advisor* intervenga a vantaggio del Cliente (seguendo una strategia cooperativa e modificando, dunque, il suggerimento di RA in favore di un investimento con una maggiore probabilità di successo  $p^* > p$ ), il valore atteso  $EVC_{HA}^{VC}$  equivale a

$$EVC_{HA}^{VC} = p^*(0.6x + x) + 1 - p^*(0 - x)$$

Analizzando il rapporto tra i diversi valori attesi, dunque, la relazione tra questi si presenta nei seguenti termini

$$EVC_{HA}^{NI} > EVC_{HA}^{VC} > EVC_{HA}^{VA}$$

Si consideri inoltre che, nella prospettiva del cliente, condizione necessaria e sufficiente ad investire è sempre che  $EVC > 0$ . In tutti e tre i casi considerati, di conseguenza, il cliente ha interesse a seguire le indicazioni dell'intermediario, ivi compre-

---

se quelle ipotesi nelle quali questi abbia modificato a proprio vantaggio la proposta di investimento formulata dal *robo-advisor*.

Posto che la strategia ottimale del cliente è quella di assumere sempre un ruolo di *follower*, si pone a questo punto l'esigenza di analizzare la posizione dell'intermediario, calcolandone i diversi *payoff* attesi (*EVA*) in G2.

In particolare, il valore atteso di una strategia che preveda il mero attenersi all'indicazione del *robo-advisor*  $EVA_{NI}$  è

$$EVA_{NI} = \alpha\beta[p(0.4x) + 1 - p(0.4x)] + 1 - \alpha\beta(0)$$

Mentre, in caso di coinvolgimento attivo e modifica della proposta di investimento di RA,  $EVA_I$  equivale a

$$EVA_I = 0.5\{\alpha\beta[p(0.5x) + 1 - p(0.5x)] + 1 - \alpha\beta(0)\} \\ + 0.5\{\alpha\beta[p^*(0.4x) + 1 - p^*(0.4x)] + 1 - \alpha\beta(0)\}$$

Si noti come, nell'equazione considerata, la probabilità di intervenire a vantaggio o a svantaggio del cliente assuma valore stocastico; si assume, dunque, un valore medio di 0.5.

Di conseguenza, dal punto di vista dell'intermediario, intervenire è sempre una strategia preferibile.

In aggiunta, posto che il *payoff* dell'intermediario è – naturalmente - maggiore in caso di intervento modificativo a proprio vantaggio, in assenza di un sistema di responsabilità efficace la strategia ottimale di quest'ultimo consiste sempre nel modificare l'indicazione d'investimento di RA in favore di una formula che aumenti il proprio profitto.

### **3. Considerazioni e prospettive d'intervento in base all'analisi dei modelli**

Dall'analisi dei modelli qui delineata emerge come, sebbene grande attenzione da parte della regolamentazione sia stata orientata verso la necessità di definire assetti di responsabilità con riferimento ai rischi legati ai fenomeni di disintermediazione – nel timore di esporre gli utenti ai pericoli derivanti da malfunzionamenti ovvero manipolazioni degli algoritmi in sede di creazione e *training* degli stessi – tale approccio (e i relativi profili di criticità), ove supportato da un generico paradigma di responsabilità dell'intermediario in funzione di monitoraggio e garanzia del buon funzionamento dell'algoritmo, assuma invero carattere di intrinseca parzialità, e presenti financo la possibilità di esiti controproducenti rispetto all'obiettivo ultimo della tutela dei risparmiatori coinvolti nell'attività di investimento.



---

Certamente è opportuno muovere il binomio trasparenza-responsabilità al fine di impostare una ridefinizione degli assetti di responsabilità nel settore della consulenza digitale. Tuttavia, se le modalità d'intervento in termini di interazione con il cliente che finora hanno caratterizzato l'approccio europeo al *robo-advisory* sono state incentrate sullo stabilimento di obblighi di *disclosure* in capo all'impresa di consulenza, idonei a favorire la comprensione sui servizi prestati a mezzo *software* e del funzionamento di quest'ultimo, tale aspetto rappresenta soltanto una parte del problema.

Parimenti insufficienti appaiono gli obblighi, incombenti sulle imprese che forniscono servizi di consulenza facendo riferimento a sistemi automatizzati, di dotarsi di assetti di *governance* interna in grado di ridurre (a seconda dei casi) il rischio di malfunzionamento del sistema, di utilizzo di *dataset* non neutrali, e di elaborazione – nel processo di *training*, specialmente *unsupervised* – di strategie d'investimento *latu sensu* opportunistiche, ossia basate su *bias* ed euristiche dei clienti.<sup>31</sup>

A ben vedere, infatti, il problema specifico che caratterizza i processi di *robo-advisory* ibrido non risiede (solamente) nella tutela del cliente in merito ad un responsabile trattamento dei propri dati, e tantomeno nella necessità di garantire il corretto funzionamento dell'algoritmo: questi aspetti ricorrono analogamente tanto nelle ipotesi di *robo-advisory* puro che nei sistemi ibridi. Ciò che caratterizza i sistemi di consulenza digitali ibridi, invece, è la necessità (questa sì, non presente nei modelli che non contemplano la figura umana) di scongiurare il rischio di *moral hazard* dell'intermediario tradizionale, sostanziantesi in un disallineamento rispetto alla composizione di portafoglio elaborata dal *software*.

Le soluzioni finora prospettate in sede di disciplina del fenomeno operano (da un lato, attraverso l'imposizione di stringenti misure di *governance* volte in materia di *test*, training, modifica, aggiornamento e trattamento degli errori negli algoritmi impiegati per attività di consulenza; dall'altro, mediante la predisposizione di flussi informativi verso il cliente che relativi a *design*, finalità, scopo e struttura degli algoritmi)<sup>32</sup> coerentemente con le principali posizioni affermatesi in dottrina in materia di *explainability* dei sistemi di *Artificial Intelligence* e, pur regolando aspetti prodromici e significativi della consulenza digitalizzata, non appaiono idonee a garantire un controllo effettivo dell'operato dell'intermediario finanziario, il quale rimane vincolato – per tutto ciò che non è espressamente legato ai due profili summenzionati – alle disposizioni generali del t.u.f., le quali non prendono in considerazione lo specifico aspetto della giustificazione in merito a possibili disallineamenti dall'indicazione del *robo-advisor*. Queste regole incidono solo sul controllo in meri-

---

<sup>31</sup> In merito v. LINCIANO N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di finanza Consob*, gennaio 2016, in [www.consob.it](http://www.consob.it); RIGONI U., *La percezione del rischio*, in *Finanza Comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, Atti del Convegno Consob-Luiss, Roma, 4 giugno 2010, in *Quaderni di finanza Consob*, maggio 2011, [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>32</sup> V. *supra* Par. 1.

---

to al buon funzionamento dell’algoritmo, ma non responsabilizzano l’intermediario rispetto al compimento di scelte che possano incrementarne i profitti a svantaggio del cliente.

Se, infatti, i disallineamenti da quanto prescritto dal *robo-advisor*, in presenza di un intermediario “virtuoso” ben possono giustificarsi alla luce di un malfunzionamento o di un errore nel *software* – legittimando, di conseguenza, quell’esigenza di supervisione umana che permea l’intero approccio comunitario ai sistemi di intelligenza artificiale –, di fronte ad un soggetto irresponsabile questi possono parimenti essere determinati dall’intenzione dell’intermediario di beneficiare della fiducia in egli riposta al fine di massimizzare il proprio guadagno.

S’impone, di conseguenza – e, ove possibile, muovendosi all’interno degli strumenti normativi già caratterizzanti lo *ius condito* in materia di consulenza finanziaria – la necessità di introdurre ulteriori cautele a protezione dei clienti, funzionali ad eliminare l’assenza di trasparenza esistente tra l’elaborazione del *robo-advisor* e il momento decisionale dell’intermediario; ciò al fine di consentire all’investitore (e, ove necessario, all’autorità di vigilanza) di analizzare le motivazioni alla base di una discordanza tra le due proposte – *software* e umana – per determinare la propria strategia di investimento e, se del caso, attivare gli strumenti di tutela previsti dall’ordinamento avverso comportamenti opportunistici dell’intermediario.

A tale scopo una strategia ottimale – elaborata sulla scorta degli assunti della teoria economica dei contratti<sup>33</sup> – richiederebbe di allineare il più possibile le funzioni obiettivo di cliente e intermediario. Ciò, agendo sul vincolo di partecipazione dell’intermediario (cioè sull’ammontare da corrispondersi affinché costui sia disposto a collaborare con il cliente) e massimizzando il vincolo di compatibilità degli incentivi, ossia il vantaggio dell’intermediario a approfondire il proprio sforzo verso la scelta migliore per il cliente.

Declinando questa prescrizione teorica all’interno del caso qui in esame, emerge come l’efficienza del modello dipenda radicalmente dalla possibilità di introdurre soluzioni che consentano l’osservabilità della condotta dell’intermediario da parte dell’autorità (e, prima della decisione, dal cliente stesso), al fine di minimizzare i rischi dovuti al *moral hazard* relativo all’azione di disallineamento dal *software*. Per risolvere in termini ottimali il *trade-off* tra efficienza dell’allocazione e compatibilità degli incentivi dell’agente che possiede il vantaggio informativo, l’intermediario dovrà dunque essere sottoposto ad un regime di responsabilità specifico, che gli fornisca l’incentivo a compiere l’azione concordata, ovvero a dichiarare in modo veritiero l’informazione in suo possesso.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> La trattazione del tema, naturalmente, è vastissima da parte degli studi economici. Si faccia riferimento, su tutti, a SHAVELL S., *Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship*, in *Bell Journal of Economics*, 10, 1, 1979, 55–73. GROSSMAN, S., HART O., *An analysis of the principal-agent problem*, in *Econometrica*, 51, 1, 1983, 7–46; BOLTON P., DEWATRIPONT M., *Contract Theory*, MIT Press, 2005, *passim*.

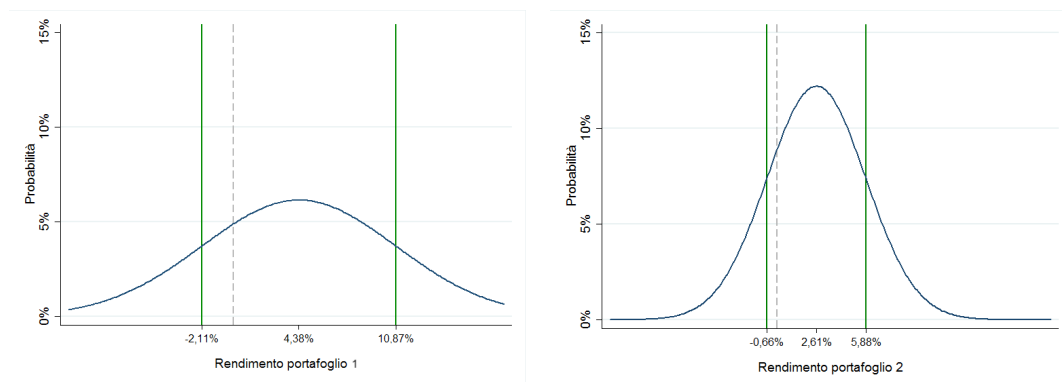
<sup>34</sup> FIGA G., *Lezioni di microeconomia*, Giappichelli, 2008, 478.

---

Una prima ipotesi, intuitivamente, consisterebbe nel legare la commissione corrisposta all'intermediario alla qualità della sua condotta, intesa in termini di *performance* del portafogli proposto. Tale soluzione, tuttavia, appare difficilmente compatibile sia con la naturale aleatorietà che caratterizza l'andamento dei prodotti finanziari, sia con la *ratio* stessa della disciplina in materia di responsabilità dell'intermediario finanziario, la quale si concentra sul modulare *ex ante* (e coerentemente con un approccio *risk-based*) i doveri dell'intermediario al fine di garantire un *agere* improntato a trasparenza operativa, *best execution* ed adeguatezza delle operazioni così come definiti dall'art. 21 del t.u.f.

Più coerente con tale assetto, invece, si presenta l'ipotesi alternativa di introdurre un obbligo specifico di motivazione – e di esposizione – di eventuali alternazioni della composizione di portafoglio proposta dal *robo-advisor*. Si fa riferimento, in particolare, all'opportunità, d'introdurre un onere di informazione al cliente in merito ai caratteri della proposta formulata dal *robo-advisor* e, in caso di modifica, di quella redatta dall'intermediario, offrendo contestualmente una comparazione tra a) *valore atteso* dell'investimento e b) tasso di *varianza* delle stesse.

In particolare, si potrebbe strutturare l'onere informativo nei confronti del cliente in merito ai portafogli suggeriti *sub forma* di grafico di funzione che illustri il rapporto rischio-rendimento della composizione di portafoglio (o del singolo investimento) considerato, secondo il seguente modello.



I grafici qui in esame riportati rappresentano il rapporto probabilità-rendimento esistente tra due ipotetici portafogli di investimento presentati ad un cliente. Come è agevole osservare, la composizione di portafoglio rappresentata nel grafico sul lato sinistro presenta un minore livello di rischio per l'investitore, rispetto a quella caratterizzante grafico sulla destra: pur in presenza di un rendimento massimo più elevato, infatti, il portafoglio n. 2 si caratterizza per un maggiore livello di varianza dell'investimento.

Ipotizzando che l'intermediario voglia proporre al proprio cliente di investire nel portafoglio n. 1, a fronte della proposta del *software* di strutturare la composizione secondo il modello n. 2, il cliente – una volta ricevuta un'informativa di tal genere, opportunamente illustrata in ottemperanza al dovere di informazione – sarà in grado di soppesare le due alternative, ed operare consapevolmente la propria scelta di

---

investimento.

Un simile obbligo a carico dell'intermediario, ancorché ad avviso di chi scrive necessitante di declinazione in apposita normativa secondaria o atti di *soft law*, appare invero desumibile in via interpretativa sulla base dei principi generali in materia di doveri dell'intermediario – con particolare riferimento alle disposizioni in materia di trasparenza volte a promuovere l'effettività di flussi informativi e la caratterizzazione delle stesse come novero aperto a contenuto variabile<sup>35</sup> – nonché considerando l'incidenza dei più generali doveri di buona fede e di diligenza professionale *ex artt.* 1337 e 1176 c.c.<sup>36</sup> In aggiunta, si tratta di una soluzione che, massimizzando l'interesse a trasmettere al cliente esclusivamente le informazioni relative ad elementi significativi ai fini della scelta di investimento (evitando, al contempo, i noti rischi relativi ai possibili fenomeni di *information overload* causati dal proliferare degli oneri informativi),<sup>37</sup> avrebbe l'effetto di favorire contestualmente la responsabilizzazione dell'intermediario, il perseguimento di un principio trasparenza sostanziale, e il mantenimento dell'autonomia decisionale del cliente (senza, dunque, scontare

---

<sup>35</sup> ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, 06 novembre 2018, ESMA35-43-1163IT; UDA G.M., l'informativa alla clientela in Relazione ai servizi di investimento, in TROIANO V., MOTRONI R. (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, Kluwer, 2016, 27 ss. Cfr. già in precedenza, SERRAO D'AQUINO P., *Obblighi informativi e responsabilità dell'intermediario finanziario; parte seconda: valutazione di adeguatezza e di appropriatezza - Conflitti di interesse ante e post MiFID - Informazioni per i prodotti non negoziati nei mercati regolamentati - obbligo di monitoraggio dei titoli acquistati dal cliente*, in *Giur. mer.*, 2012, 1745 ss.

<sup>36</sup> Il tema è oggetto di ampio approfondimento ad opera della dottrina che si è occupata delle ricadute contrattuali della violazione dei doveri incombenti sugli intermediari finanziari. V. *ex multis* AUTELITANO F., *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I Contratti*, 12, 2008, 1157- 1161; MIRONE A., *Sistemi e sottosistemi nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 1, 2014, 377 ss.; COSTI R., *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012, 700 ss.; CAPOBIANCO E., *I contratti delle banche: trasparenza ed equilibrio nei rapporti con la clientela*, in *Dir. banc.*, 2002, 198 ss.; SANGIOVANNI V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *Contratti*, 12, 2006, 1138-1139; GRECO F., *Informazione precontrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Giuffrè, 2010, 87; SARTORI F., *Violazione delle regole informative e modelli di responsabilità*, in R. D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010, 615 ss.

<sup>37</sup> MALHOTRA N.M., *Information Load and Consumer Decision Making*, in *Journal of Consumer Research*, 8, 1982, 419-430; NELSON, M.W., BLOOMFIELD, R., HALES, J. W., LIBBY, R., *The effect of information strength and weight on behavior in financial markets*, in *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 86, 2, 2001, 168-196; LINCiano N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, in *Quaderni di finanza Consob*, 2010; YENGAR S.S., KAMENICA E., *Overload and Simplicity Seeking*, University of Chicago, Graduate School of Business, 2007; ZOPPINI A., *Eccesso di informazione e tutela degli investitori*, in MOLLO G., (a cura di), *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, Quaderni Giuridici Consob, 2015; AGNEW J., SZYKMAN L.R., *Asset allocation and information overload: The influence of information display, asset choice, and investor experience*, in *Journal of Behavioral Finance*, vol. 6, 2, 2005, 57-70; GRECO F., *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, in *Resp. civ. e prev.*, II, 2017, 398 ss.; DI PORTO F., *Big data e scienze cognitive: ripensare la disclosure regulation nel settore finanziario*, in M.T. PARACAMPO (a cura di) *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico per i servizi finanziari*, Giappichelli, 2017, 104-126; ID., *La regolazione degli obblighi informativi: le sfide delle scienze cognitive e dei big data*, Napoli, 2017, *passim*.

---

eccessi di paternalismo) in conformità ai principi dell'autonomia privata. Il tutto, consentendo di beneficiare delle opportunità che il *robo-advisory* offre in termini di miglioramento delle *performance* d'investimento.

## Bibliografia

AGNEW J., SZYKMAN L.R., *Asset allocation and information overload: The influence of information display, asset choice, and investor experience*, in *Journal of Behavioral Finance*, vol. 6, 2, 2005; ANGELINI R., *Intelligenza Artificiale e governance. Alcune riflessioni di sistema*, in PIZZETTI F. (a cura di), *Intelligenza artificiale, protezione dei dati personali e regolazione*, Torino, 2018; ARDIC O.P., HEIMANN M., MYLENKO N., *Access to Financial Services and the Financial Inclusion Agenda Around the World: A Cross-Country Analysis with a New Data Set*, in [www.elibrary.worldbank.org](http://www.elibrary.worldbank.org), 2011; ARNER D.W., BUCKLEY R.P., ZETZSCHE D.A., VEIDT R., *Sustainability, FinTech and Financial Inclusion*, in *UNSW Law Research Paper* No. 19-63, 2019; AUTELITANO F., *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I Contratti*, 12, 2008; BAKER T., DELLAERT B., *Regulating robo advice across the financial services industry*, in *University of Pennsylvania Law School Legal Scholarship Repository*, 2018; BAROCAS S., SELBST A., *Big Data's Disparate Impact*, in *California Law Review*, vol. 104, 2016; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Corporate governance principles for banks*, luglio 2015; BURRELL J., *How the Machine "Thinks": Understanding Opacity in Machine Learning Algorithms*, in *Big Data and Society*, 3, 1, 2016; BAIRD D., GERNER R., PICKER R., *Game Theory & the Law*, Harvard University Press, 1998; BOLTON P., DEWATRIPONT M., *Contract Theory*, MIT Press, 2005; CAPOBIANCO E., *I contratti delle banche: trasparenza ed equilibrio nei rapporti con la clientela*, in *Dir. banc.*, 2002; CAPRIGLIONE F., *L'Unione Bancaria Europea*, UTET, 2013; CATENACCI M., SANNA P., *Cenni sugli orientamenti EBA sulla governance interna di banche e imprese di investimento*, *Dir. Banc.*, 2018; CHITI M.P., SANTORO V. (a cura di), *L'Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016; CIRACE G., *Law, Economics, and Game Theory*, Rowman, 2018; COLOMBO C., *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in TROIANO V., MOTRONI R. (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, Kluwer, 2016; COSTI R., *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012; D'AMBROSIO R. (a cura di), *Scritti sull'Unione Bancaria*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, n. 81, 2015; DI CAGNO D., PANACCIONE L., *Le decisioni di investimento e le evidenze sperimentali sul ruolo delle conoscenze finanziarie*, in LINCiano N., SOCCORSO P. (a cura di), *Le sfide dell'educazione finanziaria La rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l'individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace*, Quaderni di Finanza Consob, 84, 2017; DI NELLA L., *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*, in TROIANO V., MOTRONI R. (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, Kluwer, 2016; DI PORTO F., *Big data e scienze cognitive: ripensare la disclosure regulation nel settore finanziario*, in M.T.



---

PARACAMPO (a cura di) *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico per i servizi finanziari*, Giappichelli, 2017; ID. *La regolazione degli obblighi informativi: le sfide delle scienze cognitive e dei big data*, Napoli, 2017; ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, 06 novembre 2018, ESMA35-43-1163IT; ESMA, *Final Report sugli Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, 28 maggio 2018, ESMA35-43-869; EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Orientamenti sulla governance interna*, EBA/GL/2017/11, 21 marzo 2018; GIBBONS R., *Teoria dei Giochi*, Il Mulino, 1992; HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON AI, *Ethics Guidelines For Trustworthy AI*, <https://ec.europa.eu/futurium/en/ai-alliance-consultation> 8 aprile 2019; GROSSMAN, S., HART O., *An analysis of the principal-agent problem*, in *Econometrica*, 51, 1, 1983; GRECO F. *Informazione precontrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Giuffrè, 2010; ID., *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, in *Resp. civ. e prev.*, II, 2017; IOSCO, *Report on Social Media and Automation of Advice Tools Surveys*, [www.iosco.org](http://www.iosco.org), 2014; JOINT COMMITTEE OF THE EUROPEAN SUPERVISORY AUTHORITIES, *Discussion Paper on Automation in financial Advice*, [www.esas-joint-committe.europa.eu](http://www.esas-joint-committe.europa.eu), 2015; LA SALA G., *Intermediazione, disintermediazione, nuova intermediazione: i problemi regolatori*, in CIAN M., SANDEI C. (a cura di), *Diritto del FinTech*, Kluwer, 2020; LEESE M., *The New Profiling: Algorithms, Black Boxes, and the Failure of Anti-Discriminatory Safeguards in the European Union*, in *Security Dialogue*, vol. 45, iss. 5, 2015; LINCIANO N. *La financial literacy tra deficit cognitivi e bias comportamentali: il ruolo del consulente*, in *EFPA Italia Meeting*, [www.efpa-italia.it](http://www.efpa-italia.it), giugno 2013; ID., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di finanza Consob*, in [www.consob.it](http://www.consob.it), gennaio 2016; MALHOTRA N.M., *Information Load and Consumer Decision Making*, in *Journal of Consumer Research*, 8, 1982; MARINO G., *Robo advisor e consulenza finanziaria*, in FINOCCHIARO G., FALCE V. (a cura di), *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, Zanichelli 2019; MAUME P., *Regulating Roboadvisory*, in *Texas Journal of International Law*, 2018; MENDOZA I., *The Right Not to be Subject to Automated Decisions Based on Profiling*, in SYNODINOU T.E.- JOUGLEUX P.- MARKOU C.- PRASITOU T. (a cura di), *EU Internet Law. Regulation and Enforcement*, Springer, 2017; MIRONE A., *Sistemi e sottosistemi nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 1, 2014; NELSON, M.W., BLOOMFIELD, R., HALES, J. W., LIBBY, R., *The effect of information strength and weight on behavior in financial markets*, in *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 86, 2, 2001; PANEBIANCO M., *L'industria dell'Asset Management nel 2020*, Pwc, giugno 2017, [www.pwc.com](http://www.pwc.com); PARACAMPO M.T., *Robo advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?* In *Riv. trim. dir. Econ.*, supplemento n. 1, 4, 2016; ID. *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, in *Rivista di diritto bancario*, n. 52, 2018; ID., *FinTech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n. 2, Pacini parte I, 2019; PATWARDHAN A., *Financial*



---

*Inclusion in the Digital Age*, in *Handbook of Blockchain, Digital Finance, and Inclusion*, vol. 1, Elsevier, 2018; PELLEGRINI M., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Kluwer, 2019; PIGA G., *Lezioni di microeconomia*, Giappichelli, 2008; PORTALE G.B., *La corporate governance delle società bancarie*, *Riv. Soc.*, 2016, 1, 48; POSNER E., *Agency Models in Law and Economics*, in *M. Olin Program in Law and Economics Working Paper No. 92*, 2000; RIGONI U., *La percezione del rischio*, in *Finanza Comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, in *Quaderni di finanza Consob*, [www.consob.it](http://www.consob.it), maggio 2011; ROSSANO D., *Il Robo-Advice alla luce della normativa vigente*, in CAPRIGLIONE F. (a cura di) *Liber Amicorum Guido Alpa*, Kluwer, 2019; SACCO GINEVRI A., CAPRIGLIONE F., *Metamorfosi della Governance Bancaria*, UTET, 2019; SANGIOVANNI V., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *Contratti*, 12, 2006; SARTORI F., *Violazione delle regole informative e modelli di responsabilità*, in R. D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010; SCHENA C., TANDA A., ARLOTTA C., POTENZA G., *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in *Quaderni Fintech*, Consob, 2018; SELBST A., POWLES J., *Meaningful information and the right to explanation*, in *International Data Privacy Law*, 7, 4, 2017; SERRAO D'AQUINO P., *Obblighi informativi e responsabilità dell'intermediario finanziario; parte seconda: valutazione di adeguatezza e di appropriatezza - Conflitti di interesse ante e post MiFID - Informazioni per i prodotti non negoziati nei mercati regolamentati - obbligo di monitoraggio dei titoli acquistati dal cliente*, in *Giur. mer.*, 2012; SHAVELL S., *Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship*, in *Bell Journal of Economics*, 10, 1, 1979; TUCCI A., *"Servizio" e "contratto" nel rapporto tra intermediario e cliente*, in GABRIELLI E., LENER R. (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Milano, 2011; UDA G.M., *l'informativa alla clientela in Relazione ai servizi di investimento*, in TROIANO V., MOTRONI R. (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, Kluwer, 2016; YENGAR S.S., KAMENICA E., *Overload and Simplicity Seeking*, University of Chicago, Graduate School of Business, 2007; ZARSKY T., *The Trouble with Algorithmic Decisions: An Analytic Road Map to Examine Efficiency and Fairness in Automated and Opaque Decision Making*, in *Science, Technology, & Human Values*, 41, 2016; ZOPPINI A., *Eccesso di informazione e tutela degli investitori*, in MOLLO G., (a cura di), *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, Quaderni Giuridici Consob, 2015.

# ROBO ADVISOR E DISTANZIAMENTO SOCIALE AL TEMPO DEL LOCKDOWN

**Rosanna Magliano**

**Abstract:** La pandemia che ha colpito il mondo ha velocizzato il percorso di digitalizzazione in ambito bancario e finanziario. Il ricorso alle tecnologie digitali è stato fondamentale per attenuare gli effetti depressivi causati dalla necessità di prevenire il contagio e ha mostrato i vantaggi della sua applicazione. I robo advisor possono diventare anche per il futuro strumento ideale per una consulenza finanziaria adeguata ma senza necessità di contatto fisico. Occorre però educare i consumatori verso un nuovo approccio allo strumento che consenta loro di decodificare le informazioni e di rispondere adeguatamente ai questionari informativi al fine di consentire all'algoritmo sottostante di funzionare adeguatamente.

The pandemic that has hit the world has accelerated the path of digitalization in banking and finance. The use of digital technologies has been fundamental to mitigate the depressive effects caused by the need to prevent contagion and has shown the advantages of its application. Robo advisors can also become the ideal tool for future financial advice without the need for physical contact. However, it is necessary to educate consumers about a new approach to the tool that allows them to decode information and to respond adequately to information questionnaires in order to allow the underlying algorithm to function properly.

**Parole chiave:** digitalizzazione, robo advisor, educazione finanziaria, Mifid II, algoritmo, informazione, adeguatezza

**Sommario:** 1. La digitalizzazione ai tempi del Covid -19 -2. Il robo advisor: consulenza finanziaria senza necessità di contatto fisico - 3. Segue: Le due facce della stessa medaglia. Vantaggi e rischi della consulenza finanziaria automatizzata- 4. Scelte consapevoli e profilazione della clientela tra obblighi di informazione e regola di adeguatezza

## 1. La digitalizzazione ai tempi del Covid 19

L'innovazione tecnologica e la digitalizzazione dei mercati e dei servizi finanziari hanno, da tempo, progressivamente modificato la struttura dell'intermediazione finanziaria e il rapporto tra intermediario e cliente in termini di prestazione, distribuzione e fruizione del servizio; nell'epoca della pandemia il ricorso alle tecnologie digitali ha subito una decisa accelerazione ed è stato fondamentale per attenuare gli

---

effetti depressivi causati dalla necessità di prevenire il contagio <sup>1</sup>.

In campo bancario e finanziario il *lockdown*, e l'uso crescente delle interazioni a distanza ad esso conseguente, possono considerarsi una sorta di *turning point* per i futuri processi di ristrutturazione degli intermediari finanziari e per la crescita delle piattaforme *online* per la distribuzione di servizi finanziari <sup>2</sup>.

Fuor di dubbio la digitalizzazione dei servizi finanziari, compresa l'apertura di conti correnti *on line*, è stata riconosciuta quale valida alternativa per superare il momento emergenziale, peraltro idonea a favorire la riduzione dei costi, anche a carico della clientela, e costituisce per le banche tradizionali uno sprone verso l'apertura di servizi innovativi versatili e funzionali.

Come si evince anche dalla Relazione della Banca d'Italia relativa all'anno 2019 l'utilizzo di canali digitali continuerà a rivestire un ruolo crescente nell'interazione con la clientela<sup>3</sup>; le abitudini e le condotte antecedenti alla diffusione del Covid-19 non potranno nel breve periodo essere riprese nella loro totalità e nel frattempo verranno sostituite da nuove forme comportamentali.

Con grande probabilità, al termine del *lockdown* forzato si potranno apprezzare gli effetti positivi di una diffusione massiccia dell'uso della tecnologia e contemporaneamente occorrerà valutare i rischi connessi, da un lato, alle possibili frodi informatiche e, dall'altro, ad un'utilizzazione non perfettamente consapevole dello strumento <sup>4</sup>.

Alla luce di quanto precede, le autorità di vigilanza di settore si prefiggono diversi obiettivi da perseguire tra cui spicca la formazione di tavoli tecnici internazionali ed europei delle banche centrali e del settore finanziario, per la definizione di linee guida sulla sicurezza e *incident reporting* nonché lo sviluppo di test europei sulla resilienza *cyber* delle infrastrutture e dei principali operatori; in aggiunta, si avverte

---

<sup>1</sup> Cfr. Banca d'Italia, Relazione per l'anno 2019, Roma, 29 maggio 2020, p. 207 ss.

<sup>2</sup> Cfr. Banca d'Italia, Relazione cit. ,p. 207 in cui si evidenzia che il cambiamento nelle modalità di consumo associato alla necessità del distanziamento sociale, che si protrarrà ben oltre i vincoli imposti dalle misure di sospensione delle attività, potrebbe favorire i canali di acquisto online rispetto alla distribuzione tradizionale. La prevedibile rapida espansione del commercio elettronico potrebbe anche facilitare lo sviluppo di nuovi operatori con modelli di business innovativi. Per alcune considerazioni sugli effetti della pandemia e la digitalizzazione nel Fintech e nell'Insurtech sia consentito il richiamo a R. MAGLIANO, S. MASTANTUONO, *Nuove tecnologie nel settore finanziario e assicurativo: tutela e rischi per il consumatore al tempo della pandemia*, in *dirittobancario.it*

<sup>3</sup> Nel 2019 la quota di clienti che accede ai servizi bancari attraverso questi canali è salita di quattro punti percentuali, all'80 per cento. Dalle indagini regionali condotte dalle Filiali della Banca d'Italia emerge che tra il 2013 e il 2019 le quote di banche che offrono servizi di pagamento attraverso dispositivi mobili, servizi di gestione del risparmio e credito alle famiglie mediante i canali digitali sono aumentate, rispettivamente, al 65, al 64 e al 37 per cento (nel 2013 erano pari al 6, al 55 e al 17 per cento). Cfr. Banca d'Italia, Relazione per l'anno 2019, cit., pag.158

<sup>4</sup> Cfr. a titolo esemplificativo la nota sul sito internet della Polizia Postale del 27 marzo 2020 in cui si denuncia "un massivo invio di sms per false informazioni bancarie su restrizioni relative all'emergenza Coronavirus"; nota del 1 aprile 2020, in cui si evidenzia che " Sono in corso numerose campagne di comunicazione fraudolente a nome di Istituti Bancari che, sfruttando la situazione di emergenza sanitaria nazionale e l'attenzione dedicata alle notizie sul #Coronavirus, chiede di inserire i dati bancari in falsi siti internet" .

---

l'esigenza dell'emanazione di regolamentazione nazionale per rafforzare la *governance* dei processi informatici e i presidi in materia di sicurezza cibernetica, così da definire in maniera più precisa quello che viene definito il nuovo Regtech <sup>5</sup>.

Non appare dunque casuale la circostanza che le autorità di vigilanza stiano affrontando con particolare attenzione le sfide poste dal Fintech <sup>6</sup>, in particolar modo le problematiche emerse ed accentuate dalla pandemia, ed abbiano rilevato un aumento di situazioni rischiose in cui i consumatori possano incorrere<sup>7</sup>. In tal senso appare opportuno implementare l'educazione finanziaria affinché aumenti la consapevolezza di giovani e adulti in merito all'utilizzo di servizi finanziari digitali <sup>8</sup>.

Ma l'apporto innovativo di un approccio al mercato basato sull'educazione finanziaria prevede che essa, affiancandosi necessariamente alle varie forme di vigilanza, supervisione e regolamentazione, e agli obblighi e adempimenti in termini di trasparenza, determini un nuovo modello del sistema finanziario nel suo complesso<sup>9</sup>. Questo modello dovrà infatti essere incentrato soprattutto sulle persone dei risparmiatori, dei consumatori e degli utenti dei mercati e servizi finanziari e sulla capacità

---

<sup>5</sup> Per approfondimenti sul punto cfr. A.PERRONE, *La nuova vigilanza. Regtech e capitale umano*, in *Diritto del Fintech*, M.Cian e C.Sandei ( a cura di), Padova, 2020, p.27 ss

Per un inquadramento complessivo delle tematiche caratterizzanti il Fintech e per una riflessione sui successivi sviluppi si rimanda a E. CORAPI- R.LENER ( a cura di ), *I diversi settori del Fintech. Problemi e prospettive*, Padova, 2019.

<sup>6</sup> Con tali espressioni si intende il complesso dei mutamenti che le nuove tecnologie, soprattutto quelle digitali, consentono nei servizi finanziari: dalla possibilità di concludere contrattazioni on line attraverso pagamenti digitali, all'offerta di servizi assicurativi e bancari, fino alle criptovalute. Cfr. P.PIA, *La consulenza finanziaria automatizzata*, Milano, 2017, p.9.

<sup>7</sup> Cfr. in tal senso Comunicato Ivass - Banca d'Italia, 17 aprile 2020. Criminali informatici stanno approfittando del momento per diffondere numerosi messaggi di posta elettronica fraudolenti che pubblicizzano sedicenti cure contro il Coronavirus o fittizie iniziative di solidarietà, nel tentativo di sottrarre ai destinatari somme di denaro e credenziali di accesso ai conti online (c.d.). Per ulteriori approfondimenti si veda la comunicazione del Gruppo di Coordinamento per la sicurezza cibernetica Banca d'Italia-Ivass: "La sicurezza cibernetica ai tempi del Covid -19" ([www.ivass.it](http://www.ivass.it)). Il documento osserva che "La Banca d'Italia da tempo è in prima linea nel contrasto alla minaccia cibernetica. Essa opera per rafforzare la propria sicurezza informatica (in quanto infrastruttura critica, erogatrice di servizi digitali e custode di dati sensibili), e quella del sistema finanziario, in qualità di autorità di supervisione dei sistemi di pagamento e di altre infrastrutture di mercato, nonché di autorità di vigilanza bancaria e finanziaria..

<sup>8</sup> Per approfondimenti cfr. M.T.PARACAMPO, *Educazione finanziaria e protezione dei risparmiatori: mito e realtà*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2010, n.2, p.535.

Per ulteriori considerazioni in merito alla essenzialità dell'educazione finanziaria e digitale sia consentito il rinvio a R. MAGLIANO, *Dall'iperonimo Fintech all'iponimo Robo advisor: ricognizione dei rischi e delle opportunità per il "consumatore" di strumenti finanziari*, in *I diversi settori del Fintech. Problemi e prospettive*, cit., p.183 ss.

<sup>9</sup> Particolarmente interessanti appaiono le considerazioni di M.RABITTI, *Disorientamento e opportunismo del consumatore nei contratti del mercato finanziario*, in rivistaianus.it, n.19\_2019, che riprendendo il concetto di circolo regolatorio proposto in dottrina da F. Bassan (cfr. *Potere dell'algoritmo e resistenza dei mercati in Italia - la sovranità perduta sui servizi*, Soveria Mannelli, 2019) sottolinea che "questo circolo regolatorio , potrebbe funzionare nelle materie dei mercati finanziari anche attraverso la creazione di regole e principi a valenza cross-settoriale, che hanno il vantaggio di ridurre il rischio di arbitraggio normativo, armonizzando al massimo le regole di protezione dell'investitore, risparmiatore e assicurato".

---

di svolgere una adeguata attività metacognitiva che consenta loro di effettuare scelte consapevoli<sup>10</sup>.

D'altra parte, come autorevolmente evidenziato “ *anche a ritenere positivo che il cliente con modeste nozioni e modesto patrimonio possa accedere alle più sviluppate forme di consulenza, non può tacersi il rischio che, in mancanza di una sufficiente educazione finanziaria, ciò dia vita a distorsioni cognitive, a un eccesso di informazioni non gestibile, a una sopravvalutazione delle proprie competenze*”<sup>11</sup>.

I commenti dottrinari e i documenti di *soft law* disponibili in materia sembrano essere accomunati da un approccio in cui si evidenzia una forma di “ confronto costruttivo” dettato dalla rivoluzione digitale: per tutti i soggetti a vario titolo coinvolti, per le autorità, per il mercato, per gli operatori e soprattutto per i consumatori di prodotti finanziari<sup>12</sup>.

La prova da affrontare in questo momento è quella di conciliare, e garantire, tutela della salute e proseguimento delle attività sociali ed economiche: la soluzione dovrebbe essere, tra le altre, certamente quella di ampliare gli investimenti in innovazioni digitali per far sì che esse acquistino maggior diffusione e possibilità di utilizzazione in un contesto regolatorio il più possibile chiaro e adeguato.

---

<sup>10</sup> E.RIGHINI, *Educazione finanziaria. Uno strumento per cittadini, risparmiatori e mercati*, Milano, 2020, p.475 ss

<sup>10</sup> iniziative a livello europeo e nazionale non sono mancate. Cfr. *Risoluzione del Parlamento europeo sul Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio nel mercato unico*, in cui si parla di “un’ educazione finanziaria a complemento di un’adeguata protezione del consumatore”. *Comunicazione della Commissione sull’ Educazione finanziaria, COM/2007/0808*, in cui si afferma che “L’educazione finanziaria consente alle persone di migliorare la conoscenza dei prodotti e dei concetti finanziari e di sviluppare le abilità necessarie per perfezionare la propria alfabetizzazione in questo settore, ovvero la consapevolezza dei rischi e delle opportunità in campo finanziario e per operare quindi una scelta consapevole dei servizi finanziari. Un impegno per la vita. L’educazione finanziaria serve di integrazione alle misure finalizzate a garantire informazione, protezione e consigli adeguati ai consumatori. La somma di queste politiche contribuisce a dare ai consumatori gli strumenti per prendere le decisioni più confacenti alla loro situazione finanziaria”.

<sup>10</sup> Per quanto riguarda il nostro Paese, cfr. art. 24 bis del d.l. del 23 dicembre 2016, n.23, convertito in legge con modificazioni dalla l. 15/17, che prevede misure ed interventi intesi a sviluppare l’educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale, riconoscendone “ l’importanza quale strumento per la tutela del consumatore e per un utilizzo più consapevole degli strumenti e dei servizi finanziari offerti dal mercato”.

<sup>11</sup> Cfr. R. LENER, *Il paradigma dei settori regolati e la democrazia dell’algoritmo. Note introduttive*, Riv. dir. bancario, suppl. gennaio/marzo 2020, p1 ss

<sup>12</sup> Indubbiamente la complessità che caratterizza le innovazioni tecnologiche apre una problematica che prevede che regolatori e supervisori non siano impreparati di fronte al nuovo contesto prospettato dall’ingresso del digitale e non potranno trascurare i nuovi mezzi e i sofisticati strumenti utilizzati, in particolare l’algoritmo.

---

## 2. Il robo advisor: consulenza finanziaria senza necessità di contatto fisico

L'evoluzione compiuta dalla consulenza finanziaria negli ultimi anni nel mondo appare considerevole: oltre ad istituti bancari tradizionali, SIM, SGR nonché consulenti finanziari, autonomi e società di consulenza finanziaria, si sono consolidate *start up* specializzate che hanno basato la loro attività su un elevato livello di personalizzazione del servizio e su un segmento di clientela definita.

Come noto già con la Direttiva Mifid<sup>13</sup> la consulenza finanziaria è stata inclusa tra i servizi di investimento assumendo così la prerogativa di attività riservata, sottoposta a specifiche norme di comportamento.

In tale contesto i *robo advisor* costituiscono piattaforme che propongono servizi *on line*, che possono essere utilizzati direttamente dall'investitore *retail*, che comprendono ogni forma di consulenza finanziaria automatizzata<sup>14</sup>, in particolar modo la gestione del portafoglio finanziario, diretta a fornire avvisi o raccomandazioni ai clienti senza l'utilizzo di persone fisiche ma con l'ausilio di sofisticati algoritmi che rilasciano raccomandazioni di investimento, riferite a operazioni relative a strumenti finanziari (o portafogli di strumenti finanziari) e presentate come adatte alle caratteristiche di uno specifico cliente<sup>15</sup>.

Nell'ambito dei robo-advisor in realtà, non dovrebbe procedersi ad una generalizzazione ma occorre distinguere un primo modello, che si identifica per l'automatizzazione del servizio offerto in tutte le sue fasi; un secondo, c.d. ibrido, nel quale, in diverse misure, è possibile riscontrare l'intervento umano ed infine un ulteriore tipo, etichettato *robo-for-advisor*, nel quale lo strumento automatizzato si pone al servizio del consulente persona fisica per assicurare al cliente una consulenza più

---

<sup>13</sup> Cfr. Direttiva 2004/39/CE, Market in Financial Instruments Directive - MiFID, e la relativa Direttiva di attuazione 2006/73/CE.

<sup>14</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione Europea COM (2015) 192 final del 6 maggio 2015 (revisionata dalla Comunicazione COM (2017) 228 final del 10 maggio 2017); "Strategia per il mercato unico digitale in Europa" del maggio del 2015, Cfr. Report del Joint Committee ESAs, Discussion Paper on automation in financial advice, 4 dicembre, 2015; Final report 16 dicembre 2016. Cfr. R. LENER, G. PARRILLO, *Quali regole per Fintech?*, in R. LENER, *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, Roma, 2018, p.7. Cfr. Comunicazione (2018), 109 final.

<sup>15</sup> Si vedano ESAs Joint Committee (2015) ed ESAs Joint Committee (2016) ove si fa riferimento all'advice 'used in its common meaning of the word, as an opinion or recommendation as to the appropriate choice of action'. Tale definizione include anche ogni forma di robo-advisory, ovvero sia tutti quei servizi on-line di gestione automatizzata del portafoglio finanziario che integrano ovvero sostituiscono l'operato di un consulente finanziario. Cfr. ex multis "*Robo-Advisors are automated investment solutions which engage individuals with digital tools featuring advanced customer experience, to guide them through a self-assessment process and shape their investment behaviour towards rudimentary goal-based decision making, conveniently supported by portfolios rebalancing techniques using trading algorithms based on investments and diversification strategies.*" Cfr. P. SIRONI, *Fintech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification*. John Wiley & Sons, 2016, p.23.



---

puntuale ed efficace<sup>16</sup>.

Nonostante nel modello ibrido, c.d. business to consumers, si valorizzi la possibilità di relazione ‘umana’ anche nell’ambito della consulenza automatizzata, permettendo agli investitori di scegliere se affiancare l’interazione con il consulente fisico e di ricevere assistenza nelle fasi che precedono e che seguono l’investimento, ciò che comunque rileva in un momento storico unico, ove il contatto fisico con il consulente rappresenta un potenziale pericolo, è la possibilità di operare esclusivamente *online* e di avere un contatto con l’eventuale consulente esclusivamente da remoto, attraverso un’identità digitale.

Dal punto di vista funzionale il rapporto si instaura e prende avvio attraverso l’accesso da parte dell’utente alla piattaforma, a cui segue la compilazione da parte del cliente di un questionario che consenta all’algoritmo sottostante di tracciare il profilo dell’ investitore e di individuare il c.d. *risk appetite* in relazione non solo alle sue possibilità economiche ma anche a quella che risulta essere la sua capacità di accettare il rischio<sup>17</sup>.

Occorre, comunque, che il consumatore si avvicini ad una piattaforma di consulenza automatizzata con una formazione che gli consenta di decodificare al meglio le indicazioni ricevute e gli permetta al contempo di fornire le più complete e corrette informazioni che lo riguardano al fine di permettere all’algoritmo di elaborarle per formulare i suggerimenti più adatti <sup>18</sup>.

Emerge con chiarezza che la consulenza robotizzata debba fondarsi su una effettiva conoscenza del cliente: le “Linee guida finali sui requisiti di idoneità MIFID II”, emanate dall’ESMA nel 2018, evidenziano che al fine di colmare le potenziali lacune nella comprensione da parte dei clienti dei servizi erogati attraverso la consulenza automatizzata, le imprese, oltre a fornire altre informazioni necessarie, dovrebbero informare i clienti sui seguenti punti: (i) una spiegazione molto chiara del livello e

---

<sup>16</sup> Cfr. R. LENER, *La “digitalizzazione” della consulenza finanziaria. Appunti sul c.d. Robo-advice*, in *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, a cura di R. Lener, Roma, 2018, p.45 il quale sottolinea che “nell’ipotesi di robo4advisor, l’automazione del servizio, ponendosi in un momento antecedente la prestazione consulenziale, non coinvolge in maniera diretta il cliente finale (anche se non è del tutto corretto affermare che ciò sia indifferente per il cliente stesso, tanto da non richiedere neppure misure minime di trasparenza).

La maggior parte degli *incumbent*, dunque, assiste i propri clienti in modo tradizionale e si avvale di strumenti digitalmente avanzati per migliorare la qualità dei servizi e contenerne i costi , Cfr. *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l’industria finanziaria nell’era digitale*, C. Schena, A. Tanda, C. Arlotta, G. Potenza, Quaderno Fintech, n.1, 2018, p. 52

<sup>17</sup> Cfr. F.DE SANTIS, *L’applicazione della “know your customer rule” e della “suitability rule” nell’ambito del “robo advisory”*, in, *I diversi settori del Fintech. Problemi e prospettive*, E.CORAPI- R.LENER ( a cura di ), Padova, 2019, p.161

<sup>18</sup> Cfr. per approfondimenti circa il funzionamento dell’algoritmo, R. LENER, *Il paradigma dei settori regolati e la democrazia dell’algoritmo. Note introduttive*, *Riv.dir.bancario*, cit.,p1 ss. L’A. sottolinea che “Evidenti sono infatti le possibili distorsioni nascenti dalla mancanza di informazioni sul funzionamento degli strumenti di consulenza automatizzata, dalle ridotte possibilità per l’investitore di ottenere chiarimenti, da possibili errori di “profilatura” del cliente, da possibili raccomandazioni inadeguate, da eventuale malfunzionamento dello strumento a causa di errori o manipolazioni degli algoritmi utilizzati”.

---

dell'estensione esatti dell'intervento umano, e i casi e le modalità con cui il cliente può chiedere l'interazione umana; (ii) una spiegazione del fatto che le risposte fornite dai clienti influiranno direttamente sulla determinazione dell'idoneità delle decisioni di investimento raccomandate o adottate per loro conto; (iii) una descrizione delle fonti di informazioni utilizzate per fornire consulenza in materia di investimenti o prestare il servizio di gestione del portafoglio (ad esempio, se viene utilizzato un questionario on-line le imprese dovrebbero spiegare che le risposte al questionario possono costituire l'unica base per la consulenza automatizzata o se l'impresa ha accesso ad altre informazioni o ad altri conti del cliente); (iv) una spiegazione di come e quando i dati del cliente saranno aggiornati in relazione alla situazione e alle circostanze personali dello stesso.

Attenta riflessione è richiesta per ciò che concerne i profili strettamente connessi alla forma e alla conclusione del contratto poiché il servizio di consulenza attraverso il robo advice pone le sue basi in un contratto del commercio elettronico e, nel caso in cui questo sia stato stipulato da un consumatore, risulterà applicabile anche la disciplina sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari di cui agli artt. 67-bis e ss. Cod. Cons.<sup>19</sup>

In particolare, nel fenomeno della consulenza automatizzata occorre considerare il rischio che l'intermediario non assolva correttamente agli obblighi d'informativa precontrattuale, o che il consumatore non li comprenda, al punto da provocare un'alterazione della rappresentazione delle caratteristiche degli strumenti finanziari consigliati.

Da tale profilo la mancanza di contatto con il consulente appare particolarmente rilevante e acquista rilievo la modalità di predisposizione dei prospetti informativi<sup>20</sup>. Come noto la direttiva MiFID II ha introdotto l'obbligo di forma scritta del contratto di consulenza, tanto nei confronti dei clienti al dettaglio quanto di quelli professionali<sup>21</sup>.

Ciò implica che, ai fini della valida conclusione del contratto, non basterà prevedere, a titolo esemplificativo, flag da spuntare e icone da selezionare, ma occorrerà rispettare i requisiti civilistici in tema di forma scritta e di sottoscrizione del contratto (artt. 1350 e 2702 c.c.) per i quali occorrerà trovare le soluzioni più adeguate<sup>22</sup>.

---

<sup>19</sup> Cfr. *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*. Gruppo di lavoro CONSOB, Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa, Università Bocconi, - Università di Pavia, Università di Roma 'Tor Vergata', Università di Verona, Roma 2019, p.71 ss.

<sup>20</sup> Sul punto dettagliatamente M.CARATELLI, C.GIANNOTTI, N.LINCiano, P.SOCCORSO, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori. Evidenze da un'analisi qualitativa*, Roma, 2019, p.43.

<sup>21</sup> È quanto prevede l'art. 58 del Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016 – che integra la Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II) –, ai sensi del quale le imprese di investimento sono tenute a stipulare “con il cliente un accordo di base per iscritto, su supporto cartaceo o altro supporto durevole, che stabilisce i diritti e gli obblighi essenziali dell'impresa e del cliente”

<sup>22</sup> Sul punto M.CARATELLI, C.GIANNOTTI, N.LINCiano, P.SOCCORSO, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori. Evidenze da un'analisi qualitativa*, cit. ,p.43 ss.

---

Il fenomeno può assumere un ulteriore rilievo nel dibattito istituzionale, nella consapevolezza che la qualità delle scelte economico-finanziarie dei risparmiatori potrebbe trarre beneficio da un servizio professionale personalizzato e di qualità proprio in un frangente in cui la pandemia ne ha minato le certezze e alimentato i timori .

### **3. Segue: Le due facce della stessa medaglia. Vantaggi e rischi della consulenza finanziaria automatizzata**

Le istituzioni internazionali e talune autorità nazionali riconoscono che, a fronte dei rischi associati all'automazione della consulenza, il robo advice è potenzialmente foriero di vantaggi sia per gli operatori dell'industria sia per gli investitori <sup>23</sup>; se da un lato, esso consente di offrire la possibilità agli investitori, che non avrebbero altrimenti modo di rivolgersi ad una consulenza di tipo tradizionale, di vedere ridotti i costi per la fruizione del servizio, dall'altro, determina il rischio che essi possano non comprendere la portata delle conseguenze connesse alle loro scelte e la possibilità che i gestori delle piattaforme abusino delle informazioni "sensibili" in loro possesso.

Sebbene al momento la rilevanza del fenomeno nel contesto italiano sia ancora contenuta, possono intervenire fattori esogeni che impongano di mutare l'approccio degli investitori e che li costringano ad avvicinarsi a forme diverse di consulenza: un recente studio effettuato dalla Consob riporta che le masse gestite da robot si amplieranno in tutto il mondo fino al 2023 mentre la crescita media in Italia nello stesso periodo sarà del 51% all'anno<sup>24</sup>.

Occorre sottolineare che gli operatori e i servizi proposti possono essere molto diversi tra loro in quanto si dovrà riflettere su (i) soggetti di recente costituzione che operano in autonomia e propongono le proprie prestazioni esclusivamente *online* ; (ii) imprese bancarie o d'investimento, che già prestano servizi finanziari, per le quali l'ausilio della consulenza automatizzata può essere considerato un mero supporto<sup>25</sup>; (iii) i *grandi players* e i *social network* che, in forza della loro posizione

---

<sup>23</sup> Con particolare riferimento ai vantaggi, le European Supervisory Authorities (ESAs, 2015 e 2016) e l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO, 2016 e 2017) evidenziano l'apporto che l'automazione della consulenza può offrire in termini di: maggiore inclusione finanziaria, ossia di abbattimento delle barriere d'accesso al servizio a fronte di costi e soglie patrimoniali più bassi rispetto al servizio tradizionale; riduzione dell'advice gap; aumento della concorrenza reso possibile dalla maggiore confrontabilità di servizi e prodotti distribuiti da più providers, anche in ambito internazionale.

<sup>24</sup> Cfr. M. CARATELLI, C. GIANNOTTI, N. LINCIANO, P. SOCCORSO, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori. Evidenze da un'analisi qualitativa*, cit., p.9

<sup>25</sup> Cfr. Quaderno Consob, Lo sviluppo del Fintech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria

---

dominante in altri mercati di riferimento, godono di grande credito presso il pubblico dei consumatori già avvezzo al loro uso<sup>26</sup>.

In tali casi il ruolo giocato dal *brand* appare a tal punto determinante da poter persuadere il cliente a rivedere, anche radicalmente, le modalità di interazione tradizionalmente adottate con gli esperti ai quali affidare la gestione dei propri investimenti<sup>27</sup>.

Le esigenze di tutela nei confronti dei consumatori si declineranno in maniera diversificata<sup>28</sup> anche se, la stessa Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha evidenziato che, per ciò che concerne il diritto antitrust, l'affermarsi delle start up del Fintech, non può che essere giudicato positivamente in quanto stimola la concorrenza virtuosa tra gli operatori, consentendo ai consumatori di valutare i servizi e i prodotti provenienti da più fronti<sup>29</sup>.

Come segnalato anche dalla Consob “la consulenza automatizzata potrebbe concorrere a colmare l’advice gap, essendo caratterizzata potenzialmente da soglie patrimoniali di accesso più basse, costi più contenuti, tempi e modi di utilizzo meno

---

nell’era digitale, C. SCHENA, A.TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, Roma, marzo 2018, p. 36 ss. per un’accurata panoramica delle offerte al momento presenti in Italia.

<sup>26</sup> Stando a quanto riportato in “La *relazione consulente-cliente. Addendum al Rapporto Consob sulle scelte finanziarie delle famiglie italiane*”, Roma, 2017, p.13, “il 50 % degli intervistati si dichiara pronto a interagire ‘a distanza’ con un consulente virtuale qualora questi sia promosso da un provider di servizi online o da un social network già utilizzato e dunque ritenuto affidabile. Tale evidenza è altresì coerente con il ruolo del brand nella scelta del consulente ovvero della fiducia riposta nel proprio intermediario di riferimento, assimilabile alla fiducia nel proprio provider di servizi online. Il ruolo giocato dal brand appare a tal punto determinante da poter persuadere il cliente a rivedere, anche radicalmente, le modalità di interazione tradizionalmente adottate con gli esperti ai quali affidare la gestione dei propri investimenti”.

<sup>27</sup> Cfr. G.PITRUZZELLA, *Audizione in merito all’Indagine conoscitiva sulle tematiche relative all’impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo*, Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze, Roma, 22 novembre 2017, il quale rileva che “si potrebbe avere un effetto dirompente con l’ingresso delle big four nel settore del credito. Sono loro, a ben vedere, i nuovi più temibili concorrenti, perché hanno un marchio potente, milioni di utenti, operatività e relazioni su scala globale ... si muovono peraltro non per fare finanza (o non solo), ma prima di tutto per trattenere i clienti nel loro spazio virtuale, anche quando pagano o chiedono un prestito, e naturalmente per arricchire il proprio bagaglio già enorme di dati da vendere alle aziende”.

<sup>28</sup> Per un quadro completo del panorama degli operatori autorizzati a prestare servizi di consulenza finanziaria si veda M. STELLA RICHTER, *Dalle mobili alle nobili frontiere della consulenza finanziaria*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, 3, 2016, p. 320.

<sup>29</sup> Questo nuovo ruolo, per certi versi da protagonista, rivestito dalle intelligenze artificiali nell’ambito del mercato finanziario (che diventerebbe così sempre più virtuale), non può non richiedere, allora, una seria valutazione dei rischi derivanti tanto dalla possibile mancanza di correttezza delle informazioni confluite nell’algoritmo, quanto, nella progettazione dell’algoritmo medesimo usato poi per l’elaborazione delle raccomandazioni d’investimento. E’ molto arduo per il consumatore accedere e comprendere il processo di analisi dei dati che lo riguardano e l’accusa più frequente nei loro confronti verte sulla opacità da cui sono caratterizzati, cfr. M.T. PARACAMPO, *L’adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell’Esma tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, in *Rivista di diritto bancario*, 8, 2018, p.1; sul punto v. G. CARRARO, *Finanza, big data e vantaggi concorrenziali*, in *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, in *Quaderni di Minerva bancaria*, 2018, p.11; Esma, *Guidelines on certain aspects of Mifid II suitability requirements*, 6.11.2018, ESMA 35-43-1163.

---

vincolanti rispetto alla consulenza ‘tradizionale’<sup>30</sup>.

La completa automazione del servizio di consulenza finanziaria enfatizza la possibilità di errori e *misunderstanding* cui è sottoposto il potenziale investitore: dunque ai rischi propri di ogni tipo di decisione di investimento, se ne aggiungono ulteriori che sono in diretta connessione con la dimensione tecnologica caratteristica dello strumento.

A fronte di situazioni poco chiare, come avviene nelle vendite abbinata, c.d. *bundling*, in cui due o più servizi finanziari sono venduti insieme in un pacchetto ma ogni servizio potrebbe anche essere acquistato separatamente, possono crearsi distorsioni della concorrenza che si ripercuotono negativamente sulla mobilità del cliente e sulla sua capacità di compiere scelte informate poiché quest’ultimo potrebbe sentirsi obbligato a dover concludere contratti che prevedano la prestazione di un servizio ulteriore o l’accettazione di un’ offerta forzatamente congiunta di prodotti finanziari distinti e separati, per poter avere una consulenza specifica<sup>31</sup>.

Attenta riflessione merita anche la situazione per la quale il cliente possa formarsi l’errato convincimento che si tratti di suggerimenti personalizzati e adatti al proprio profilo di rischio, quando invece non sia stata adeguatamente svolta la indispensabile valutazione di adeguatezza prima di consigliare l’operazione di investimento<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> M. CARATELLI, C. GIANNOTTI, N. LINCIANO, P. SOCCORSO, *Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori. Evidenze da un’analisi qualitativa*, *Quaderno Fintech n.6*, Roma, 2019, p. 10

<sup>31</sup> Cfr. Considerando 81 della direttiva Mifid II .

<sup>32</sup> Sulle problematiche connesse al riparto di giurisdizione tra autorità cfr. B. RABAI, *La tutela del consumatore-utente tra Autorità antitrust e Autorità di regolazione*, in *Riv. della regolazione dei mercati*, 1, 2016, p.89.

In particolare, l’art. 27, comma 1, dedicato alla tutela amministrativa e giurisdizionale, ha espressamente individuato l’Agcm quale autorità competente per l’applicazione della disciplina sulle pratiche commerciali scorrette. E’ stato poi introdotto un nuovo c. 1-bis all’art. 27 c. cons., che prevede che “ Anche nei settori regolati, ai sensi dell’articolo 19, comma 3, la competenza ad intervenire nei confronti delle condotte dei professionisti che integrano una pratica commerciale scorretta, fermo restando il rispetto della regolazione vigente, spetta, in via esclusiva, all’Autorità garante della concorrenza e del mercato, che la esercita in base ai poteri di cui al presente articolo, acquisito il parere dell’ Autorità di regolazione competente. Resta ferma la competenza delle Autorità di regolazione ad esercitare i propri poteri nelle ipotesi di violazione della regolazione che non integrino gli estremi di una pratica commerciale scorretta. Le Autorità possono disciplinare con protocolli di intesa gli aspetti applicativi e procedurali della reciproca collaborazione, nel quadro delle rispettive competenze”. Per lo specifico rapporto intercorrente tra pratiche commerciali scorrette ed il resto dell’ordinamento, cfr. F. MASSA, *Commento all’ art. 19 Codice del Consumo*, in *Codice del Consumo*, a cura di V. Cuffaro, coordinamento A. Barba- A. Barenghi, Milano, 2019, p. 135 ss.

Cfr. G. NAVA, *Il legislatore interviene nuovamente sul riparto di competenze tra Agcm e Autorità di settore in merito all’applicazione delle pratiche commerciali scorrette: la soluzione definitiva?*, in *Diritto mercato tecnologia*, 1, 2014, p. 67; L. TORCHIA, *Una questione di competenza: la tutela del consumatore fra disciplina generale e disciplina di settore*, in *Giorn. dir. amm.*, 2012, p. 953 ss.

---

## 4. Scelte consapevoli tra profilazione della clientela, obblighi di informazione e regola di adeguatezza

Concetti quali profilazione della clientela, controllo a distanza e monitoraggio delle attività dei cittadini entrano nel lessico comune e sembrano per il futuro una prassi inevitabile.

Si ritiene tuttavia che non possano in alcun modo confondersi i diversi ambiti di applicazione e le differenti finalità perseguite e non necessariamente tali termini devono essere associati ad una accezione negativa.

La lotta al Covid-19 ha reso di grande attualità la *app* di tracciamento che dovrebbe aiutare a contenere la possibilità di contagio ed ha animato un vivace dibattito circa la legittimità di uno strumento che tracci e controlli i movimenti ed i contatti dei cittadini. Non potendo entrare nel merito della questione sembra tuttavia che essa, per quanto invasiva, potrebbe essere giustificata dalla finalità di tutela della salute e la conseguente, potenziale, compressione della privacy derivante dal suo uso potrebbe apparire legittima nel quadro regolatorio delineato dagli artt. 6 e 9 GDPR che si preoccupano di prevedere limiti al trattamento dei dati personali e liceità dei medesimi quando si tratti di tutelare interessi fondamentali degli interessati e della comunità.

Per quanto riguarda la profilazione, è possibile evidenziarne gli aspetti positivi se si pone mente alla circostanza che essa può migliorare la qualità dei prodotti e servizi adeguandoli alle preferenze degli utenti e può accrescere il numero dei servizi loro offerti <sup>33</sup>.

Nel già citato *Final Report* recante le linee guida in tema di adeguatezza nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafoglio, l'Esma ha inserito l'operatività dei robo advice nell'ambito della disciplina derivante dalla direttiva Mifid II<sup>34</sup>: in particolare le imprese che si avvalgono di un robo advice sono tenute ad attenersi ai principi di carattere generale e a rispettare gli obblighi di informazione del cliente dettati nella medesima direttiva all' art. 24 nonché a procedere alla valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza di cui al successivo art. 25 <sup>35</sup>. Qualsiasi approfondimento sul tema non può che partire dalla consapevolezza che se è necessario rendere il quadro normativo a disposizione degli operatori del settore innovativo e competitivo, al contempo lo stesso deve essere in grado di garantire

---

<sup>33</sup> Cfr. L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali, in L'evoluzione dei sistemi e dei servizi di pagamento nell'era digitale*, B.Russo ( a cura di), Padova, 2020, p.22 ss e in part.p.26

<sup>34</sup> Per gli opportuni approfondimenti si rimanda a M.T. PARACAMPO, *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, cit., p.1.

<sup>35</sup> Cfr. altresì le disposizioni di attuazione di cui al regolamento delegato UE n. 565/2017.



---

un terreno fertile affinché i consumatori facciano le loro scelte consapevolmente ; in mancanza tecnologia, digitalizzazione e distanza possono mettere a rischio tanto il rapporto di fiducia tra intermediario e consumatore quanto la sufficiente comprensibilità delle caratteristiche del servizio.

Poiché si tratta di realtà che interessa una platea sempre crescente di consumatori era inevitabile che l'attenzione dei regolatori tanto sulla scena internazionale, quanto nel confine domestico fosse loro diretta. La Commissione Europea incoraggia un approccio positivo alla regolamentazione del settore<sup>36</sup> ed in particolare chiede alle Autorità preposte di assicurare l'applicazione delle norme in tema di informazione e protezione del consumatore <sup>37</sup>.

Da più parti si rileva che al momento sul punto non si renda indispensabile l'emana- zione di normative specifiche per regolare il fenomeno quanto piuttosto possa esse- re utile l'emana zione di strumenti di *soft law* in grado di guidare gli operatori nella predisposizione di un assetto dei servizi proposti che sia rispettosa della disciplina vigente in materia di informazione e protezione dei consumatori anche per ciò che attiene i principi e le norme in materia di tutela della privacy.

Nel nostro Paese, i settori in questione operano in un quadro normativo-regolamen- tare rigoroso e puntuale che non consente alle imprese interessate di effettuare spe- rimentazioni circa l'efficacia, l'efficienza e l'attendibilità di tali tecnologie innovative: con il quadro normativo definitivamente emergente dalla attuazione della Mifid II, si avrà innegabilmente una profilazione del cliente non solo, sempre più, ad ampio spettro, ma anche specifica e dettagliata<sup>38</sup>.

Anche questa prospettiva sollecita la necessità di procedere ad un'attenta riflessio- ne poiché dal punto di vista dei valori tutelati si vanno sovrapponendo profili di tutela che coinvolgono, da un lato, l'interesse del consumatore a vedersi proporre il miglior investimento possibile e, dall'altro, quello dello stesso a proteggere le infor- mazioni che riguardano i propri dati individuali e sensibili.

---

<sup>36</sup> Cfr. La consultazione pubblica, conclusasi nel mese di giugno 2017 "*FinTech: a more competitive and innovative European financial sector*", reperibile sul sito istituzionale [www.ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/fintech\\_en](http://www.ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/fintech_en).

<sup>37</sup> L'UE ha già compiuto progressi significativi verso un mercato dei servizi finanziari al dettaglio competitivo e sicuro a livello dell'Unione : tra di essi possono essere annoverati il diritto di accesso a livello UE a conti bancari di base, l'agevolazione della distribuzione transfrontaliera di assicurazioni e credito ipotecario, la protezione dei diritti dei consumatori nei contratti di credito al consumo e il miglioramento delle norme a tutela dei consumatori per investimenti in valori mobiliari, credito ipotecario e assicurazione. Tuttavia, molte di tali misure giuridiche sono piuttosto recenti, per cui non hanno ancora prodotto i loro pieni effetti. Il settore dei servizi finanziari è inoltre soggetto alle norme generali dell'UE in materia di tutela dei consumatori, che garantiscono un livello elevato di tutela dei consumatori in tutti i settori, in particolare in assenza di disposizioni specifiche di settore. Molte di tali norme sono in corso di valutazione nell'ambito del Programma di controllo dell'adeguatezza e dell'efficacia della regolamentazione (REFIT) della Commissione.

<sup>38</sup> Nei mercati finanziari, al documento per la consultazione del 2016 sull'uso dei big data nelle istituzioni finanziarie ha fatto seguito in Italia il recepimento della direttiva MIFID II, che ha aumentato i vincoli informativi a tutela degli investitori, anche in relazione alla profilatura di questi ultimi e alla comunicazione delle 'informazioni privilegiate'.

---

Il corretto equilibrio per assicurare un bilanciamento degli interessi potrebbe essere ravvisato nella applicazione del principio di proporzionalità che dovrebbe essere declinato in maniera da assicurare che l'indagine sulle sue esigenze non si estenda oltre il necessario<sup>39</sup>.

Come in altri settori di regolamentazione dovremmo esser certi che la necessaria concorrenza tra operatori inneschi un processo virtuoso: la strada che non occorre percorrere, e che apparirebbe in contrasto anche rispetto all'impianto normativo delimitato dalla direttiva Mifid II è quella della ricerca del prezzo sempre più basso che potrebbe condurre verso un deterioramento tanto della qualità dei servizi quanto dei prodotti<sup>40</sup>.

La pandemia e la crisi da Coronavirus hanno posto in luce una velocizzazione delle relazioni digitali tra consulente e cliente; per il futuro sarà imprescindibile implementare l'uso e la diffusione della tecnologia anche per i consulenti al fine di consentire un rapporto con il cliente sempre più performante e di elevata qualità.

Per questa ragione, l'ESMA invita le imprese che operano nel settore finanziario utilizzando lo strumento della consulenza tramite robo advisor a prevedere l'affiancamento di un "supporto umano" ai clienti per orientarsi meglio nella gestione automatizzata delle attività. Per sviluppare un tipo di servizio efficiente e orientato alle esigenze dei clienti le imprese sono tenute a raccogliere informazioni "aggiuntive" sulle preferenze circa i fattori ambientali e sociali, oltre che di *governance*.

Si tratta di una prassi corretta che serve a stabilire un rapporto di fiducia con i clienti, al di là dell'automazione, che è comunque un processo da appoggiare e sostenere nel lungo termine. Ogni cliente ha necessità di sapere, ad esempio, in che modo vengono utilizzate le informazioni e i dati raccolti dall'impresa finanziaria, oppure gli esiti dei questionari compilati online e delle modalità di aggiornamento dei dati. Nei momenti in cui i mercati mostrano debolezza e rischi per l'elevata volatilità dei corsi azionari garantire una consulenza dinamica e che coinvolga il cliente può incrementare la fiducia nei mezzi utilizzati e nel mercato nel suo complesso.

Al centro occorre mettere sempre il soggetto con le sue necessità, a ruotare posso-

---

<sup>39</sup> Anche l'Esma nelle *Guidelines on certain aspects of Mifid II suitability requirements*, 6.11.2018, Esma 35-43-1163, ha evidenziato che le imprese, nel determinare quali informazioni siano necessarie, dovrebbero tenere conto dell'impatto che qualsiasi modifica significativa riguardante tali informazioni potrebbe avere sulla valutazione dell'adeguatezza; F. MATTASSOGLIO, *La profilazione dell'investitore nell'era dei big data. I rischi dell'estremizzazione della regola del "know your customer"*, in RTDE, Supplemento robo advisor, aprile, 2016, p. 233. cfr. A. PEZZOLI, "With a little help of my friends": quale politica della concorrenza per l'economia digitale, in *Economia Italiana*, Le sfide dell'economia digitale, 1, 2019, p. 13 ss.

<sup>40</sup> Per una riflessione più ampia in termini di interferenza tra protezione dei dati individuali, trasparenza e informazioni necessarie per una scelta consapevole del consumatore, Cfr. A. PEZZOLI, "With a little help of my friends": quale politica della concorrenza per l'economia digitale, loc. ult. cit., che evidenzia che "La protezione dei dati individuali, la trasparenza e l'informazione necessaria per una scelta consapevole del consumatore rappresentano fattori qualitativi fondamentali per il confronto concorrenziale tra piattaforme digitali. Il prezzo, in fondo, è solo uno degli ingredienti della competizione e, quando è assente, la qualità rimane l'unico parametro che impatta sul benessere dei consumatori".

---

no essere gli strumenti utilizzati: le imprese che si occupano di Fintech potrebbero cogliere dal momento grandi opportunità e porre le basi per una decisa ripartenza, eventualmente con un quadro normativo rinnovato, ove possibile e ove necessario, quando l'emergenza sarà superata <sup>41</sup>.

---

<sup>41</sup> F.ANNUNZIATA, *La distribuzione di prodotti di investimento e l'emergenza sanitaria. Una proposta*, in *dirittobancario.it*, maggio 2020 rileva che “ si dovrebbe prendere atto che una disciplina scritta in contesti di mercato normali richiede giocoforza adattamenti e ribilanciamenti in condizioni straordinarie, e che la gestione della fase di crisi richiede misure straordinarie. Che sia una sfida per il sistema, e per i regolatori, è indubbio, ma ci pare un compito al quale non ci si può sottrarre”.

# LA DIGITALIZZAZIONE E L'INSURTECH AI TEMPI DEL COVID-19

Silvia Mastantuono

**Abstract:** la pandemia causata dal Covid-19 ha determinato l'accelerazione dei processi di digitalizzazione nei vari segmenti del mercato economico. Alla luce di quanto precede il presente contributo analizza il processo di funzionamento e *compliance* nel collocamento online di prodotti assicurativi in considerazione delle nuove tecnologie dettate dall'*insurtech*. L'analisi si concentra principalmente sui passaggi e sui flussi rilevanti delle piattaforme digitali in conformità alle fonti di riferimento (i.e. la direttiva IDD n. 97/2016 e la normativa di settore) nell'ottica di tutela del consumatore assicurativo. L'emergenza Covid-19 e il conseguente *lockdown* aprono una sfida che vede da una parte l'utente il quale ha dovuto sviluppare velocemente l'abilità a interfacciarsi con il mercato digitale e i sistemi di intelligenza artificiale, dall'altra gli operatori del mercato assicurativo che hanno dovuto adeguarsi celermente ai sistemi di distribuzione a distanza riducendo il rapporto "fisico" ed emozionale con il cliente.

The pandemic caused by Covid-19 led to the acceleration of the digitization processes in the different segments of the economic market. In light of the above, this article analyzes the operation and compliance process in the online platforms of insurance products in consideration of the new technologies defined by *insurtech*. The analysis focuses mainly on the relevant phases/steps and flows of digital platforms in accordance with the relevant law (i.e. the IDD directive no. 97/2016 and the sector legislation) with a view to protecting the insurance consumer. The Covid-19 emergency and the consequent lockdown open a challenge that sees, on one hand, the digital user who had to quickly develop the skill to move into the digital market and artificial intelligence systems, on the other hand, the operators of the insurance market who had to adapt and comply quickly to remote distribution systems, reducing the "physical" and emotional relationship with the consumer.

**Parola chiave:** *insurtech*, *fintech*, mercato digitale europeo, *compliance*, educazione finanziaria, Ivass, Banca d'Italia, covid-19

**Sommario:** 1. Il processo di digitalizzazione alla luce dell'emergenza Covid-19 – 2. Gli sviluppi della distribuzione assicurativa online in vista della pandemia – 3. Le piattaforme di distribuzione online: *compliance* e ruolo del consumatore – 4. *E-Commerce* nel mercato digitale nazionale ed europeo – 5. Prospettive e osservazioni conclusive

---

# 1. Il processo di digitalizzazione alla luce dell'emergenza Covid-19

L'emergenza causata dal coronavirus ed il conseguente *lockdown* hanno impattato fortemente sulla vita di tutti. Per quanto concerne il settore finanziario e assicurativo tale situazione ha generato la necessità di ricorrere e dunque, di implementare gli strumenti digitali potenziando il processo di funzionamento e *compliance* nel collocamento a distanza di prodotti finanziari e assicurativi al fine di consentirne l'acquisto da parte di utenti che accedono alle piattaforme di distribuzione assicurativa online<sup>1</sup>.

Tanto precisato, il coordinamento tra le autorità di vigilanza si prefigge diversi obiettivi da perseguire: (i) la formazione di tavoli di lavoro tecnici internazionali ed europei per la definizione di linee guida sulla sicurezza nonché la predisposizione di test di valutazione sulla resilienza *cyber* delle infrastrutture e dei principali operatori; (ii) l'emanazione di regolamentazione nazionale per rafforzare la *governance* dei processi informatici e i presidi in materia di sicurezza cibernetica; (iii) il rafforzamento, per mezzo dell'educazione finanziaria, della consapevolezza di giovani e adulti in merito all'utilizzo di servizi finanziari e assicurativi digitali<sup>2</sup>.

I termini *Fintech* ed *Insurtech* rappresentano per moltissime categorie di destinatari del mercato giuridico/ finanziario/ assicurativo il nuovo approccio in chiave digitale quale risposta al *social distancing* imposto dal *lockdown*.

Il *Fintech* identifica un cambiamento tecnologico riguardante il settore del credito, dei pagamenti e degli investimenti finanziari: in particolare il fenomeno viene tendenzialmente qualificato come “l'affermarsi e lo svilupparsi della tecnologia legata alla digitalizzazione dei servizi finanziari che coinvolge l'intero ambito dei servizi medesimi”. *Insurtech* (“tecnologia assicurativa”) è un neologismo mutuato dal mondo *Fintech* e deriva dall'unione tra *Insurance* (“assicurazioni”) e *Technology* (“tecnologia”); è quindi un insieme di tecnologie e strumenti atti ad aumentare l'efficienza e l'efficacia dei prodotti assicurativi<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> L'uso esponenziale dei processi di digitalizzazione unitamente al ricorso al lavoro agile per gli operatori del settore ha contribuito alla crescita delle piattaforme *online* per la distribuzione di servizi finanziari e assicurativi. Per ulteriori approfondimenti si vedano: (i) Banca d'Italia, Relazione per l'anno 2019, Roma, 29 maggio 2020, p. 207 e (ii) *La sicurezza cibernetica ai tempi del Covid-19*, Gruppo di Coordinamento per la sicurezza cibernetica Banca d'Italia- Ivass, Note Covid-19-17 aprile 2020.

<sup>2</sup> Di nuovo si veda *La sicurezza cibernetica ai tempi del Covid-19*, Gruppo di Coordinamento per la sicurezza cibernetica Banca d'Italia- Ivass, Note Covid-19-17 aprile 2020.

<sup>3</sup> Esso fa riferimento ad una vasta gamma di categorie di assicurazioni, ai portali di comparazione di prodotti assicurativi e, in generale, ai c.d. *broker online*, che distribuiscono polizze tramite siti o *app*. Rientrano altresì nell'ampia categoria che può essere compresa nell'*Insurtech* le assicurazioni *peer-to-peer*, che mettono in contatto i privati interessati alla stessa polizza assicurativa, per poi condividere i rischi, gli *insurance cross-seller*, che offrono assicurazioni in modo complementare ad altri prodotti, le assicurazioni *on-demand*, ossia valide per un breve lasso di tempo predefinito, le assicurazioni accessibili solo online, i programmi per l'analisi e la raccolta dei dati raccolti dalle assicurazioni.

---

Il tema attuale si impernia tra coloro che intendono la digitalizzazione come fenomeno fortemente positivo e coloro che ne evidenziano le criticità alla luce della tutela del consumatore, invocando un regime regolamentare particolarmente stringente da parte delle autorità di vigilanza<sup>4</sup>.

Alla luce di quanto precede non sembra essere casuale la circostanza che le autorità di vigilanza abbiano formato tavoli di lavoro congiunti nel tentativo di affrontare in maniera coordinata e armonizzata la pandemia<sup>5</sup>.

Nello specifico della distribuzione assicurativa un ruolo preminente è stato rappresentato dalla direttiva IDD n. 97/2016 (*Insurance Distribution Directive*) e dalla normativa di settore nella prospettiva di tutela del consumatore assicurativo. La direttiva, in particolare, disciplina ampiamente l'attività di distribuzione assicurativa introducendo sistemi più efficienti e semplificati di gestione dei registri e di vigilanza sulle imprese e sugli intermediari. Essa rappresenta un notevole innalzamento del livello di tutela del consumatore e sotto molti aspetti consolida nell'ordinamento europeo principi e regole già presenti nello scenario giuridico italiano<sup>6</sup>. La stessa segna una linea di demarcazione per il processo di acquisto di polizze nel mercato digitale

---

<sup>Per</sup> ulteriori approfondimenti si veda E.CORAPI- R.LENER ( a cura di ), *I diversi settori del Fintech. Problemi e prospettive*, Padova, 2019. Nello specifico per una panoramica delle attuali forme di distribuzione assicurativa cfr. M.RICCI, *Evoluzione della distribuzione assicurativa e tutela degli assicurati*, in *Crescita economica ,tutela dei diritti e ruolo delle istituzioni*, a cura di T.FEBBRAJO e M.RICCI, Macerata, 2018, p.243.

<sup>4</sup> Cfr. G.PITRUZZELLA *Audizione in merito all'Indagine conoscitiva sulle tematiche relative all'impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo*, Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze, Roma 22 novembre 2017, ove si evidenzia che "accanto alle nuove possibilità di azione ammesse dal legislatore sulla spinta del legislatore europeo - e legate all'emersione di nuovi organismi finanziari e figure intermediatrici che si collocano al di fuori del tradizionale ambito bancario - si aggiunge lo sviluppo di nuove forme di attività e di nuovi operatori per effetto dell'evoluzione tecnologica, che sta radicalmente cambiando la fisionomia del mercato bancario tradizionale, determinando, da un lato, la crescita delle imprese Fintech, dall'altro, la modifica del modello tradizionale di erogazione dei servizi e dei prodotti ". Sul punto sia consentito il richiamo a R.MAGLIANO, *Dall'iperonimo Fintech all'iponimo Robo advisor: ricognizione dei rischi e delle opportunità per il "consumatore" di strumenti finanziari*, in *I diversi settori del Fintech.Problemi e prospettive*, cit., p.183 ss.

<sup>5</sup> Cfr. in tal senso Comunicato Ivass - Banca d'Italia, 17 aprile 2020. Criminali informatici stanno approfittando del momento per diffondere numerosi messaggi di posta elettronica fraudolenti che pubblicizzano sedicenti cure contro il Coronavirus o fittizie iniziative di solidarietà, nel tentativo di sottrarre ai destinatari somme di denaro e credenziali di accesso ai conti online. Per ulteriori approfondimenti si veda la comunicazione del Gruppo di Coordinamento per la sicurezza cibernetica Banca d'Italia-Ivass: *"La sicurezza cibernetica ai tempi del Covid -19"* ([www.ivass.it](http://www.ivass.it)). Il documento osserva che *"La Banca d'Italia da tempo è in prima linea nel contrasto alla minaccia cibernetica. Essa opera per rafforzare la propria sicurezza informatica (in quanto infrastruttura critica, erogatrice di servizi digitali e custode di dati sensibili), e quella del sistema finanziario, in qualità di autorità di supervisione dei sistemi di pagamento e di altre infrastrutture di mercato, nonché di autorità di vigilanza bancaria e finanziaria. L'IVASS utilizza i servizi informatici e i presidi di sicurezza della Banca e, in qualità di autorità di vigilanza sul sistema assicurativo, opera per monitorarne e rafforzarne la sicurezza informatica.*

<sup>6</sup> Per ulteriori approfondimenti si veda S. MASTANTUONO, *Insurtech" nelle piattaforme on line di distribuzione assicurativa. Procedure e compliance di riferimento alla luce della tutela del consumatore-assicurando*, in *I diversi settori del Fintech.Problemi e prospettive*, cit., p. 49 ss.



---

assicurativo; tuttavia, tale processo deve necessariamente incardinarsi sul principio di trasparenza e cadere nello scopo della tutela dei potenziali contraenti/assicurandi<sup>7</sup>. Conseguentemente, emerge una revisione *“del rischio contrattuale tra le parti, onerando le parti stesse ad una maggiore precisione e trasparenza nell’indicazione delle finalità da perseguire, evitando l’uso di un linguaggio oscuro strumentale ad operazioni commercialmente scorrette”*<sup>8</sup>.

Nel complesso gli operatori del settore - coadiuvati dalle nascenti start-up o da società informatiche consolidate - hanno dovuto sviluppare velocemente piattaforme online ovvero implementare in maniera considerevole il ricorso al loro utilizzo sia sotto il profilo informatico che di *compliance*.

## 2. Gli sviluppi della distribuzione assicurativa online in vista della pandemia

L'emergenza coronavirus nel mercato assicurativo e finanziario impone agli intermediari e alle imprese assicurative di revisionare gli schemi di collocamento e trattativa dei prodotti, prediligendo le piattaforme digitali. Non a caso gli operatori del settore stanno implementando la comunicazione digitale e *social* al fine di sollecitare positivamente il portafoglio clienti ovvero ottenere maggiore visibilità seppure *“da remoto”*.

Sul tema si aggiunge che gli scenari di tutela derivanti dalla *product governance* hanno inciso sulla distribuzione assicurativa ed in particolare sulla distribuzione online alla quale spesso attingono *“affinity group”* di potenziali contraenti/assicurandi accomunati dalle stesse esigenze e aspettative assicurative<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> *“Discorso in parte analogo può essere effettuato in relazione ad un altro settore del comparto finanziario e, segnatamente quello assicurativo nel quale è l’art. 120 comma 3 c. assicurazioni e l’art. 52 del Regolamento Isvap 18 ottobre 2006, n. 5, che impongono all’intermediario di reperire informazioni dall’assicurando al fine di verificare l’adeguatezza del prodotto assicurativo alle esigenze dello stesso. In questo senso anche l’art. 30 della Direttiva IDD del 20 gennaio 2016, offre spunti in merito determinando nel settore della consulenza assicurativa, un sostanziale avvicinarsi della modalità di intendere l’adeguatezza in tale ambito rispetto allo schema delineato dalla Mifid II per il settore finanziario”* (si confronti BERTI DE MARINIS G. *“La tutela del cliente vulnerabile”* in *“Banca Borsa Titoli di Credito”*, fasc. 5, pag. 651, 1 ottobre 2018). Sul principio di adeguatezza si richiama, inoltre, l’art. 58 del Regolamento Ivass n. 40/2018.

<sup>8</sup> *“Anche in questo caso tuttavia, l’utilizzo degli strumenti contrattuali di questo tipo dovrebbe essere quanto più possibile limitato a quella fattispecie di compliance che servono da supporto all’instaurazione di transazioni commerciali ripetitive ed usuali, mentre il fattore umano servirà sempre a controllare la reale rispondenza della volontà e idoneità delle parti ad entrare in quel determinato tipo di contrattualistica”*. Si approfondisca in CRISCI S., *“Intelligenza artificiale ed etica dell’algoritmo”* in *“Foro Amministrativo”* (II), fasc. 10, pag. 1787, 2018.

<sup>9</sup> Per ulteriori approfondimenti sia consentito richiamare a S. MASTANTUONO, *“Insurtech” nelle piattaforme on line di distribuzione assicurativa. Procedure e compliance di riferimento alla luce della tutela del consumatore-assicurando, in I diversi settori del Fintech. Problemi e prospettive*, cit., p. 49 ss.

---

Nello specifico il modello di *Product Oversight Governance* costruisce il prodotto sulla base di un *target market* individuato nella fase di quotazione e di adeguatezza del prodotto; infatti, la piattaforma deve essere in grado di modulare la valutazione di adeguatezza alle caratteristiche del singolo prodotto o della singola offerta in conformità alle indicazioni del distributore (compagnia, intermediario, etc...)<sup>10</sup>; lo stesso vale nella gestione digitale delle informazioni contrattuali. Ciò implica che saranno creati prodotti modulati sulla scorta delle esigenze e necessità dei clienti: le tecniche fondate sul ciclo di vita del prodotto lasciano il posto ad altre fondate sui bisogni e sul ciclo di vita delle persone.

Sulla scorta di tali premesse e con l'avvento del mercato digitale emerge la necessità di adeguarsi a questa nuova disciplina giuridica per i soggetti che svolgono l'esercizio dell'attività di distribuzione assicurativa e alle numerose startup del mondo *Insurtech*. In particolare, "è l'art 25 della IDD che impone un processo di approvazione del prodotto volto ad imporre una preventiva valutazione dei rischi connessi ad un determinato prodotto in relazione alla cerchia di cliente alla quale è destinato".<sup>11</sup>

In copiose comunicazioni e provvedimenti emanati da Ivass, si evince che agli intermediari viene chiesto di verificare se gli attuali processi siano allineati rispetto a quanto previsto all'interno degli accordi con le imprese. Molti distributori stanno andando in questa direzione facendo leva soprattutto sulla trasformazione digitale; l'IDD tenta di recepire questo approccio e porta benefici chiari e univoci per i clienti, armonizzando i ruoli coinvolti nel processo di distribuzione.

Il ricorso a nuovi strumenti digitali, in particolare nel panorama causato dalla pandemia, impone agli operatori assicurativi di implementare la comunicazione e l'intelligibilità delle informazioni e di adeguarsi al concetto di *Product Oversight Governance* nell'ottica di tutela del consumatore.

Le predette riflessioni e l'innalzamento del grado di tutela per il consumatore – specie se digitale - rappresentano un grande traguardo per il cliente.<sup>12</sup>

Le norme attuative dell'Ivass, con particolare riferimento al Regolamento n. 40/2018, disciplinano le regole di comportamento in capo agli intermediari assicurativi. Il

---

<sup>10</sup> Tale concetto è certamente in linea con gli articoli 58 e 74 del Regolamento Ivass n. 40/2018. Recentemente la normativa è stata modificata ed integrata da Ivass attraverso (i) il Provvedimento n. 97 e (ii) il Regolamento n. 45 del 4 agosto 2020; le disposizioni entreranno in vigore a partire dal 31 marzo 2021.

<sup>11</sup> In tal senso si approfondisca in G. BERTI DE MARINIS, *La tutela del cliente vulnerabile*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2018, p. 651.

<sup>12</sup> Prima del recepimento della nuova normativa, il principio di trasparenza nel settore assicurativo versava in una condizione arretrata rispetto a quella bancaria e finanziaria: negli anni precedenti all'entrata in vigore di IDD, nella prospettiva di tutela dell'impresa e dei comportamenti richiesti all'assicurato, l'aspetto dell'informativa precontrattuale e della trasparenza era stato esclusivamente curato dal Codice Civile, basti pensare alla disciplina delle dichiarazioni inesatte e reticenti ai sensi degli articoli 1892 e 1893 e dalla normativa Ivass precedente: "Questi interventi erano sicuramente insufficienti a fondare una disciplina con un minimo di organicità specie se messa a confronto con l'ampia e completa normativa contenuta nel TUB e nel TUF". Sul punto si approfondisca P. CORRIAS, *Informativa precontrattuale e trasparenza nei contratti assicurativi tra testo unico finanziario e codice delle assicurazioni*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, 2017, p.265 .

---

Capo II del Regolamento detta regole di presentazione e di condotta da osservare nell'esercizio dell'attività di distribuzione, integrando le disposizioni del Regolamento ISVAP n. 5/2006 unitamente agli adeguamenti derivanti dalla nuova normativa. Infatti, vengono disciplinate le regole generali di comportamento, basate sui principi di equità, onestà, correttezza, trasparenza e professionalità e sul principio *del best interest* dei contraenti/assicurandi, con particolare focus sull'obbligo di veicolare agli stessi le necessarie informazioni sui prodotti offerti e di rendere le comunicazioni pubblicitarie in modo corretto, chiaro, non fuorviante, imparziale e completo. È previsto, inoltre, l'obbligo di aggiornare periodicamente le cognizioni e le capacità professionali necessarie per l'esercizio dell'attività di distribuzione e di consentire l'uso di mezzi di pagamento elettronici nella forma online per corrispondere i premi assicurativi senza oneri a carico dei contraenti. Mai come in tale situazione di emergenza, il pagamento online rappresenta una estrinsecazione ulteriore del *social distancing* imposto dalle disposizioni del governo al fine di contenere il contagio da Covid-19.

### **3. Le piattaforme di distribuzione online: *compliance* e ruolo del consumatore**

La digitalizzazione e l'avvento di *Fintech* – prima - e di *Insurtech* – dopo - rappresentano un nuovo modo di fare assicurazione e riassicurazione. Si è registrata negli ultimi anni la nascita di numerose startup *insurtech* o applicazioni tecnologiche dedicate al collocamento di prodotti assicurativi a distanza e, conseguentemente agli accordi tra impresa assicurativa ed intermediari. I sistemi informatici fanno leva su *big data* per raccogliere le informazioni/dati personali degli utenti che accedono alla piattaforma e, dunque, per adattare l'offerta alle aspettative e alle esigenze del cliente.<sup>13</sup> La piattaforma è sviluppata in modo da associare alle risposte (o alle mancate risposte) dell'utente i seguenti esiti alternativi tra loro: (i) il prodotto è adeguato alle esigenze del cliente; (ii) il prodotto non è adeguato alle esigenze del cliente per specifiche ragioni che sono precisate di volta in volta ma il cliente ha scelto comunque di procedere con l'operazione e di proseguire con l'acquisto della polizza; (iii) l'intermediario non ha potuto valutare l'adeguatezza del prodotto per l'assenza di un riscontro completo a seguito del comportamento del cliente ma l'utente ha scelto di voler comunque procedere all'acquisto del prodotto selezionato<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> S.CRISCI, *Intelligenza artificiale ed etica dell'algoritmo*, in "Foro Amministrativo", II, fasc. 10, 2018, p. 1787.

<sup>14</sup> Nel momento in cui l'utente si registra alla piattaforma e permetterà al *server* di acquisire tutte le informazioni necessarie al distributore, inizierà l'*iter* che accompagnerà l'utente dalla fase di proposta all'eventuale accettazione del contratto assicurativo. Sul fronte meramente tecnico/informatico è opportuno ricordare che qualunque sito web per poter essere rintracciato da tutti gli utenti che scelgono di accedere alla piattaforma deve essere condiviso tramite il linguaggio html; il *server* sul quale sono memorizzate le pagine in html appartiene ad un soggetto diverso

---

Le necessità di ordine tecnico/informatico devono coniugarsi alla *compliance* imposta dalla normativa (primaria e secondaria) di settore. Tanto precisato emerge che i distributori hanno compreso l'importanza di collaborare con le startup per velocizzare la *digital transformation*<sup>15</sup>; l'emergenza dettata dal Covid-19 ha accentuato l'importanza di tale necessità. Infatti nel panorama attuale i distributori sembrano avere ancora più bisogno di partnership IT al fine di essere *compliant* con la nuova normativa, a titolo esemplificativo, l'IDD stabilisce sul *Product Oversight Governance* che la tutela del cliente finale comincia dagli step di pianificazione e di costruzione di una soluzione assicurativa in linea agli interessi di un determinato target group di clientela e si conserva sino alla naturale scadenza del contratto, ferma l'esistenza di casi specifici da valutarsi di volta in volta. In sintesi, gli strumenti digitali e automatizzabili devono contribuire (i) alla raccolta dei dati e all'analisi degli stessi, (ii) alla valutazione dei bisogni del cliente e del suo profilo di rischio, (iii) alla formulazione di proposte, (iv) alla sottoscrizione del contratto e al monitoraggio dello stesso sino (vi) allo scambio informativo tra compagnia e distributori. Tutte queste fasi caratterizzanti il processo di distribuzione possono essere sviluppate da startup e altri *provider* tecnologici.

In siffatto scenario, aggravato purtroppo dal Covid-19, sarebbe opportuno concedere agli operatori del settore di scegliere il grado di *compliance* da adottare in funzione dei propri modelli di business e della propria *value proposition* anche in funzione della tipologia del prodotto collocato.

Le nuove tecnologie, dall'*artificial intelligence* al *machine learning*, dai *Big Data* alla *Blockchain*, devono essere in grado di accompagnare gli operatori del settore verso un nuovo paradigma assicurativo e abbracciare la strada tracciata dall'IDD<sup>16</sup>. “I

---

da chi effettivamente offre il prodotto assicurativo e l'indirizzo URL consente l'individuazione di tale codificazione. L'accesso alla rete da parte del singolo utente avviene tramite un *provider* il quale mette a disposizione il computer al pubblico tramite un indirizzo IP. Come richiamato alla nota 10, per completezza di informazione e a maggior precisazione dell'ottica estremamente tutelante per il consumatore è doveroso precisare che Ivass ha posto in consultazione il vigente Regolamento 40/2018; tra le varie proposte di emendamento a tale regolamento spicca la possibilità (oggetto di consultazione) di individuare esclusivamente il target market negativo, vale a dire, che non potrebbero essere più collocati prodotti assicurativi la cui valutazione conduca all'esito di inadeguatezza.

<sup>15</sup> Si confronti in M. ROSSETTI, “*Il Diritto delle assicurazioni*”, Volume I, CEIDA, 2011, pag. 905

<sup>16</sup> Si approfondisca F.VESSIA, “*Big data: dai vantaggi competitivi alle pratiche abusive*”, in *Giur. Comm.*, 2018, p. 1064: “... i big data possono assolvere una diversa funzione a seconda dell'attività economica svolta, laddove per talune imprese i dati raccolti costituiscono un semplice input della produzione, ossia uno dei fattori che concorrono alla creazione e implementazione del business da alcuni considerato al pari dell'avviamento o goodwill (si pensi al settore finanziario, assicurativo o bancario); per altre imprese, invece, i dati possono essere il risultato stesso dell'attività economica (output) se questa abbia as oggetto proprio la raccolta e la rivendita di dati stoccati in maniera grezza o già raffinati all'esito di un processi di analisi mediante algoritmi”. Normalmente la fase di acquisizione dei dati dell'utente contiene l'informativa privacy e la cookie policy ai sensi del Regolamento UE 2016/679, c.d. GDPR. I consensi obbligatori sono distinti dai consensi facoltativi e la procedura non permette di proseguire con successo la registrazione senza che i primi siano debitamente flaggati.

---

*Big data e le nuove tecnologie sono oggi in grado di rendere la classificazione meno costosa e molto più sofisticata. Le compagnie possono sfruttare enormi quantità di dati e quindi costruire profili di rischio dei loro clienti in modo molto accurato, utilizzando tutta una serie di informazioni che sono ora a disposizione a basso costo*<sup>17</sup>. Alla luce di quanto precede “*non può sfuggire infatti come il cambiamento epocale sia in atto e come l'utilità dell'intelligenza artificiale porterà al benessere ed allo sviluppo esponenziale di intere civiltà. Ciò che occorre fare, medio tempore è conoscere e regolare i vari fenomeni; a fortiori e principaliter quello dell'algoritmo*<sup>18</sup>, *al fine di tutelare il consumatore ed evitare per quanto possibile, ogni deriva commerciale che usi il flusso dei dati in corso ai fini eminentemente speculativi*<sup>19</sup>. Al netto della tutela del consumatore, attualmente le startup tecnologiche hanno l'opportunità che si trasforma in necessità (imposta dalla pandemia) di entrare nel mercato assicurativo dalla porta principale, quella del *Business to Business Contract*, sviluppando soluzioni che possono aiutare i *provider* assicurativi a raggiungere il necessario grado di *compliance*, migliorare il servizio, rafforzare la fiducia dei consumatori ed essere ancora più efficienti anche nella proposta di nuovi tipi di polizze: dalle *micro-insurance* alle polizze di investimento assicurativo *unit linked*. Sempre nello spirito di tutela del consumatore, uno scenario di nicchia è rappresentato dalla

---

<sup>17</sup> Nella profilazione della clientela, infatti, “*Basti pensare alle informazioni provenienti dai social media, dai network relazionali, dal mobile, dalla geolocalizzazione, che consentono di definire a livello di singolo individuo le caratteristiche della sua vita dal punto di vista spaziale, temporale, intellettuale. A ciò si aggiunge l'evoluzione della classificazione dei rischi basata sull'experience rating, che utilizza informazioni storiche e che si può ora avvalere di strumenti in grado di fornire un percorso di apprendimento delle abitudini del consumatore. Alla scatola nera, già da tempo utilizzata dalle compagnie per determinare il profilo di rischio nel ramo auto, si sono ora affiancate nuove tecnologie con dispositivi che consentono di monitorare l'utilizzo e lo stato di beni assicurati (come l'auto) e i comportamenti delle stesse persone (come l'abilità nella guida). I dati derivanti dal monitoraggio possono essere utili per calibrare il contenuto della polizza. Per esempio, dopo l'utilizzo dei dispositivi per un certo periodo di tempo il cliente può ricevere un aggiustamento nel premio basato sul proprio stile di guida: non solo uno sconto migliorativo rispetto alla tariffa tradizionale, ma anche un eventuale incremento di prezzo per guidatori con comportamenti rischiosi. L'effetto dei dati derivanti da tali dispositivi non è solo quello di consentire una migliore tariffazione, ma anche quello di incentivare un'autoselezione e la dissuasione di comportamenti rischiosi*”. PORRINI D., “*Asimmetrie informative e concorrenzialità nel mercato assicurativo: che cosa cambia con i big data?*” in “*Concorrenza e mercato*”, fasc. 1, pag. 139, 2016.

<sup>18</sup> Si consideri che tramite l'accesso ai *Big Data*, i contratti online potrebbero “*interpretare le volontà dei contraenti all'esito di innumerevoli processi input – output che rendano espressa la volontà contrattuale. Così giungendo a codificare in linguaggio elettronico tutte le esigenze indicate nello smart contract e fornendo l'equivalente elettronico di una interpretazione autentica del testo contrattuale*”. “*Lo studio e la comprensione della lingua umana traducono in linguaggio naturale informazioni originariamente codificate in linguaggio binario e viceversa, consentendo l'interazione tra persone e sistemi. Tale tecnologia nasce da basilari servizi automatizzati di assistenza clienti, fino a sofisticati sistemi, come le c.d. chat bot, in grado di comprendere le esigenze del cliente e di fornire risposte personalizzate (i.e. la traduzione in stringhe informatiche degli esiti relativi al questionario di adeguatezza compilato dall'assicurando)*.” In tal senso si consultino: Finocchiaro G., “*Il contratto nell'era dell'intelligenza artificiale*” in “*Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*”, fasc.2, pag. 441, 2018 e gli articoli 58 e 74 del Regolamento Ivass n. 40/2018.

<sup>19</sup> CRISCI S., “*Intelligenza artificiale ed etica dell'algoritmo*” in “*Foro Amministrativo*” (II), fasc. 10, pag. 1787, 2018.



---

vendita di polizze abbinata: *“l’offerta di prodotti non finanziari in abbinamento a un finanziamento richiede l’adozione di una serie di cautele sia da parte delle banche e degli intermediari finanziari, sia da parte delle imprese produttrici, in modo da garantire il rispetto della normativa di riferimento e preservare l’integrità del rapporto di fiducia con la clientela. È necessario che le condotte concretamente poste in essere assicurino la correttezza delle relazioni e l’effettiva consapevolezza dei clienti su caratteristiche, obblighi e vantaggi derivanti dalla combinazione dei prodotti offerti”*. Inoltre *“le banche, gli intermediari finanziari e le imprese di assicurazione sono tenuti ad adottare e applicare procedure organizzative e di controllo interno che assicurino nel continuo una valutazione dei rischi (anche legali e di reputazione) connessi con l’offerta contestuale o in abbinamento di più contratti”*<sup>20</sup>. Nell’ottica di una maggiore trasparenza per il consumatore, le disposizioni introdotte dalla normativa individuano le informazioni necessarie da indicare nella *home page* del sito, ovvero in una apposita pagina direttamente accessibile dalla *home page* stessa tramite un collegamento ipertestuale (*landing page*). I distributori nell’esercizio dell’attività di intermediazione attraverso internet devono essere titolari del relativo dominio, in coerenza con quanto previsto dal novellato Codice delle Assicurazioni Private, precisando, nel caso degli intermediari, che il titolare sia la persona fisica operativa a titolo individuale o la società iscritta nel Registro Unico Intermediari. Inoltre, è stata prevista la facoltà dell’impresa di mettere a disposizione degli intermediari di cui si avvale, spazi del sito internet di cui sia titolare<sup>21</sup>. Per i distributori che promuovono e collocano prodotti assicurativi a distanza tramite il web, il Regolamento Ivass n. 41/2018 prevede che le informazioni contenute nel sito internet in materia di informativa, pubblicità e realizzazione dei prodotti assicurativi siano integrate con l’indicazione che l’impresa opera attraverso il proprio sito in qualità di distributore di prodotti assicurativi<sup>22</sup>.

## **4. E-Commerce nel mercato digitale nazionale ed europeo**

Il collocamento online di beni e servizi porta vantaggi diversificati per *“la crescita economica, il miglioramento della competitività delle imprese e la loro partecipazione al mercato globale, nonché per incoraggiare gli investimenti produttivi, rivelandosi internet non solo una tecnica di comunicazione a distanza ma anche un mercato con peculiari caratteristiche non localizzato da un punto di vista territoriale*

---

<sup>20</sup> A tal proposito si vedano le recenti comunicazioni di Banca d’Italia e Ivass sull’*“Offerta di prodotti abbinati ai finanziamenti”* ([www.ivass.it](http://www.ivass.it))

<sup>21</sup> Sul tema cfr. art. 78 del Regolamento Ivass n. 40/2018.

<sup>22</sup> Si consulti la relazione al Regolamento Ivass n. 40 in [www.ivass.it](http://www.ivass.it)



---

*né rispettoso di orari e privo di limitazioni merceologiche*<sup>23</sup>.

L'Ivass dispone che i distributori che intendano usufruire di piattaforme online per il collocamento di contratti non espressamente richiesti dal consumatore debbano raccogliere il preventivo consenso da parte del potenziale contraente (i.e. la prestazione del consenso, di norma, dovrebbe avvenire nel momento in cui il contraente si registra alla piattaforma di distribuzione). In merito ai consensi e alle modalità di esecuzione del contratto, l'emergenza Covid-19 ha rafforzato i regimi dei consensi privacy in conformità al Regolamento GDPR e ove possibile implicato una sorta di "semplificazione" dei processi di conclusione del contratto. Quanto al contenuto specifico di tali obblighi di trasparenza le informazioni devono includere le caratteristiche rilevanti dei beni o servizi, l'identità del professionista, il prezzo totale, le modalità di pagamento, la consegna e l'esecuzione del contratto.<sup>24</sup>

In questo modo il settore assicurativo *"risulta munito di un sistema organico e articolato di regole predisposto per assicurare all'utente un consenso consapevole ed informato, ossia la conoscenza esaustiva dei diritti e degli obblighi e, più in generale, dei vantaggi e degli svantaggi derivanti dal contratto"*<sup>25</sup>. Nel merito la piattaforma deve essere implementata affinché i distributori forniscano le informazioni relative a (i) le diverse fasi da seguire per la conclusione del contratto e (ii) i mezzi tecnici e le modalità per individuare e correggere gli eventuali errori di inserimento dei dati prima della conclusione del contratto. In particolare, dovrà essere reso editabile in piattaforma il questionario sulla valutazione di adeguatezza ai sensi e per gli effetti dell'articolo 58 del Regolamento<sup>26</sup> ai fini dell'individuazione del prodotto assicurativo che l'utente/potenziale contraente intende acquistare: nella fase di selezione del prodotto, dovranno altresì acquisire informazioni sulle caratteristiche personali e sulle esigenze assicurative o previdenziali del contraente o dell'assicurato, che includono, ove pertinenti, specifici riferimenti all'età, allo stato di salute, all'attività lavorativa, al nucleo familiare, alla situazione finanziaria ed assicurativa e alle sue aspettative in relazione alla sottoscrizione del contratto, in termini di copertura e durata, anche tenendo conto di eventuali coperture assicurative già in essere, del tipo di rischio, delle caratteristiche e della complessità del contratto offerto. Prima che il contraente concluda la fase di perfezionamento del contratto, il distributore lo avvisa delle conseguenze che tale operazione comporta.

Il panorama giuridico europeo si adegua all'avvento delle piattaforme online con l'obiettivo di rafforzare i principi di trasparenza e di correttezza nei confronti del consumatore messo a dura prova sociale ed economica a causa del Covid-19.

---

<sup>23</sup> V. "Collocamento dei prodotti assicurativi tramite internet e tutela del contraente", in *Responsabilità civile e previdenza*, fascicoli 7 -8, pag. 1505, 2007 di Piras E.

<sup>24</sup> Si consulti l'art. 73 del Regolamento Ivass n. 40/2018 e G.DORE, *I doveri di informazione nella rete degli scambi commerciali telematici*, in *Giur. Merito*, 2013, p. 2569B.

<sup>25</sup> CORRIAS P., *"Informativa precontrattuale e trasparenza nei contratti assicurativi tra testo unico finanziario e codice delle assicurazioni"* in *"Responsabilità Civile e Previdenza"*, fascicolo I, pag. 0265B, 2017.

<sup>26</sup> Si consulti il Regolamento Ivass n. 40/2018.

---

La disciplina, dunque, tende a migliorare il mercato unico digitale europeo<sup>27</sup>. Il 9 giugno 2020 il Consiglio dell'Unione Europea ha adottato le conclusioni su “*Plasmare il futuro digitale dell'Europa*”, in cui affronta un'ampia gamma di questioni connesse all'attuazione della strategia digitale dell'UE. I settori contemplati dalle conclusioni vanno dalla connettività, dalle catene del valore digitali e dalla sanità elettronica all'economia dei dati, all'intelligenza artificiale e alle piattaforme digitali. Il testo evidenzia inoltre l'impatto della trasformazione digitale sulla lotta alla pandemia e il ruolo cruciale del settore digitale nella ripresa post Covid-19. Invero, la pandemia di Covid-19 e le conseguenze sulle nostre vite e sulle nostre economie hanno messo in luce l'importanza della digitalizzazione in tutti i settori dell'economia e della società dell'UE. Le nuove tecnologie hanno aiutato tutti noi a restare connessi, a lavorare dalle nostre case e a facilitare l'apprendimento a distanza dei nostri figli e sono state determinanti per mantenere operativi i nostri servizi pubblici e le nostre imprese. La trasformazione digitale non solo aiuterà ad affrontare l'attuale crisi sanitaria, ma sarà anche un volano fondamentale per la ripresa economica, la crescita verde e l'autonomia strategica dell'UE<sup>28</sup>.

Il potenziale dell'economia delle piattaforme online in termini di accesso efficiente ai mercati (transfrontalieri) è sempre più evidente, le imprese europee non riescono a sfruttarlo appieno a causa di una serie di pratiche commerciali potenzialmente dannose e della mancanza di meccanismi di ricorso efficaci nell'Unione. Contestualmente, i fornitori di servizi online interessati incontrano difficoltà a operare nel mercato unico a causa della frammentazione emergente. Le tecnologie di rete, funzionali alle più variegate applicazioni e piattaforme, acquistano valore in via direttamente proporzionale all'utilizzo che ne viene fatto. Al netto dell'arricchimento del sistema digitale, è essenziale che vi sia un miglioramento ed uno sviluppo positivo in tal

---

<sup>27</sup> Si ribadisce che, tra i destinatari che potranno trarre vantaggio da questo nuovo regolamento vi sono (i) i consumatori e anche (ii) gli operatori commerciali online e gli sviluppatori di app che utilizzano i motori di ricerca per attrarre traffico verso i loro siti. Il *corpus* essenziale della bozza di Regolamento prevedeva (i) *enforcement* del principio di trasparenza, (ii) una maggiore efficacia nella risoluzione delle controversie e (iii) l'istituzione di un osservatorio dell'UE per monitorare gli effetti delle nuove norme. In particolare, i prestatori di servizi di intermediazione online dovranno garantire che le condizioni applicate siano facilmente comprensibili. Dovranno inoltre rispettare un periodo minimo di preavviso prima di porre in essere modifiche contrattuali. Questi soggetti dovranno anche esplicitare come trattano i dati e specificare chiaramente quali siano i criteri che determinano l'ordine in cui i beni sono classificati nei risultati dei motori di ricerca.

<sup>28</sup> Si veda [www.consilium.europa.eu](http://www.consilium.europa.eu). A maggior precisazione è doveroso citare l'agenda digitale presentata dalla Commissione europea. Si tratta di una delle sette iniziative faro della strategia Europa 2020, che fissa obiettivi per la crescita nell'Unione europea (UE) da raggiungere entro il 2020. Questa agenda digitale propone di sfruttare al meglio il potenziale delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) per favorire l'innovazione, la crescita economica e il progresso. La Commissione europea ha proposto un'agenda digitale il cui obiettivo principale è sviluppare un mercato unico digitale per condurre l'Europa verso una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva. L'Agenda digitale si propone di sciogliere: (i) la frammentazione dei mercati digitali; (ii) la mancanza di interoperabilità; (iii) l'aumento della criminalità informatica e il rischio di un calo della fiducia nelle reti; (iv) la mancanza di investimenti nelle reti; (v) l'impegno insufficiente nella ricerca e nell'innovazione; (vi) la mancanza di alfabetizzazione digitale e di competenze informatiche; (vii) le opportunità mancate nella risposta ai problemi della società - [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu).

---

senso, e che il fenomeno di largo uso delle piattaforme non comporti conseguenze negative e non faccia sì che la concorrenza sul mercato diventi incontrollabile.

## 5. Prospettive e osservazioni conclusive

L'avvento di un fenomeno implica riflessioni e sfide nuove. Ebbene l'emergenza causata dal Covid-19 ha impattato nel mercato economico e sociale. La pandemia Covid-19 sta influenzando tutti i settori del mercato accelerando i processi di digitalizzazione. *Il lockdown* ha portato inevitabilmente ad un'impennata delle operazioni in digitale.

Il mercato finanziario e assicurativo non è immune da tale fenomeno. Contrariamente ad altre attività l'operatività di banche e assicurazioni è stata garantita. Tale circostanza ha inevitabilmente mutato se non ridotto drasticamente il contatto tra cliente e agente o broker. Tutto questo ha impresso una notevole accelerazione verso una digitalizzazione di prodotti e processi, fermo restando che tale fenomeno necessita di tempo. Parimenti unire i profili di tutela del consumatore con il panorama digitale – estremamente valorizzato in un momento di piena emergenza sanitaria, equivale a sostenere l'educazione giuridica e finanziaria delle nuove generazioni native digitali. Il Covid-19 ha accentuato il sodalizio indissolubile tra consumatore e tecnologia. La quarantena ha toccato molti settori dell'informazione, della sicurezza, della privacy, della sorveglianza, della regolazione dei mercati e ancora della competenza delle varie autorità di vigilanza<sup>29</sup>. Nello specifico Ivass promuove l'educazione assicurativa perseguendo l'obiettivo di rafforzare la protezione del consumatore in vista della rivoluzione digitale.<sup>30</sup>

Nello scenario economico e giuridico attuale la provocazione è rappresentata dal fatto che l'utente educato alla digitalizzazione vuole al contempo emozionarsi da remoto come se stesse concludendo l'operazione (finanziaria, assicurativa o economica che sia) fisicamente; basti pensare a titolo esemplificativo al collocamento di prodotti assicurativi ove il vincolo di fiducia ed empatia con il consulente rappresentano aspetti dirimenti ai fini dell'acquisto del prodotto offerto.<sup>31</sup>

---

<sup>29</sup> Si veda l'intervento chiarificatore del Prof. Gambino all'interno dell'inaugurazione virtuale del master di I livello dell'Università degli Studi di Messina denominato "Consumatore, media digitali e tutele". Tra le copiose iniziative sul tema si annovera altresì il mese dell'educazione finanziaria 2020: le scelte finanziarie ai tempi del Covid-19 promosso da Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria (v. [www.ivass.it](http://www.ivass.it)).

<sup>30</sup> Di nuovo in riferimento alle iniziative di carattere innovativo, si segnala il progetto che si inquadra nella strategia nazionale di educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale delineata dal Comitato EDUFIN, in corso di realizzazione per la somministrazione alla popolazione italiana di un test di alfabetizzazione assicurativa.

<sup>31</sup> Per ulteriori approfondimenti in tal senso si veda il c.d. *Figital*: termine, derivante dalla fusione tra "fisico" e "digitale": una nuova modalità di approccio che riesca appunto a creare una sintesi tra l'esperienza diretta, che preveda un contatto, e quella digitale.

---

Al centro occorre mettere sempre il soggetto con le sue necessità mentre a ruotare possono essere gli strumenti utilizzati: le imprese che si occupano di *Fintech* e *Insurtech* potrebbero cogliere dal momento grandi opportunità e porre le basi per una decisa ripartenza, eventualmente con un quadro normativo rinnovato, ove possibile e ove necessario, quando l'emergenza sarà superata.

La risposta dell'utente /consumatore in tale contesto e alla luce delle riflessioni prodotte, delle considerazioni fatte e delle iniziative introdotte non può che essere positiva: certamente una metamorfosi del consumatore si è già parzialmente registrata, ma è anche aumentata una presa di coscienza del proprio ruolo di "consumatore come cittadino" che si muove in un mercato virtuale<sup>32</sup>. Infatti, con riferimento al tema della lealtà e correttezza quale clausola generale che funge da filtro al potenziale danno cui può andare incontro il consumatore (di prodotti finanziari, bancari o assicurativi), lo stesso non è lasciato solo, anzi dovrà muoversi in sinergia con le autorità di vigilanza sui mercati, adottando i relativi profili di tutela<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> Si veda la nota 30.

<sup>33</sup> Si veda nota precedente.

# EMERGENZA COVID-19: TRA INTERVENTI PER IL MERCATO FINANZIARIO E BISOGNO DI SEMPLICITÀ PER IL CLIENTE. IL VIRUS ACCELERA IL FINTECH E LA NECESSITÀ DI EDUCAZIONE FINANZIARIA

Vittorio Mirra\*

**Abstract:** La devastante pandemia in corso sta provocando rilevanti cambiamenti in tutti i settori, incluso quello bancario e finanziario. L'affannoso susseguirsi di interventi delle Autorità di Vigilanza (oltre che legislativo-regolamentari), seppur principalmente orientato all'incremento della tutela per i clienti, potrebbe rivelarsi inefficace. Il COVID-19 ha accelerato i processi di "conversione" al digitale da parte degli intermediari, dando vigore alla forse decisiva "spinta" verso il FinTech. La clientela inizia a scoprire ed apprezzare nuovi servizi; vi è bisogno di semplicità di accesso e di maggiore comprensione delle potenzialità degli stessi per fidelizzarsi ed evolvere anche le proprie abitudini verso il *contactless*, verso l'*instant payment*, verso nuovi strumenti di finanziamento e di investimento. Per completare tale processo non appare più procrastinabile un massiccio innalzamento della cultura finanziaria nel nostro Paese, agli ultimi posti in Europa negli studi e nelle rilevazioni in merito. Una maggiore *financial literacy* renderà infatti tutti più consapevoli, minimizzando i rischi associati ai mercati finanziari, portando ad un concreto miglioramento del benessere collettivo. Rinnovati scenari sposteranno l'attenzione su nuovi rischi (cyber-rischi), ma la tecnologia fornirà anche i mezzi per affrontare la crisi, rafforzare il sistema e trasmettere i benefici all'economia reale. Toccherà anche al legislatore – oltre che alle banche ed alla clientela - essere al passo coi tempi.

**Abstract:** The devastating ongoing pandemic is causing considerable changes in all sectors, including banking and finance's system. The labored sequence of interventions by the Supervisory Authorities (as well as by the legislator), although mainly aimed at increasing the customers protection, could result as ineffective. COVID-19 has accelerated the processes of "conversion" to digital by intermediaries, "pushing" towards FinTech. Customers begin to discover and appreciate new services; there is a need for simplicity of access to services and for a better understanding of the potential of such services in order to become loyal and also evolve habits towards the contactless, instant payment, new financing and investment instruments. To complete this process, a massive increase in financial culture no longer appears to be postponed in our Country, at the bottom in Europe in this field according to studies and

---

surveys. A deep financial literacy will in fact make everyone more aware, minimizing the risks associated with the financial markets, leading to a concrete improvement in collective well-being. Renewed scenarios will shift attention to new risks (cyber-risks), but technology will also provide the tools to face the crisis, strengthen the system and pass on the benefits to the real economy. It will also be up to the legislator - as well as banks and customers - to stay current with the present times.

**Parole chiave:** COVID-19, virus, FinTech, tutela del cliente, intermediari finanziari, educazione finanziaria, Autorità di Vigilanza, regolamentazione, *digital*, rischi, *cyber-risk*, compliance.

**Sommario:** 1. Le “opportunità” dettate dal virus - 2. Il “paradosso” dell’over-regulation - 3. Gli interventi dettati dall’emergenza COVID-19 - 4. L’ “avvicinamento” delle banche al Fintech: semplicità al servizio dei clienti - 5. Il bisogno “improcrastinabile” di educazione finanziaria - 6. Nuovi rischi da affrontare, ma l’obiettivo rimane la “financial inclusion”

## 1. Le “opportunità” dettate dal virus

L'emergenza derivante dalla diffusione pandemica in corso del virus COVID-19 ha sconvolto la vita degli abitanti dell'intero pianeta.

Ogni settore sta subendo e molto probabilmente subirà delle conseguenze derivanti dalla diffusione del virus e delle conseguenti limitazioni alle attività produttive, commerciali e alla prestazione di servizi dettate dall'incerta ripresa economica che ci attende nei prossimi mesi.

Il settore bancario e finanziario non ne è esente. Sebbene “scampato” al lockdown per motivi di pubblica utilità, tale settore ha vissuto il susseguirsi di interventi delle Autorità di Vigilanza, che hanno cercato di orientare i comportamenti degli intermediari, attraverso rinvii di scadenze per adempimenti, deroghe, raccomandazioni, interventi restrittivi volti alla tutela della clientela e del mercato. Il tutto in aggiunta agli “usuali” straordinari interventi di iniezione di liquidità.

Ma c'è una traccia più profonda che tale situazione può lasciare.

*In primis* ha “risvegliato” e “velocizzato” dei processi – nella maggior parte dei casi già in corso – di digitalizzazione dei processi e di nuovi e più dinamici approcci con la clientela, avvicinando le banche ad un modello di business che sia sostenibile per i prossimi decenni.

In tal modo ha altresì avvicinato al “*digital*” la clientela, invitata (forzatamente) ad utilizzare con maggiore frequenza tutti i canali dei servizi messi a disposizione dalla banca.

In questo contesto di superfetazione di regole multi-livello<sup>1</sup>, diviene essenziale age-

---

<sup>1</sup> \* Il presente contributo è frutto esclusivo delle opinioni personali dell'autore, che non impegnano in nessun modo l'Istituto di appartenenza.



---

volare un approccio alla “semplicità”: semplicità di regole (chiarimenti, FAQ, Q&A, addendum implicano una mancata chiarezza di fondo degli interventi legislativo-regolamentari), semplicità di servizi, semplicità di accesso, velocità, immediatezza. Emerge dunque la necessità di tutto ciò che il mondo del FinTech sta cercando di introdurre nel mercato, in collaborazione (o senza) con le banche<sup>2</sup>.

La pandemia diventa pertanto un’opportunità per gli intermediari di ammodernamento e di riposizionamento sul mercato, attraverso nuove forme di gestione dei rapporti con dipendenti (*smart working* su tutti) e con la clientela (es. rafforzamento della consulenza a distanza).

Anche i clienti devono fare la loro parte: un rafforzamento delle loro competenze appare indispensabile per completare un’evoluzione del mercato a tutto tondo.

Di tutto quanto sopra dovrà tenere conto il legislatore in ottica sistemica.

## 2. Il “paradosso” dell’over-regulation

La “tempesta” COVID-19 che si è abbattuta sui mercati finanziari ha costituito il presupposto di numerosi, anche se non sempre tempestivi, interventi delle Autorità di Vigilanza di settore, le quali hanno cercato di dare indicazioni agli operatori – vincolanti e non – per far fronte alle oggettive difficoltà (*in primis* organizzative) al fine di porre in essere una serie di adempimenti in capo ad essi, nonché per “rinforzare” ulteriormente alcune garanzie nei confronti della clientela.

Obiettivo senz’altro di indiscutibile rilievo; tuttavia, non può che rilevarsi come la serie di provvedimenti intervenuti possono non apparire in linea con la “semplicità” di cui necessita la clientela e che va perseguita soprattutto in contesti emergenziali. D’altronde è un problema storico che settori a rilevanza sistemica siano soggetti ad una normativa stratificata multilivello<sup>3</sup> che tende ad un “irrigidimento” in fasi di crisi economica.

Il fine perseguito è “garantire un livello più elevato di tutela del consumatore<sup>4</sup>”. Il mezzo è rappresentato da interventi dettati dall’urgenza di fare fronte ad una crisi (in questo caso non solo economica, ma anche sanitaria e sociale). Il risultato finale,

---

Sul tema per tutti GASPARRI, *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario. Quadro di sintesi e problemi aperti*, Quaderni Giuridici Consob, n. 12/2017.

<sup>2</sup> La Direttiva PSD2 (Direttiva (UE) 2015/2366) ha introdotto, *iter alia*, la possibilità per operatori esterni al settore bancario (i *Payment Initiation Service Providers*, Pisp) di fornire direttamente i servizi di pagamento e di ottenere le informazioni su tutti i propri conti di pagamento attraverso gli *Account Information Service Providers* (Aisp).

<sup>3</sup> Si vedano per tutti TORCHIA, *La nuova governance economica dell’Unione europea e l’Unione bancaria*, in AA.VV., *L’unione bancaria europea*, Napoli, 2017, 53 ss.; PISANESCHI, *La regolazione bancaria multilivello e l’art. 47 della costituzione*, in AA.VV., *L’unione bancaria europea*, cit, 153 ss.

<sup>4</sup> L’articolo 38 della Carta dei diritti fondamentali dell’Unione europea rafforza la protezione dei consumatori affermando che nelle politiche dell’Unione deve essere garantito un livello elevato di protezione dei consumatori.

---

però, può essere controproducente.

Attraverso una *over-regulation*<sup>5</sup>, infatti, si perde di vista l'obiettivo finale, che è la tutela della clientela, tutt'altro che maggiormente consapevole delle proprie decisioni ed attività se "accompagnate" da una oggettiva complessità percettiva e documentale/informativa.

Si crea dunque un paradosso: questo è l'errore che dovrebbe essere evitato.

Piuttosto, la strada da percorrere per raggiungere l'obiettivo è l'innovazione, che si basa su una maggiore – più veloce ed intuitiva – percettibilità ed utilizzo dei servizi messi a disposizione dagli intermediari.

Le indicazioni in tal senso indirizzate dalle Autorità competenti sembrano ancora troppo generiche. È ora di "rischiare" di più.

### 3. Gli interventi dettati dall'emergenza COVID-19

Gli interventi richiesti dalla situazione emergenziale possono ricondursi a due macro-ambiti.

Da una parte si rinvergono tutti i tentativi di "alleggerire" gli intermediari da alcuni obblighi di legge e dai requisiti imposti per l'operatività: in tale categoria rientrano i richiami alle Autorità di Vigilanza affinché non soffermino la loro attenzione (leggi non compiano attività di vigilanza che possano comportare l'erogazione di una sanzione) verso gli intermediari nel caso di nuovi obblighi che entrino in vigore in questo periodo "complesso" (es. public statement dell'ESMA sui report delle sedi di negoziazione<sup>6</sup>, sugli obblighi SFTR<sup>7</sup> e di Transparency<sup>8</sup>).

Dall'altra parte si rinvergono interventi che direttamente o indirettamente (es. tutelando il mercato<sup>9</sup>) sono volti a ridurre i rischi che ricadono sui clienti.

In questa ottica vanno intese le raccomandazioni ESMA ai partecipanti al mercato dell'11 marzo 2020, nonché il *reminder* in materia di obblighi di condotta derivanti

---

<sup>5</sup> AIZENMAN, *Financial crisis and the paradox of under- and over-regulation*, Working Paper 15018, National Bureau of Economic Research, 2009, disponibile al seguente indirizzo: <http://www.nber.org/papers/w15018>.

<sup>6</sup> ESMA Public statement "COVID-19: Clarification of issues related to the publication of reports by execution venues and firms as required under RTS 27 and 28" del 31 marzo 2020.

<sup>7</sup> ESMA Public statement "Actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU financial markets – postponement of the reporting obligations related to securities financing transactions under the Securities Financing Transactions Regulation and under Markets in Financial Instruments Regulation" del 26 marzo 2020.

<sup>8</sup> ESMA Public statement "Actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU financial markets regarding publication deadlines under the Transparency Directive" del 27 marzo 2020.

<sup>9</sup> Si menzionano a tal riguardo gli interventi in merito alle restrizioni previste in tema di *short selling* (delibera Consob n. 21303 "Divieto temporaneo di assumere o incrementare posizioni nette corte su azioni negoziate sul mercato regolamentato MTA, ai sensi dell'articolo 20 del Regolamento UE n. 236/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 marzo 2012" del 17 marzo 2020). Tale divieto è stato successivamente revocato dalla Consob in data 18 maggio 2020.

---

dalle regole previste dalla MiFID2<sup>10</sup>.

Già nelle fasi iniziali dell'assunzione di una piena consapevolezza sugli effetti che la pandemia potesse avere sui mercati finanziari, l'ESMA è difatti intervenuta con una raccomandazione rivolta ai partecipanti ai mercati finanziari (intermediari ed infrastrutture di mercato) per evidenziare la necessità di essere pronti a porre in essere le misure per assicurare un “*Business Continuity Plan*”, nonché ad assicurare la maggiore trasparenza possibile sugli impatti del COVID-19: nei prospetti informativi (rispettando le previsioni della normativa in tema di *market abuse*) e nella rendicontazione finanziaria<sup>11</sup>.

A questi inputs si sono susseguiti numerosi altri interventi<sup>12</sup> sia a livello nazionale che transnazionale.

L'Autorità Bancaria Europea (EBA) ha richiamato gli intermediari ad agire nell'interesse della clientela (leggasi le misure temporanee per i finanziamenti), richiamando l'attenzione sulle conseguenze – anche di natura reputazionale – derivanti dall'aumento dei costi nei confronti della clientela derivanti dall'introduzione delle misure di *contingency*<sup>13</sup>.

Nell'ottica della trasparenza, la Banca d'Italia ha chiarito che “gli intermediari bancari e finanziari sono tenuti ad assicurare, anche in questa situazione di emergenza, la massima trasparenza su termini e condizioni applicate e sullo svolgimento dei rapporti con i singoli clienti”<sup>14</sup>, adottando altresì iniziative volte a privilegiare il ricorso a strumenti telematici per inviare alla clientela le comunicazioni periodiche previste dalle Disposizioni di trasparenza, così da limitare il più possibile il ricorso ai servizi postali.

Le soluzioni adottate per gestire l'emergenza - incluso l'eventuale differimento delle comunicazioni periodiche - andranno adeguatamente pubblicizzate attraverso ogni strumento d'informazione disponibile (ad es. sms, alert, siti web), potenziando il

---

<sup>10</sup> ESMA Public statement “COVID-19: Reminder of firms’ MiFID II conduct of business obligations in the context of increasing retail investor activity”, 6 maggio 2020.

<sup>11</sup> ESMA recommends action by financial market participants for covid-19 impact, 11 marzo 2020, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-recommends-action-financial-market-participants-covid-19-impact>.

<sup>12</sup> Senza alcuna pretesa di esaustività si menzionano, *inter alia*, la Delibera Consob n. 21314 del 25 marzo 2020 concernente la “Proroga dei termini previsti dalle «Disposizioni concernenti gli obblighi di comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti da parte dei soggetti vigilati», i rinvii di applicazione degli obblighi in materia di *transaction reporting*, di reportistica delle *trading venues* e in merito alle operazioni di finanziamento tramite titoli (SFTR) disposti dall'ESMA (Public statement “Actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU financial markets regarding publication deadlines under the Transparency Directive” del 27 marzo 2020; Public statement “Actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU financial markets – postponement of the reporting obligations related to securities financing transactions under the Securities Financing Transactions Regulation and under Markets in Financial Instruments Regulation” del 26 marzo 2020; Public Statement “Implications of the COVID-19 outbreak on the half-yearly financial report” del 20 maggio 2020).

<sup>13</sup> EBA, Statement on consumer and payment issues in light of COVID19, 25 marzo 2020.

<sup>14</sup> Banca d'Italia, Emergenza epidemiologica da COVID-19. Prime indicazioni in tema di rapporti con la clientela, 3 aprile 2020.

---

canale telefonico e la creazione di un numero telefonico dedicato<sup>15</sup>.

Sempre nell'ottica di un approccio semplificatorio e tecnologico, sono da menzionarsi altresì le previsioni in tema di modalità di svolgimento delle assemblee delle società quotate che, anche in deroga alle previsioni statutarie, consentono il pieno esercizio dei diritti degli azionisti<sup>16</sup>. La Consob ha, infatti, evidenziato come gli emittenti con azioni quotate dovrebbero assumere iniziative per avvalersi almeno di uno degli strumenti di partecipazione e voto a distanza contemplati dall'art. 106 del D.L. 17 Marzo 2020 n. 18 (cd. Decreto Cura Italia), consentendo l'esercizio del diritto dei soci a votare nelle assemblee nel rispetto delle limitazioni imposte da misure di tutela della salute pubblica.

Nella comunicazione pubblicata dall'Autorità di Vigilanza la "bussola" è sempre il corretto esercizio dei diritti dei soci ed in particolare, nelle ipotesi in cui la società abbia previsto la partecipazione all'assemblea esclusivamente tramite il rappresentante designato<sup>17</sup>, si richiama l'attenzione sulla necessità di chiarire anche le specifiche modalità di svolgimento della sollecitazione di deleghe e le modalità di esercizio dei diritti (es. diritto di porre domande prima dell'assemblea)<sup>18</sup>. Ulteriori chiarimenti rispetto ai profili esaminati nella sopra descritta Comunicazione n. 3/2020, sono stati esplicitati con la pubblicazione di un apposito documento di FAQ<sup>19</sup> ("*Frequently Asked Questions*"), il quale conferma la possibilità che gli emittenti scelgano quale modalità esclusiva di partecipazione assembleare lo strumento del rappresentante designato, prevedendo che quest'ultimo partecipi all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione.

In ossequio alle disposizioni emanate a più livelli, le banche, per rendere effettive le misure di distanziamento sociale<sup>20</sup> e limitare il più possibile i rischi di contagio per i propri dipendenti e la clientela, hanno (finalmente!) considerato come prioritario il ricorso a iniziative di contatto della clientela mediante tecniche di comunicazione a distanza (ad es. telefonia vocale) ed incentivato l'attivazione di strumenti di accesso remoto ai servizi bancari (ad es. *phone banking*; *home banking*; *app* per *smartphone* e *tablet*)<sup>21</sup>.

---

<sup>15</sup> Banca d'Italia, Emergenza epidemiologica da COVID-19. Prime indicazioni in tema di rapporti con la clientela, 3 aprile 2020.

<sup>16</sup> A tal fine le disposizioni introducono deroghe alla disciplina vigente, rimuovendo limiti normativi (leggasi le previsioni del codice civile e del TUF per la convocazione e lo svolgimento delle assemblee) e statuari all'utilizzo di strumenti di partecipazione a distanza all'assemblea.

<sup>17</sup> È dunque consentito l'espressione del voto in via elettronica, l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione e la possibilità di tenere la seduta assembleare esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione che garantiscano l'identificazione dei partecipanti, la loro partecipazione e l'esercizio del diritto di voto, anche senza la necessità che si trovino nel medesimo luogo il presidente, il segretario o il notaio (cfr. art. 106, comma 2, del Decreto Cura Italia).

<sup>18</sup> Consob, Comunicazione n. 3/2020 del 10 aprile 2020.

<sup>19</sup> Anch'esso disponibile sul sito istituzionale della Consob.

<sup>20</sup> Utilizzando, per quanto concerne il personale, ad un massiccio ricorso allo *smart working*.

<sup>21</sup> Banca d'Italia, Emergenza epidemiologica da COVID-19. Prime indicazioni in tema di rapporti con la clientela, 3 aprile 2020.

---

Ma serviva davvero il COVID-19 per arrivare a tutto ciò?

A mio modo di vedere se non l'avessero fatto in ogni caso, avrebbero perso rilevanti quote di mercato, derivanti dal colpevole ritardo accumulato in termini di facilità di accesso alla “tecnologia” per i clienti ed alla concorrenza sempre più pressante delle start-up operanti nell’ambito FinTech.

Probabilmente le misure che oggi sono “straordinarie” entreranno stabilmente nelle considerazioni strategiche degli intermediari, accelerandone i processi di cambiamento verso una massimizzazione della produttività ed una riduzione dei costi complessivi.

## 4. L’ “avvicinamento” delle banche al Fintech: semplicità al servizio dei clienti

Come anticipato, l'emergenza COVID-19 è intervenuta in un periodo di forti cambiamenti per il mondo bancario. La normativa europea (PSD2 su tutte) ha reso “concreta” la concorrenza delle realtà operanti nel mondo FinTech, che “assecondano” il desiderio di digitalizzazione e di semplicità della clientela più giovane.

Le banche, nella sostanziale consapevolezza delle future contrazioni di mercato e della difficoltà nel gestire da sole questo processo di cambiamento (si pensi alle realtà delle banche *significant*, che hanno apparati organizzativi elefantiaci e molto complessi e che comporterebbero tempi e costi notevoli per ideare e realizzare dei cambiamenti così radicali) hanno cercato in vari modi di “avvicinare” le start-up, utilizzando partnership e modalità di collaborazione. In alcuni casi sono stati operati investimenti diretti nel capitale<sup>22</sup> (es. attraverso *round* di *equity crowdfunding*<sup>23</sup>), in altri casi creati e sviluppati laboratori più o meno perenni di innovazione, con contest che premiano le idee più meritevoli<sup>24</sup> ovvero con accordi commerciali *ad hoc*.

---

<sup>22</sup> Uno dei primi investimenti consistenti è ascrivibile al Gruppo Intesa San Paolo, che è entrato nel capitale di Oval Money, startup *fintech* italo-inglese attiva nel mondo del risparmio, al fine di avviare una partnership industriale focalizzata sull’*instant banking* (cfr. comunicato stampa del 18 giugno 2018).

<sup>23</sup> Sull’importanza del fenomeno, si rimanda a MIRRA, *L’equity crowdfunding e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita*, in LENER (a cura di), *Fintech: Diritto, tecnologia e finanza*, Quaderni di Minerva Bancaria, n. 2/2018, 131 ss.

<sup>24</sup> Ad esempio, il progetto del Gruppo MPS denominato “Officina MPS” da appuntamento annuale è divenuto un laboratorio perenne, con *contest* specifici per singoli ambiti (nel 2020 sono state effettuate le “call” per progetti in tema di *open banking* e di agri-food). Attraverso “Officina MPS” sono state intraprese varie collaborazioni tra le start-up selezionate e le società del Gruppo MPS, da sempre attento a valorizzare le piccole realtà di territorio, che possono attraverso tali *contest* utilizzare un partner bancario con diffusione così capillare, per “espandere” i propri servizi alla clientela. Altro esempio concreto è l’UniCredit Start Lab, un programma di accelerazione per premiare le idee imprenditoriali, con l’assegnazione premi in denaro, attività di *mentoring*, di sviluppo del *network*, formazione mirata e servizi bancari *ad hoc*. Recentemente, infine, è stata finalizzata una “alleanza” tra Nexi e Microsoft per sviluppare soluzioni in ottica *open banking*.

---

Quale è l'idea vincente in questo percorso?

L'idea è avvicinare e/o rafforzare la clientela, aumentando gli strumenti a disposizione di quest'ultima, facilitando la fruizione di uno o più servizi ovvero offrendone di nuovi.

Dovendo “forzatamente” operare da casa o comunque avere con più difficoltà accesso ai locali degli intermediari finanziari, tutti hanno tratto utilità dalla possibilità di poter effettuare pagamenti totalmente digitali, di poter visualizzare in un click tutti propri conti, di poter richiedere ed utilizzare servizi (anche di mera assistenza e supporto nei confronti di chi sia in una situazione di difficoltà oggettiva<sup>25</sup>) attraverso la propria banca.

Si moltiplicano gli accordi che hanno ad oggetto servizi del genere, che in questo momento raggiungono il massimo apprezzamento.

Se l'uso del contante può essere un possibile veicolo di contagio del virus, chi non sarà contento di poter effettuare un pagamento con il cellulare, inquadrando un QR code, un codice a barre, semplicemente inserendo un codice alfanumerico, attraverso la propria impronta digitale o con la mera indicazione di un numero di telefono o di un indirizzo e-mail?

Tutto quanto sopra ha un denominatore comune: la semplicità. Si può fare tutto attraverso un click: ciò che richiede il mercato è questo.

La possibilità di effettuare tali servizi è frutto anche dell'evoluzione della legislazione, che per molti anni ed ancora oggi fa fatica ad “inseguire il mercato<sup>26</sup>”; si è avuto modo di rilevare, infatti, come gli approcci eccessivamente complessi ed articolati non arrivino concretamente all'obiettivo finale: la tutela della clientela.

Ad esempio, l'accresciuta complessità dei prospetti informativi non si è dimostrata sufficiente ad eliminare il rischio di investimenti poco “consapevoli” da parte della clientela.

Allo stesso modo le numerose informative ed indicazioni sugli effetti del COVID-19 sugli intermediari potrebbero non essere il mezzo “risolutivo”.

Per molti la distanza sociale è anche il punto di partenza per il declino irreversibile dei pagamenti in contanti e per la definitiva ascesa delle monete virtuali<sup>27</sup>. Il settore dei pagamenti<sup>28</sup> è, infatti, quello che ha già iniziato un percorso pienamente con-

---

<sup>25</sup> Uno dei vincitori di “Officina MPS”, la società UGO – in partnership con la Banca Monte dei Paschi di Siena – ha fornito un servizio di “car giving” ai propri utenti, mettendo a disposizione del personale per le usuali commissioni da effettuare: fare la spesa, andare in farmacia, pagare le bollette ecc. Durante il periodo di emergenza COVID-19 nelle zone servite (per ora Siena e Firenze) il servizio è garantito gratuitamente con la frequenza massima di 1 volta a settimana.

<sup>26</sup> «La vita del mercato si ribella a qualunque definizione rigorosa e costringe il diritto ad inseguirlo, proprio per evitarne il fallimento» (cfr. Rossi, *Diritto e mercato*, in *Riv. società*, 1998, 1448).

<sup>27</sup> Il tema delle *crypto currencies* è affrontato, *ex multis*, in CAPONERA – GOLA (a cura di), *Aspetti economici e regolamentari delle «cripto-attività»*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, 2019.

<sup>28</sup> Altro settore largamente impattato appare quello assicurativo, per il quale si rimanda per tutti ad un recente articolo di Anna Tims, 'Coronavirus: Travel Insurance Policies Not Paying Out in a Crisis', pubblicato su The Guardian (31 March 2020), disponibile al seguente indirizzo <https://www.>



---

forme a tutto quanto richiedono gli interventi per l'emergenza COVID: assenza di contatto fisico, digitalizzazione, massicci controlli informatici<sup>29</sup>.

Ma se la tutela della clientela è e resta una priorità, questo percorso dovrà necessariamente essere allargato ad un sistema di “*full*” *open banking*, nel quale le banche, le società FinTech, gli enti, fanno parte di un unico “ecosistema collaborativo”<sup>30</sup> per creare servizi, prodotti, dati, informazioni con un valore aggiunto per il cliente.

## 5. Il bisogno “improcrastinabile” di educazione finanziaria

L'emergenza COVID19 in corso è anche la cartina di tornasole per la definitiva presa di coscienza dell'essenzialità di un incremento della cultura finanziaria nel nostro Paese<sup>31</sup>.

Da tempo<sup>32</sup> si afferma che “l'innalzamento del livello delle competenze finanziarie dei cittadini con un'azione diffusa e organica di informazione e di educazione è necessario per consentire ai risparmiatori di valutare il più correttamente possibile opportunità e rischi delle scelte di investimento<sup>33</sup>”. Ne sono seguiti i primi passi concreti: l'istituzione del Comitato di programmazione e coordinamento delle attività di educazione finanziaria (previsto dall'art. 24-bis della legge n. 15/2017<sup>34</sup>) fino alla redazione della Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale<sup>35</sup>, accompagnata da un piano operativo, che descrive le principali attività

---

[theguardian.com/money/2020/mar/31/coronavirus-travel-insurance-policies-not-paying-out-in-a-crisis](https://theguardian.com/money/2020/mar/31/coronavirus-travel-insurance-policies-not-paying-out-in-a-crisis).

<sup>29</sup> “EBA provides clarity to banks and consumers on the application of the prudential framework in light of COVID-19 measures”, 25 marzo 2020.

<sup>30</sup> Fondato su interoperabilità, cooperazione tra Organizzazione e cyber-security.

<sup>31</sup> Per dati concreti si rimanda al “Rapporto 2019 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane” redatto dalla Consob, dal quale emerge, *inter alia*, che oltre il 30% del campione intervistato non conosce nessuno dei prodotti finanziari; solo il 20% risponde correttamente a tre domande su cinque; solo il 4% ottiene il punteggio massimo. Anche l'ultima indagine OCSE-PISA (Programme for International Student Assessment del 2018) ha evidenziato come l'Italia si collochi ampiamente sotto la media dei Paesi industrializzati per consapevolezza economica. In breve, è emerso che un quindicenne ogni cinque non sa nulla di finanza ed a raggiungere un livello eccellente di preparazione è solo il 4,5% degli studenti, mentre a livello internazionale la media è più che doppia.

<sup>32</sup> Per gli studi in materia, si rimanda a KLAPPER - LUSARDI - VAN OUDHESDEN, *Financial Literacy around the World: Insights from the Standard & Poor's Rating Services Global Financial Literacy Survey*, Washington, 2015; GENTILE – LINCiano – SOCCORSO, *Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence. Evidence from the Italian market*. Quaderni di finanza, Consob, n. 83, marzo 2016.

<sup>33</sup> Cfr. intervento del il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco presso la Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica in data 30 marzo 2017.

<sup>34</sup> Legge di conversione dell'emendamento al decreto “salva risparmio”: D.L. 237/2016.

<sup>35</sup> L'articolo 24 bis del decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237 (convertito in legge con modificazioni dalla Legge 17 febbraio 2017, n. 15, recante “Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio

---

di promozione e coordinamento dell'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale da adottare nel triennio 2017-2019<sup>36</sup>.

Non è più tempo di tergiversare.

Il “bisogno” della Strategia nazionale era quello di stimolare “cambiamenti” culturali al fine di un concreto miglioramento del benessere collettivo, allontanando gli “spettri” di nuovi scandali bancari e finanziari. In realtà oggi appare, invece, come una necessità dettata dalla “sopravvivenza” in un ecosistema come quello bancario e finanziario che, aumentando la fruibilità dei propri servizi, richiede di un conseguente aumento della consapevolezza da parte degli utenti.

Solo aumentando la *financial literacy* dei nostri concittadini si minimizzeranno i rischi derivanti dalla mancata “comprensione” dei servizi finanziari e dalla complessità dei prodotti collocati presso la clientela. Ciò si ripercuoterà sull'aspetto reputazionale degli intermediari, diminuendone il relativo rischio legale e dall'altro lato valorizzerà a pieno i nuovi “servizi” che si stanno sempre più diffondendo e che si basano sulla semplicità di accesso e di fruizione da parte degli utenti.

Un cliente “preparato” e *confident* delle sue scelte è un cliente che “spinge” il mercato a conformarsi alle sue richieste, è un cliente che “evita” percorsi pericolosi, stimola il miglioramento delle policy di compliance degli intermediari e riconosce ed utilizza le transazioni “sicure”.

---

nel settore creditizio”) stabilisce le “Disposizioni generali concernenti l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale”, volte a prevedere misure ed interventi intesi a sviluppare l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale. La norma stabilisce che il Ministero dell'Economia e delle finanze, d'intesa con il Ministero dell'Istruzione, dell'università e della ricerca, adotta il programma per una “Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale”. L'attuazione della “Strategia Nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale” è assegnata al “Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria” nominato dal Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dell'Istruzione, dell'università e della ricerca e con il Ministro dello Sviluppo economico. Il Comitato è composto da undici membri, ed è presieduto da un direttore, nominato dal Ministro dell'economia e delle finanze, d'intesa con il Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca, scelto fra personalità con comprovate competenze ed esperienza nel settore. Gli undici membri sono nominati da: uno dal Ministro dell'economia e delle finanze, uno dal Ministro dell'Istruzione, dell'università e della ricerca, uno dal Ministro dello sviluppo economico, uno dal Ministro del lavoro e delle politiche sociali, uno dalla Banca d'Italia, uno dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), uno dall'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS), uno dalla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP), uno dal Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti, uno dall'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari (OCF).

<sup>36</sup> Detta Strategia nazionale è stata posta in consultazione con il mercato fino al 31 maggio 2018.

---

## 6. Nuovi rischi da affrontare, ma l'obiettivo rimane la “financial inclusion”

La pandemia ci ha messo con le spalle al muro.

Tutti hanno aumentato i loro bisogni<sup>37</sup> ed hanno dovuto “forzatamente” conoscere i benefici del FinTech e della comunicazione e fruizione “a distanza” di servizi: pagamenti istantanei, scambio di dati (*API, RegTech, distributed ledger technology, crowdfunding*<sup>38</sup>, *peer-to-peer lending*<sup>39</sup>), *invoice trading*, sistemi di identificazione e tracciature digitali ecc.

Per una migliore e più rapida risoluzione della crisi determinata dalla diffusione del virus si invoca l'utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale<sup>40</sup> che possano intensificare la diffusione di informazioni<sup>41</sup>, la trasparenza ed i rimedi per ridurre gli impatti di questa crisi economica senza precedenti.

La tecnologia rinforzerà le infrastrutture di mercato, il sistema dei pagamenti ed i mercati finanziari, trasmettendo i benefici da tali mercati all'economia reale<sup>42</sup>. Ciò sarà ancor più vero se si svilupperanno sistemi di “*real-time reporting*” che consentano di effettuare delle risposte tempestive per prevenire i fallimenti delle imprese e del mercato.

Strumenti di RegTech possono offrire informazioni granulari per individuare lo stato di “salute finanziaria” delle aziende, individuando ed utilizzando dati – da parte delle Autorità di Vigilanza – per fronteggiare adeguatamente gli scenari di mercato, soprattutto nelle situazioni di crisi<sup>43</sup>. Gli strumenti digitali, infatti, sono in grado di raggiungere obiettivi di gestione di crisi con una potenza ed un'accuratezza superiore<sup>44</sup>. Numerosi nuovi strumenti contano di entrare presto nel vocabolario di una ampia

---

<sup>37</sup> Principalmente sul credito cfr. CORDRAY – THOMPSON – PETERSON, *Consumer financial protection in the COVID-19 crisis: an emergency agenda*, disponibile al seguente indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3569357>.

<sup>38</sup> DALTON, *Ethereum's Largest Crowdfunding Platform to Combat Coronavirus with Grants*, *CryptoBriefing* (14 March 2020), disponibile al seguente indirizzo: <https://cryptobriefing.com/ethereums-biggest-crowdfunding-platform-combat-coronavirus-grants>.

<sup>39</sup> Dati completi sull'esponenziale crescita di tali strumenti di finanziamento alternativi al canale bancario sono rinvenibili nel “4° Report italiano sul CrowdInvesting” redatto dal Politecnico di Milano nel luglio 2019.

<sup>40</sup> Cfr. VANDIN, *AI, Machine Learning and Algorithms*, in CIAN-SANDEI (a cura di), *Diritto del FinTech*, Milano, 2020, 149 ss.

<sup>41</sup> Prima tra tutti lo sviluppo dell'app “Immuni” per il tracciamento dei contatti relativi alle positività da Coronavirus.

<sup>42</sup> Cfr. ARNER-BARBERIS-WALKER-BUCKLEY-DAHDAI-ZETZSCHE, *Digital Finance & the COVID-19 Crisis*, 2020, disponibile al seguente indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3558889>.

<sup>43</sup> ARNER - BARBERIS - BUCKLEY, *The RegTech Book: The Financial Technology Handbook for Investors, Entrepreneurs and Visionaries in Regulation*, Wiley, 2019.

<sup>44</sup> ARNER - BARBERIS - BUCKLEY, *The Evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm?*, 2016, disponibile al seguente indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=2676553>.

---

generalità di utenti, con lo scopo di realizzare una “*financial inclusion*”<sup>45</sup> che sia sostenibile<sup>46</sup>. Questa “inclusione” permetterà pagamenti più veloci e sicuri, incrementerà la trasparenza e la fiducia dei consumatori<sup>47</sup>.

Il COVID-19 ci ha reso più tecnologici e può essere visto come un esperimento sociologico: il futuro ci chiede di implementare e diffondere strumenti atti a supportare l’approccio umano per le future strategie e *policies* e non solo per i settori che sono stati individuati come quelli di potenziale oggetto per buone opportunità di investimento<sup>48</sup>.

Ci sono nuovi rischi da affrontare<sup>49</sup>, primo fra tutti il cd. *cyber risk*<sup>50</sup>, aumentato esponenzialmente con il progresso tecnologico. La sfida per il futuro sarà incentrata sulle interazioni tra il *digital* e le violazioni della privacy (e non solo nel campo del *banking&finance*); ciò implicherà un “riposizionamento” e un rafforzamento della compliance, che rimarrà una funzione centrale all’interno degli intermediari<sup>51</sup>.

Non bisogna aspettare chissà cosa. Il processo è già in corso e le “direttrici” sono chiare: digitalizzazione, bisogno di semplicità ed “avvicinamento” del cliente.

Concordo con chi afferma che una crisi non è il tempo per implementare “interamente” delle nuove soluzioni digitali e tecnologiche. In questo modo, infatti, si perderebbero d’occhio le impellenti necessità del momento. La crisi è il momento per utilizzare – da subito ! – e valorizzare le infrastrutture digitali in essere per renderle migliori e creare nuovi effetti<sup>52</sup>.

---

<sup>45</sup> Sul tema si rimanda a OZILI, *Financial inclusion and Fintech during COVID-19 crisis: Policy solutions*, disponibile al seguente indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3585662](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3585662); OZILI, *Financial inclusion research around the world: A review*, disponibile al seguente indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3515515>.

<sup>46</sup> Più esaurientemente si rimanda a ARNER-BARBERIS-WALKER-BUCKLEY-DAHDAL-ZETZSCHE, *Digital Finance & the COVID-19 Crisis*, 2020, disponibile al seguente indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3558889>; AMER - BUCKLEY - ZETZSCHE, *FinTech for Financial Inclusion: Driving Sustainable Growth*, in WALKER - PEKMEZOVIC - WALKER, *Sustainable Development: Harnessing Business to Achieve the SDG's through Finance, Technology and Law Reform*, Wiley, 2019, 179; ARNER - BUCKLEY - ZETZSCHE - VEIDT, *Sustainability, FinTech and Financial Inclusion*, disponibile al seguente indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3387359>.

<sup>47</sup> Si auspica una combinazione di etica, regolamentazione e supervision che possa rafforzare tale fiducia: cfr. OZILI, *Financial inclusion and Fintech during COVID-19 crisis: Policy solutions*, disponibile al seguente indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3585662](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3585662).

<sup>48</sup> Vengono inclusi in tali categorie i settori industriali relativi all’educazione, *online entertainment* e dell’assistenza sanitaria da TASHANOVA - SEKERBAY - CHEN - LUO - ZHAO - ZHANG, *Investment Opportunities and Strategies in an Era of Coronavirus Pandemic*, disponibile al seguente indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3567445>.

<sup>49</sup> Per quanto concerne il rischio di esternalità negative si rimanda a EIDENMÜLLER, *The Race to Fight COVID-19: On the Desirability of Regulatory Competition*, disponibile al seguente indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3573419>.

<sup>50</sup> Sul tema si rimanda *ex multis* a TINA, *Cybersicurezza: integrità dei processi e dei dati*, in CIAN-SANDEI (a cura di), *Diritto del FinTech*, Milano, 2020, 89 ss.

<sup>51</sup> *Amplius* in MIRRA, *Fintech e Compliance: potenza tecnologica al servizio del cliente, ma rimane indispensabile l’attività umana*, in LENER (a cura di), *Fintech: Diritto, tecnologia e finanza*, Quaderni di Minerva Bancaria, n. 2/2018, 29 ss.

<sup>52</sup> ARNER-BARBERIS-WALKER-BUCKLEY-DAHDAL-ZETZSCHE, *Digital Finance & the COVID-19 Crisis*, 2020,

---

Anche in ambito bancario e finanziario può essere vero che “La crisi è la più grande benedizione per le persone e le nazioni, perché la crisi porta progressi<sup>53</sup>”: l’inventiva non manca, ora è tempo delle grandi strategie e della “semplicità” per superare la crisi senza essere “superati” dalla stessa.

---

disponibile al seguente indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3558889>.

<sup>53</sup> “Non possiamo pretendere che le cose cambino, se continuiamo a fare le stesse cose. La crisi è la più grande benedizione per le persone e le nazioni, perché la crisi porta progressi. La creatività nasce dall’angoscia come il giorno nasce dalla notte oscura. E’ nella crisi che sorge l’inventiva, le scoperte e le grandi strategie. Chi supera la crisi supera sé stesso senza essere ‘superato’.

Chi attribuisce alla crisi i suoi fallimenti e difficoltà, violenta il suo stesso talento e dà più valore ai problemi che alle soluzioni. La vera crisi, è la crisi dell’incompetenza. L’inconveniente delle persone e delle nazioni è la pigrizia nel cercare soluzioni e vie di uscita. Senza crisi non ci sono sfide, senza sfide la vita è una routine, una lenta agonia. Senza crisi non c’è merito. E’ nella crisi che emerge il meglio di ognuno, perché senza crisi tutti i venti sono solo lievi brezze. Parlare di crisi significa incrementarla, e tacere nella crisi è esaltare il conformismo. Invece, lavoriamo duro. Finiamola una volta per tutte con l’unica crisi pericolosa, che è la tragedia di non voler lottare per superarla” (EINSTEIN, *Il mondo come io lo vedo*, 1934).

# IL CROWDFUNDING E GLI ULTIMI SVILUPPI DELLA DISCIPLINA SULLA RACCOLTA DI CAPITALI ON-LINE

Francesco Affinito

**Abstract:** I recenti sviluppi normativi in materia di *crowdfunding* hanno nuovamente posto all'attenzione degli operatori del diritto la crescente realtà del fenomeno. In attesa della imminente emanazione della normativa europea, la Consob ha proceduto per la quarta volta all'aggiornamento del Regolamento n. 18592/2013 in materia di raccolta di capitali tramite portali on-line, uniformandolo alle disposizioni introdotte da ultimo dal Legislatore. La crescita del crowdfunding è costante e necessariamente si pone come stimolo per il dibattito sorto intorno alle correlate problematiche giuridiche, posto anche il più recente sviluppo di *Fintech* e le implicazioni delle più evolute tecnologie in ambito finanziario, come la *Distributed Ledger Technology* e la *Blockchain*. In un tale contesto, il ruolo strategico e propulsivo assunto dal *crowdfunding* ai fini economici, sociali e occupazionali è emerso anche con l'azione governativa tesa ad arginare le conseguenze pregiudizievoli legate alla pandemia del Covid-19 e con le previsioni dei diversi decreti emergenziali che si sono susseguiti nel corso degli ultimi mesi.

Recent regulatory developments about crowdfunding have again submitted the growing reality of the phenomenon to the attention of jurists. Waiting for European legislation, Consob proceeded for the fourth time to even Regulation no. 18592/2013 on the raising of capital through online portals, conforming it to the provisions recently introduced by the Italian Legislator. The growth of crowdfunding is constant and necessarily is a stimulus for the debate around the related legal issues, also given the most recent development of Fintech and the implications of the most advanced technologies in the financial field, such as Distributed Ledger Technology and Blockchain. In this context, the strategic and propulsive role assumed by crowdfunding for economic, social and employment purposes has also emerged with the government action aimed at stemming the harmful consequences related to the Covid-19 pandemic and with the dispositions of the various emergency decrees on last months.

**Parole chiave:** fintech, crowdfunding, equity crowdfunding, initial coin offers, portale, gestore, offerente, piccole e medie imprese, token, blockchain.

**Sommario:** 1. Introduzione - 2. I decreti "Covid-19" e le misure adottate in materia di *crowdfunding* - 3. La disciplina del *crowdfunding* - 4. (Segue) Il Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line e osservazioni conclusive.



---

# 1. Introduzione.

L'evoluzione tecnologica nel settore finanziario e le diverse realtà correlate a *Fintech*<sup>1</sup> stanno fungendo da traino per l'ulteriore sviluppo del *crowdfunding*, fenomeno già affermato da tempo e costantemente in crescita.

Accanto ai profili sociali, civici e solidali che possono connaturare e diversificare l'operazione di finanziamento in parola, in linea generale con il termine *crowdfunding* si indica un *processo con cui più persone ("folla" o crowd) conferiscono somme di denaro (funding), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet ("piattaforme" o "portali") e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa*<sup>2</sup>.

In ambito strettamente economico, il *crowdfunding* si è dunque immediatamente posto come fonte alternativa di finanziamento per le imprese, ove il finanziatore mira, in alternativa ai canali (di finanziamento) bancari, ad ottenere una remunerazione economica per il capitale offerto sotto forma di interessi per la somma data a prestito oppure di interessi sugli strumenti di debito o partecipazione nel capitale di rischio dell'impresa.

Generalmente, si suole classificare il *crowdfunding*<sup>3</sup> in quattro principali categorie:

---

<sup>1</sup> Sull'argomento, tra i più recenti contributi, ALPA, *Fintech: un laboratorio per giuristi*, in *Contr. e Impr.*, n. 2, 2019, pp. 377 ss.; CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, in *RTDE*, n. 4, 2019, pp. 392 ss.; CIAN-SANDEI (a cura di), *Il diritto del Fintech*, Cedam, Padova, 2020; CORAPI-LENER (a cura di), *I diversi settori del Fintech*, Cedam, Padova, 2019; DE POLI, *Fundamentals of Banking Law*, Cedam, Padova, 2018, p. 39; FALCE-FINOCCHIARO, *Fintech. Diritti, Concorrenza, Regole*, Zanichelli, Bologna, 2019; LEMMA, *FinTech Regulation: Exploring New Challenges of the Capital Markets Union*, Palgrave Macmillan, Cham, 2020; LEMMA, *The regulation of fintech banks: questions and perspectives*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, Vol. 5, n. 2, 2019, pp. 30 ss.; LENER, *Tecnologie e attività finanziaria*, in *RTDE*, n. 3, 2019, pp. 267 ss.; MACCHIVELLO, *La regolazione del fintech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field. L'inesplorato caso dell'invoice trading*, in *Banca Impresa e Società*, n. 3, 2019, pp. 497 ss.; PELLEGRINI, *il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber Amicorum Guido Alpa*, XIV cap., Cedam, Padova, pp. 353-356; SCHENA-TANDA-ARLOTTA-POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, *Quaderni Fintech (Consob)*, n. 1, 2018.

<sup>2</sup> V. CONSOB, *L'equity crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, Position papers, n. 6, 2016, p. 7.

<sup>3</sup> Per approfondimenti, tra i molti, si veda i più recenti, BIFERALI, *Il Social lending. Problemi di regolamentazione*, in *RTDE*, n. 4, 2017, pp. 443 ss.; BONCRISTIANO, *Autorità private e mercati finanziari: il caso dei portali di equity crowdfunding*, in SIRENA-ZOPPINI (a cura di), *I poteri privati e il diritto regolazionario*, Roma, 2018, p. 547; BORSELLI, *La finanza alternativa per le PMI in Italia: una ricerca del Politecnico di Milano*, in *Rivista delle società*, 2019, fasc. 2-3, pp. 617-620; CARATOZZOLO, *La finanza innovativa per le imprese: sviluppo digitali ed evoluzioni regolatorie*, Cedam, Padova, 2020; CIERVO, *Il rischio di "money laundering" e "money dirtying" connesso alle piattaforme e alle operazioni di "crowdfunding": valutazione e gestione alla luce delle recenti evoluzioni normative*, in *RTDE*, n. 1S, 2018, pp. 3-27; DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, in *Riv. dir. banc.*, 2, 2019, disponibile sulla pagina web <https://www.dirittobancario.it/editoriali/michele-de-mari/equity-crowdfunding-pmi-non-quotate-e-mercati-secondari-una-lacuna-da-colmare>; LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding. La protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Rivista delle società*, n. 5-6, 2019, pp. 1237 ss.; MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social*

---

*donation based, reward based, social lending (o peer to peer lending) ed equity crowdfunding.*

La prima costituisce la forma di crowdfunding che più di altre ha contribuito alla diffusione del fenomeno. Trattasi di una semplice donazione, con la quale si devolvono risorse di denaro per supportare una causa specifica, anche in campo civico o artistico, non ricevendo indietro alcuna ricompensa.

Con il reward based crowdfunding ci si riferisce a un modello di finanziamento dal basso che viene per lo più assimilato allo schema di una prevendita (preselling) di un bene o un servizio. In altri casi è prevista una ricompensa, non in denaro, in ragione dell'effettivo apporto (reward) o, invece, una partecipazione agli utili (royalty).

Il social lending (peer to peer lending) è invece definito “uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto”<sup>4</sup>. Dunque, gli investitori saranno indotti al finanziamento di un’iniziativa a seguito della valutazione del rendimento sul capitale investito<sup>5</sup>.

Infine, l’equity crowdfunding, la categoria che ha suscitato il maggiore dibattito e la frenetica attenzione del Legislatore, prevede una partecipazione del finanziatore al capitale. In altri termini, si tratta della raccolta di investimenti di rischio nel capitale di società, per lo più di nuova costituzione e connotate, almeno nella fase embrionale, dall’alto potenziale innovativo<sup>6</sup>. A differenza del social lending, che prevede un contatto diretto tra chi riceve il finanziamento e l’investitore, qui è previsto l’intervento del gestore del portale ove si concreta l’adesione all’offerta. In un tale contesto più di recente si è assistito alla diffusione delle *Initial Coin Offers* (cd. *ICO*)<sup>7</sup>, in cui i *token*, con le dovute differenze, sono utilizzati come mezzo

---

*lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2013, pp. 389 ss.; MACCHIVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca Borsa tit. cred.*, n. 1, 2018, pp. 63 ss.; MOSCO (a cura di), *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Crowfuture, Roma, 2013; MOZZARELLI, *L’equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategia*, in *Banca Borsa tit. cred.*, n. 5, 2019, pp. 650 ss.; PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, Giappichelli, Torino, 2014; POLICARO, *Lo sviluppo in Italia dell’ “equity crowdfunding”. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, fasc. 1, pp. 67-94; TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. e impr.*, n. 2, 2014, pp. 519 ss.

<sup>4</sup> Cfr. Provvedimento della Banca d’Italia del 8 novembre 2016 recante “*Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*”, Sez. IX dell’Allegato “*Raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*”, pubblicato in G.U., Serie Generale, 19 novembre 2016, n. 271.

<sup>5</sup> MESSINA, *Crowdfunding e finanza alternativa*, in *Il Foro It.*, vol. 144, n. 11, pt. 5, 2019, pp. 465-472.

<sup>6</sup> V. DE LUCA-FURNARI-GENTILE, *Equity Crowdfunding*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche. Sezione Commerciale*, Utet, Milano, 2017.

<sup>7</sup> BURILOV, *Regulation of Crypto Tokens and Initial Coin Offerings in the EU*, in *European Journal of Comparative Law and Governance*, 2019, 6, pp. 146-186; CATALINI-GANS, *Initial Coin Offerings and the Value of Crypto Tokens*, in *MIT Sloan Research Paper*, 2019, pp. 5347 ss.; 2020 SANDEI, *Le “Initial Coin Offering” nel prisma dell’ordinamento finanziario*, in *Riv. dir. civ.*, n. 2, 2020, pp. 391-416.

---

di finanziamento e strumento ad elevata tecnologia di crowdfunding, basato su *blockchain*, vicino per alcuni aspetti allo schema del social lending<sup>8</sup>.

Ancor più di recente, il successo o meno delle varie forme di crowdfunding ha iniziato a costituire oggetto di “*analisi predittiva*” da parte dei sistemi di *intelligenza artificiale* e *machine learning*<sup>9</sup>.

L'importanza assunta dal fenomeno nell'ambito dello scenario economico è confermato non solo dai costanti richiami del Legislatore, ma anche dal ricorso a tale modalità di reperimento di capitali nel solco tracciato dai diversi provvedimenti assunti a seguito del diffondersi della pandemia legata al Covid-19<sup>10</sup> e analizzati nel successivo paragrafo.

## **2. I decreti “Covid-19” e le misure adottate in materia di *crowdfunding*.**

Tra le varie misure adottate per arginare i nefasti effetti economici derivanti dalla crisi epidemiologica si è riservato ampio spazio anche al fenomeno del crowdfunding, che forse avrebbe meritato maggiore considerazione e un ruolo ancor più centrale nell'azione governativa volta a sostenere, da un lato, la continuità aziendale delle imprese in crisi e, dall'altro, a non ostacolare lo sviluppo di nuove realtà imprenditoriali stante la situazione di emergenza sanitaria, economico e sociale conseguente alla pandemia.

Se sotto tale profilo le varie disposizioni che si sono susseguite nell'ultimo periodo, tra cui in particolare il *Decreto Liquidità*<sup>11</sup>, non sembrano apparire scovre da critiche in quanto, accanto ai finanziamenti garantiti erogati dagli istituti di credito a condizioni agevolate, il crowdfunding avrebbe sicuramente potuto costituire uno

---

<sup>8</sup> Su tali aspetti si rinvia a GITTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, n. 1, 2020, pp. 14 ss; DE MARI, *Prime ipotesi per una disciplina italiana delle “Initial Token Offerings” (ITOs): “token crowdfunding” e sistemi di scambio di “crypto-asset”*, Relazione al Convegno di Studi “Nuove tecnologie e nuove forme di finanziamento alle imprese: Initial Coin Offerings (ICOs) e Crypto-Assets, Crowdfunding (caratteristiche, rischi e opportunità)” Verona, 30 maggio 2019, in *Orizzonti del diritto commerciale*, n. 2, 2019, pp. 267-312; NUZZO, *Blockchain e autonomia privata*, Luiss Press, Roma, 2020; *Id.*, *Contenuto e forme dell'informazione societaria, tra passato e futuro. Titoli e operatori atipici nell'era dell'algoritmo*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2, 2019, pp. 573 ss.

<sup>9</sup> Sui principali caratteri di intelligenza artificiale e machine learning v. CIACCI-BUONOMO, *Profili di informatica giuridica*, Cedam, Padova, 2018, pp. 75 ss.

<sup>10</sup> Sulle politiche adottate nel periodo in questione, v. CAPRIGLIONE, *La finanza UE ai tempi del coronavirus*, in *RTDE*, n. 1, 2020, pp. 1 ss.

<sup>11</sup> Cfr. D.L. 8 aprile 2020, n. 23, recante “*Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali*”, pubblicato in G.U., Serie Generale, 8 aprile 2020, n. 94, convertito con modificazioni con la Legge 5 giugno 2020, n. 40, in G.U. 6 giugno 2020, n. 143.

---

strumento assai più efficace e rapido per garantire l'erogazione delle risorse, in altra ottica sembra che il ricorso a tale opzione, richiamata specificatamente in diversi interventi normativi, sia comunque indice di una oramai radicata consapevolezza del Legislatore nei riguardi della modalità telematica di raccolta di capitali e, più in generale, delle potenzialità dello strumento.

L'art. 66 del *Decreto Cura Italia* (D.L. 17 marzo 2020, n. 18<sup>12</sup>, recante, “*Misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19*”, convertito con modificazioni con la Legge 24 aprile 2020, n. 27<sup>13</sup>), anche in relazione alla spinta sociale che ha caratterizzato il crowdfunding nel primo periodo emergenziale e alle aspettative di ulteriore crescita, ha introdotto incentivi fiscali per le erogazioni liberali in denaro e in natura a sostegno delle misure di contrasto dell'emergenza epidemiologica da COVID-19, prevedendo una detrazione dall'imposta lorda ai fini dell'imposta sul reddito pari al 30%, per un importo non superiore a € 30.000<sup>14</sup>.

In tale contesto, alla luce delle molteplici erogazioni in denaro che affluivano in favore del Dipartimento della protezione civile per far fronte agli interventi a tutela della salute pubblica, con l'art. 99 del medesimo decreto il Dipartimento è stato autorizzato ad aprire uno o più conti correnti bancari dedicati in via esclusiva alla raccolta ed utilizzo delle donazioni liberali di somme finalizzate a far fronte all'emergenza epidemiologica del virus COVID-19.

Ed è proprio su tali conti correnti che sono confluite anche le somme raccolte con le diverse campagne di crowdfunding lanciate nell'ultimo periodo, in misura così ingente da indurre l'Agenzia delle Entrate a chiarire, con la Risoluzione del 27 aprile 2020, n. 21/E e con la successiva Circolare del 6 maggio 2020, n. 11/E, le modalità per poter usufruire delle detrazioni fiscali previsti per le erogazioni di cui agli artt. 66 e 99 del decreto.

L'art. 125, comma 4, del *Decreto Cura Italia* ha inoltre stabilito che le Camere di commercio e le loro società in house possono intervenire per contrastare le difficoltà finanziarie di piccole e medie imprese e facilitarne l'accesso al credito mediante l'erogazione di finanziamenti con risorse reperite attraverso le piattaforme di social lending e di crowdfunding<sup>15</sup>.

Le successive disposizioni del *Decreto Liquidità*, posto quanto evidenziato in precedenza, pur non richiamando direttamente il crowdfunding, devono comunque necessariamente essere coordinate con quanto previsto dall'art. 18, comma 3, del

---

<sup>12</sup> G.U. Serie Generale, 17 marzo 2020, n. 70.

<sup>13</sup> G.U., Serie Generale, 29 aprile 2020, n. 110, suppl. ordinario n. 16.

<sup>14</sup> Tali erogazioni liberali in denaro e in natura, effettuate nell'anno in corso dalle persone fisiche e dagli enti non commerciali, sono esclusivamente quelle eseguite in favore dello Stato, delle regioni, degli enti locali territoriali, di enti o istituzioni pubbliche, di fondazioni e associazioni legalmente riconosciute senza scopo di lucro, compresi gli enti religiosi civilmente riconosciuti, specificatamente finalizzate a finanziare gli interventi in materia di contenimento e gestione dell'emergenza epidemiologica da COVID-19.

<sup>15</sup> Sulla differenza tra le due categorie v. *sub*) paragrafo 1.

---

D.L. 30 aprile 2019, n. 34<sup>16</sup>, in tema di semplificazione per la gestione del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese e di sviluppo di canali alternativi di finanziamento delle imprese<sup>17</sup>.

Con il *Decreto Rilancio* (D.L. 19 maggio 2020, n. 34<sup>18</sup>, recante “*Misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all’economia, nonché di politiche sociali connesse all’emergenza epidemiologica da COVID-19*”, convertito con modificazioni con la Legge 17 luglio 2020, n. 77<sup>19</sup>), è stata poi aumentato dal 30% al 50% il limite di detraibilità della somma investita dal contribuente (non eccedente l’importo di € 100.000 per periodo di imposta) nel capitale sociale di una o più start-up innovative dall’imposta lorda sul reddito delle persone fisiche<sup>20</sup>.

Con il medesimo decreto è stata inoltre indicata la medesima soglia di detraibilità della somma investita dal contribuente (non eccedente però l’importo di € 300.000 per periodo di imposta) nel capitale sociale di una o più piccole e medio imprese innovative dall’imposta lorda sul reddito delle persone fisiche<sup>21</sup>.

In entrambe le summenzionate ipotesi, al fine di garantire una determinata stabilità al flusso di capitali, si è stabilito che l’investimento deve essere comunque mantenuto per almeno tre anni, a pena di decadenza dal beneficio e di restituzione dell’importo detratto da parte del contribuente, in uno con gli interessi legali nel frattempo maturati.

Sotto altro profilo e in relazione a una differente tipologia di crowdfunding, il *Decreto Rilancio* ha altresì istituito, con l’art. 184, un fondo finalizzato alla promozione di investimenti e al supporto di altri interventi per la tutela del patrimonio culturale materiale e immateriale, la cui dotazione può essere incrementata con l’ausilio e l’apporto finanziario di soggetti privati mediante piattaforme di crowdfunding idonee a consentire alla collettività di partecipare al finanziamento della cultura e alle diverse forme di tutela della stessa.

---

<sup>16</sup> G.U., Serie Generale, 30 aprile 2019, n. 100.

<sup>17</sup> L’art. 18, comma 3, del D.L. 34/2019, allo scopo di sostenere lo sviluppo di canali alternativi di finanziamento delle imprese, ha stabilito che la garanzia del Fondo di garanzia può essere concessa in favore dei soggetti che finanziano, per il tramite di piattaforme di social lending e di crowdfunding, progetti di investimento realizzati da micro, piccole e medie imprese, operanti nei settori di attività ammissibili all’intervento del Fondo. Mette conto di rilevare inoltre che al comma 4 il D.L. 34/2019, come modificato in sede di conversione, introduce le definizioni di social lending e di crowdfunding, laddove per il primo si intende “*lo strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, compresi investitori istituzionali, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto*”, e, per il secondo, “*lo strumento attraverso il quale famiglie e imprese sono finanziate direttamente, tramite piattaforme on-line, da una pluralità di investitori*”.

<sup>18</sup> G.U., Serie Generale, 19 maggio 2020, n. 128, suppl. ordinario n. 21.

<sup>19</sup> G.U., Serie Generale, 18 luglio 2020, n. 180, suppl. ordinario n. 25.

<sup>20</sup> Cfr. art. 29-bis recante “*incentivi in regime de minimis all’investimento in start-up innovative*” inserito dall’art. 38, comma 7, del D.L. 19 maggio 2020, n. 34 nel precedente D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221.

<sup>21</sup> Cfr. il comma 9-ter dell’art. 4 del D.L. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito, con modificazioni, dalla Legge 24 marzo 2015, n. 33, come inserito dall’art. 38, comma 8, del D.L. 19 maggio 2020, n. 34.



---

Inoltre, sulla scorta del D.M. 30 aprile 2019<sup>22</sup>, che, in tema di piani di risparmio a lungo termine, ha incentivato l'afflusso di capitali anche verso il crowdfunding, occorrerà verificare quali saranno in concreto gli effetti delle norme del *Decreto Rilancio* e, da ultimo, del *Decreto Agosto*.

Si deve infine evidenziare che anche la Consob, con specifico riferimento all'equity crowdfunding, è intervenuta a seguito dell'evolversi della situazione emergenziale, prevedendo con la Delibera n. 21315 del 15 marzo 2020 una proroga di 60 giorni rispetto al termine di invio stabilito dall'art. 21, comma 3, del Regolamento n. 18592/2013 (di cui si dirà *infra*), concernente gli obblighi di comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti da parte dei gestori dei portali on-line, destinati alla raccolta dei capitali, alla medesima Autorità.

Ad ogni modo, per comprendere l'ambito di applicazione degli interventi sopra menzionati, la relativa portata e le criticità dell'azione del Governo è opportuno soffermarsi in particolare sulla disciplina della raccolta di capitali di rischio on-line, che, più di ogni altra categoria, ha suscitato interesse in sede normativa.

### **3. La disciplina del *crowdfunding*.**

Lo scenario e il crescente interesse economico sviluppatosi intorno all'equity crowdfunding ha indotto, come detto, il Legislatore a intervenire in numerose occasioni a disciplina del fenomeno.

La relativa e complessa normazione primaria e secondaria in materia ne ha posto in rilievo, da un lato, la gestione delle piattaforme on-line per la raccolta di capitali e, dall'altro, le offerte al pubblico condotte attraverso tali piattaforme, prevedendone i requisiti soggetti e oggettivi, nonché i limiti e le deroghe alle norme codicistiche. La disciplina sull'equity crowdfunding è stata introdotta nel nostro ordinamento dal D.L. 179/2012<sup>23</sup>, ovvero il *Decreto Crescita bis*, che, ha inserito gli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* nel TUF e inizialmente ha riservato il ricorso a tale modalità di finanziamento solo alle start-up innovative<sup>24</sup>, demandando alla Consob di determinare la disciplina applicabile alle offerte attraverso portali per la raccolta di capitali, la cui effettiva attuazione ha avuto luogo con il Regolamento n. 18592/2013, recante "*Raccolta di*

---

<sup>22</sup> Cfr. Decreto del 30 aprile 2019 del Ministero dello sviluppo economico, pubblicato in G.U., Serie Generale, 7 maggio 2019, n. 105, che, in attuazione di quanto disposto con la Legge di Bilancio 2019, reca la disciplina dei piani di risparmio a lungo termine.

<sup>23</sup> D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, recante "*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*", in G.U., Serie Generale, 19 ottobre 2012, n. 245, suppl. ordinario n. 194, convertito con modificazioni dalla Legge 17 dicembre 2012, n. 221, in G.U., Serie Generale 18 dicembre 2012, n. 294, suppl. ordinario n. 294.

<sup>24</sup> Sulle start-up innovative, v. NICOTRA, *L'oggetto sociale nelle start-up innovative*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, n. 2, 2020, pp. 248 ss.



---

*capitali di rischio da parte di imprese start-up innovative tramite portali on-line*<sup>25</sup>. Successivamente, con una serie di ulteriori interventi normativi, il Legislatore, con l'intento di fornire uno stimolo alla crescita economica, ha inteso ampliare il novero dei soggetti che possono accedere all'equity crowdfunding.

Nel dettaglio, con il D.L. 31 maggio 2014, n. 83<sup>26</sup> (cd. *Decreto Cultura e Turismo*), convertito con la Legge 29 luglio 2014, n. 106<sup>27</sup>, sono state ammesse anche le start-up turismo al lancio delle offerte tramite portali.

L'art. 4 del D.L. del 24 gennaio 2015, n. 3<sup>28</sup>, noto anche come *Decreto Investment Compact*, ha quindi consentito l'accesso alle piattaforme digitali anche alle PMI innovative, nonché agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) o altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative.

In seguito, con l'art. 9, comma 1, lettera f), n. 1, della Legge 6 giugno 2016, n. 106<sup>29</sup>, è stata prevista la possibilità di accedere a forme di raccolta di capitali di rischio tramite portali telematici anche alle imprese sociali.

Infine, dapprima con la Legge di Bilancio 2017<sup>30</sup>, e, poi, con il D.L. 24 luglio 2017, n. 50<sup>31</sup>, cd. *Decreto Correttivo*, l'accesso all'equity crowdfunding è stato aperto a tutte le piccole e medie imprese, anche se costituite in forma di società a responsabilità limitata.

Allo stato, per effetto delle plurime modifiche legislative nel tempo intervenute, possono ricorrere al finanziamento tramite portali di equity crowdfunding le piccole e medie imprese, le imprese sociali, gli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese.

Tale modalità di reperimento di risorse è subordinata alle offerte al pubblico, condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali, gestiti dai soggetti autorizzati e iscritti nell'apposito registro tenuto dalla Consob, svolte in deroga rispetto all'obbligo di forma scritta ed esenti dalla disciplina del prospetto informativo. Il corrispettivo complessivo della sollecitazione non dovrà però superare l'importo di 8 milioni di Euro.

Le offerte al pubblico in questione possono avere ad oggetto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi da soggetti sopra indicati e la raccolta di finanziamenti

---

<sup>25</sup> G.U., Serie Generale, 12 luglio 2013, n. 162.

<sup>26</sup> G.U., Serie Generale, 31 maggio 2014, n. 125.

<sup>27</sup> G.U., Serie Generale, 30 luglio 2014, n. 175.

<sup>28</sup> D.L. 24 gennaio 2015, n. 3, recante "*Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*", in G.U., Serie Generale, 24 gennaio 2015, n. 19, convertito con modificazioni dalla Legge 24 marzo 2015, n. 33, in G.U., Serie Generale, 25.03.2015, n. 70, suppl. ordinario n. 15.

<sup>29</sup> G.U., Serie Generale, 18 giugno 2016, n. 141.

<sup>30</sup> Cfr. art. 1, comma 70, della Legge 11 dicembre 2016, n. 232, recante "*Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019*" in G.U., Serie Generale, 21 dicembre 2016, n. 297, suppl. ordinario n. 57.

<sup>31</sup> G.U., Serie Generale, 24 aprile 2017, n. 95, suppl. ordinario n. 20.

---

tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese.

L'impianto normativo delineato nel Testo Unico della Finanza di cui al D.Lgs. 58/1998 (d'ora in poi, T.U.F.) è imperniato su tre norme e, in particolare, sull'art. 1, comma 5-*novies*, l'art. 50-*quinquies* e l'art. 100-*ter*. A tale disciplina, come detto, si affianca il Regolamento della Consob n. 18592/2013<sup>32</sup>.

L'art. 1, comma 5-*novies*, del T.U.F. definisce il portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali<sup>33</sup>.

Il portale è dunque inteso dall'attuale formulazione delle norma come quella piattaforma telematica che si pone l'esclusivo scopo di rendere più agevole la raccolta di capitali di rischio da parte delle piccole e medie imprese<sup>34</sup> e degli altri soggetti sopra indicati, nonché la raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese<sup>35</sup>.

L'art. 50-*quinquies* del T.U.F. disciplina invece la gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali.

La norma in questione introduce la figura del *gestore*, ovvero il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali.

Possiamo distinguere i *gestori di diritto*, che resterebbero comunque assoggettati agli obblighi stabiliti dalla propria disciplina di riferimento e a tutte le ulteriori disposizioni previste per l'offerta di capitale di rischio tramite portali on line, dai *gestori autorizzati*<sup>36</sup>.

L'attività di gestione viene quindi riservata alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori

---

<sup>32</sup> Trattasi complessivamente di un corpus normativo peculiare, costituitosi per "stratificazioni successive". In tal senso, MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, n. 2, 2019, p. 510, il quale considera "la normativa in esame costituisce un nucleo a sé stante, una sorta di innesto autonomo che ambisce a regolare in via esaustiva il fenomeno dell'equity crowdfunding all'interno del nostro ordinamento. Più precisamente, si tratta di una disciplina di carattere prettamente domestico, di per sé integrante una anomalia di non poco conto, dal momento che, nella materia dei mercati finanziari, è ormai consueto misurarsi con plessi disciplinari di origine comunitaria". Deve aggiungersi che la normativa europea è di imminente emanazione, di parecchio successiva alla disciplina italiana, introdotta, come detto, diversi anni addietro come prima esperienza di tal genere tra i Paesi membri.

<sup>33</sup> Tra le varie modifiche intervenute in sede di recepimento della Direttiva 2014/65/UE, il D.Lgs. 3 agosto 2017, n. 129 ha introdotto la definizione normativa di portale per la raccolta di capitali on-line nel T.U.F.

<sup>34</sup> L'art. 1, comma 5-*novies*, del T.U.F. specifica che le piccole e medio imprese sono quelle definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129.

<sup>35</sup> L'art. 50-*quinquies* è stato oggetto di plurime modifiche da parte del Legislatore. Inizialmente introdotto nel T.U.F. dal D.L. 18 ottobre, 2012, n. 179, è stato nel tempo oggetto di numerosi correttivi (i) con l'art. 4, comma 10, lettera b), del D.L. 24 gennaio 2015 n. 3, (ii) con art. 1, comma 70, lettera a) della Legge 11 dicembre 2016, n. 23, (iii) con l'art. 18, comma 8, lettera a) del D.Lgs. 3 luglio 2017, n. 112, (iv) con l'art. 10 comma 2 e comma 43 lettera f) del D.Lgs. 3 agosto 2017, n. 129. Da ultimo, (v) sono infine intervenute le modifiche dettate dal D.Lgs. 25 novembre 2019, n. 165.

<sup>36</sup> In proposito v. MINNECI, *op.ult.cit.*, p. 515.

---

di cui all'articolo 1, comma 1, lettera *q-bis*) del T.U.F., limitatamente all'offerta di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, e, infine, al ricorrere di determinate condizioni<sup>37</sup>, nonché ai soggetti autorizzati e iscritti nell'apposito registro tenuto dalla Consob<sup>38</sup>.

L'art. 100-*ter* del T.U.F., infine, disciplina le offerte attraverso portali per la raccolta di capitali.

Già chiarito che tali offerte possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dai soggetti ammessi *ex lege*, altra peculiarità della norma è la distinzione tra gli investitori professionali da quelli non professionali.

La norma in esame introduce infine un regime alternativo alla disciplina generale di cui all'art. 2470, comma 2, c.c. e all'art. 36, comma 1-*bis*, del D.L. 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni dalla Legge 6 agosto 2008, n. 133, per la sottoscrizione e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di piccole e medie imprese e di imprese sociali (costituite in forma di S.r.l.)<sup>39</sup>, delegando la Consob a determinare la disciplina applicabile all'equity crowdfunding.

---

<sup>37</sup> Sul punto, l'art. 50-*quinques* prevede l'obbligo di trasmissione degli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, Sim, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalle banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli OICR ai relativi gestori.

<sup>38</sup> Per l'iscrizione è necessaria la sussistenza dei seguenti requisiti: a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa; b) sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica; c) oggetto sociale conforme alle attività stabilite dall'art. 50-*quinques* del T.U.F.; d) possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dal Regolamento della Consob; e) stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale.

<sup>39</sup> In proposito, l'art. 100-*ter*, comma 2-*bis*, prevede che la sottoscrizione delle quote può essere effettuata per il tramite di intermediari abilitati alla prestazione di uno o più dei servizi di investimento (in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito all'offerta tramite portale). Entro i trenta giorni successivi alla chiusura dell'offerta, gli intermediari abilitati depositano al registro delle imprese una certificazione attestante la loro titolarità di soci per conto di terzi, sopportandone il relativo costo, rilasciando, su richiesta del sottoscrittore o dell'acquirente, un attestato nominativo comprovante la titolarità delle quote, avente natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali, non trasferibile, neppure in via temporanea né a qualsiasi titolo, a terzi e non costituente valido strumento per il trasferimento della proprietà delle quote. I medesimi intermediari devono consentire ai sottoscrittori che ne facciano richiesta di alienare le quote e accordano ai sottoscrittori e ai successivi acquirenti la facoltà di richiedere, in ogni momento, l'intestazione diretta a se stessi delle quote di loro pertinenza. L'alienazione delle quote da parte di un sottoscrittore o del successivo acquirente ha luogo con l'annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario stesso. Alla lettera *c*) è previsto che la scrittura e il trasferimento non comportano costi o oneri né per l'acquirente né per l'alienante, mentre la successiva certificazione effettuata dall'intermediario, ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisce ed esaurisce le formalità stabilite dall'art. 2470, comma 2, c.c.

---

## 4. (Segue) Il Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line e osservazioni conclusive.

La delibera della Consob del 6 febbraio 2020<sup>40</sup> ha apportato una serie di modifiche alla regolamentazione in materia di crowdfunding.

Il fenomeno, come visto in precedenza, è disciplinato dal Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line, adottato dalla Consob con la delibera del 26 giugno 2013<sup>41</sup> in netto anticipo rispetto alla maggior parte dei paesi europei e non, e negli anni oggetto di plurime modificazioni in ragione dei correttivi legislativi nel frattempo intervenuti<sup>42</sup>.

Con la recente delibera, la Consob si è dunque nuovamente adoperata per adeguare l'impianto del Regolamento alle novità introdotte dal legislatore primario, in particolare estendendo l'ambito di applicazione in tema di portali per la raccolta di capitali on-line anche alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi dalle piccole e medie imprese, individuando i soggetti cui è consentita la sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito tramite portali on-line, e assicurando che la sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito sia riservata con determinati limiti, oltre anche agli investitori professionali, anche a quelli non professionali.

Inoltre, con l'art. 25-*bis* del Regolamento, per attenuare le problematiche connesse all'illiquidità degli strumenti oggetto di offerta, ha consentito ai gestori dei portali di ospitare, in una sezione separata del proprio portale, una *bacheca elettronica* per la pubblicazione delle manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari, che siano stati in precedenza oggetto di offerte positivamente concluse sul proprio portale. E' evidente però che con l'utilizzo di tale bacheca il gestore non potrà svolgere attività tesa a favorire l'incontro della domanda ed offerta di strumenti finanziari<sup>43</sup>.

Allo stato, il Regolamento consta di tre parti, recanti, rispettivamente, le disposizioni generali contenenti per lo più le definizioni, le norme inerenti il registro dei gestori di portali e le regole di condotta cui tali soggetti devono uniformarsi e, infine, la disciplina delle offerte tramite portali.

In relazione alla prima parte del Regolamento, vengono particolarmente in rilievo, anche per esigenze di trattazione, le definizioni di offerente, portale e gestore.

Per «*offerente*», ai sensi dell'art. 1, lettera c), del Regolamento, si intendono tutti i soggetti, già in precedenza enucleati, ammessi al reperimento di capitali attraverso

---

<sup>40</sup> G.U., Serie Generale, 15 febbraio 2020, n. 38.

<sup>41</sup> G.U., Serie Generale, 12 luglio 2013, n. 162.

<sup>42</sup> Cfr. Delibere della Consob del 24 febbraio 2016, n. 19529, del 29 novembre 2017, n. 20204, del 17 gennaio 20264 e, infine, del 10 ottobre 2019, n. 21110.

<sup>43</sup> In tema di mercati di strumenti finanziari v. SEPE, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari*, Cedam, Padova, 2016, nonché lo stesso autore, *I mercati di strumenti finanziari*, in PELLEGRINI (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Cap. V, Cedam, Padova, 2018, pp. 465 ss.

---

internet<sup>44</sup> ovvero coloro che possono formulare le offerte al pubblico tramite uno o più portali per la raccolta di capitali on-line.

Il «portale», alla luce della nuova riformulazione, si identifica con la piattaforma on-line che ha come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitali da parte degli offerenti di cui sopra; infine, il «gestore» è il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la predetta raccolta di capitali a favore degli offerenti ed è iscritto nel registro tenuto dalla Consob di cui all'art. 50-*quinquies*, comma 2, del T.U.F.

L'iscrizione nel registro è subordinata al buon esito del procedimento di autorizzazione previsto dall'art. 7 del Regolamento e al possesso dei requisiti patrimoniali<sup>45</sup>, di onorabilità<sup>46</sup> e di professionalità<sup>47</sup>, che non devono venir meno

---

<sup>44</sup> L'art. 1, lettera c), del Regolamento individua tali soggetti nelle piccola e media impresa, come definita dall'art. 2, paragrafo 1, lettera f), Regolamento (UE) n. 2017/1129, organizzata in forma societaria secondo il diritto di uno Stato membro dell'Unione europea o aderente agli accordi sullo Spazio Economico Europeo; nella società start-up innovativa, compresa la start-up a vocazione sociale, come definita dall'art. 25, commi 2 e 4, del decreto e la start-up turismo previste dall'art. 11-*bis* del D.L. 31 maggio 2014, n. 83, convertito con modificazioni dalla Legge 29 luglio 2014, n. 106, che rispetti i limiti dimensionali dettati per le piccole e medie imprese di cui sopra; nella piccola e media impresa innovativa («PMI innovativa»), come definita dall'art. 4, comma 1, del D.L. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con modificazioni dalla Legge 24 marzo 2015, n. 33; nell'organismo di investimento collettivo del risparmio («OICR») che investe prevalentemente in piccole e medie imprese; nelle società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese.

<sup>45</sup> L'art. 7-*bis* del Regolamento stabilisce che per l'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, i gestori devono stipulare un'assicurazione a copertura della responsabilità per i danni derivanti al cliente dall'esercizio dell'attività professionale che preveda per ciascuna richiesta di indennizzo, una copertura di almeno € 20.000 e per l'importo totale delle richieste di indennizzo, una copertura di almeno € 1.000.000 all'anno per i gestori che effettuano direttamente la verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-*bis*, e di almeno € 500.000 all'anno per gli altri gestori.

<sup>46</sup> Il Regolamento detta all'art. 8 i seguenti requisiti di onorabilità: a) non trovarsi in condizione di interdizione, inabilitazione ovvero di non aver subito una condanna ad una pena che comporti l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare uffici direttivi; b) non essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del D.Lgs. 6 settembre 2011, n. 159, salvi gli effetti della riabilitazione; c) non essere stati condannati con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione: 1) a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati, di valori mobiliari e di strumenti di pagamento; 2) a pena detentiva per uno dei reati previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel R.D. 16 marzo 1942, n. 267; 3) alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria; 4) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo; d) non essere stati condannati a una delle pene indicate alla lettera c) con sentenza che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato; d-*bis*) di non aver riportato in Stati esteri condanne penali o altri provvedimenti sanzionatori per fattispecie corrispondenti a quelle che comporterebbero, *ex lege*, la perdita dei requisiti di onorabilità.

<sup>47</sup> I soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo in una società richiedente, non solo devono possedere i requisiti di onorabilità precedentemente indicati, ma devono essere scelti in base a criteri di professionalità, competenza e comprovata esperienza di almeno due anni nell'esercizio di: attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese; attività professionali in materie attinenti al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo; attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche;

---

nel corso dell'espletamento delle attività inerenti il servizio di gestione dei portali a pena di decadenza dall'autorizzazione o di cancellazione del registro.

Il gestore opera con diligenza, correttezza e trasparenza ed è soggetto a una serie di obblighi riconducibili per lo più a quattro direttrici: obblighi di trasparenza, obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori, obblighi di tutela degli investitori connessi ai rischi operativi e obblighi di conservazione della documentazione.

Tra i primi, si evidenzia l'obbligo del gestore di rendere agli investitori tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'offerente affinché si possa *ragionevolmente e compiutamente* comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere *consapevolmente* le decisioni di investimento, in rapporto alle proprie disponibilità finanziarie. Tali informazioni non solo devono essere rese *in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni*, ma devono risultare costantemente aggiornate e accessibili sul portale per almeno un anno a decorrere dalla chiusura delle offerte e, comunque, altresì accessibili per gli interessati che ne facciano richiesta nel limite di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta.

Inoltre, il gestore è tenuto a informare gli investitori<sup>48</sup> sul diritto di recedere dall'ordine di adesione e sulle modalità previste per l'esercizio<sup>49</sup>.

Più nel dettaglio, il gestore è tenuto principalmente a fornire *mediante pubblicazione sul portale in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche attraverso l'utilizzo di tecniche multimediali*, le informazioni relative alla gestione del portale<sup>50</sup>, le

---

funzioni amministrative o dirigenziali presso enti privati, enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie. L'art. 9 del Regolamento stabilisce inoltre che possono svolgere funzioni di amministrazione anche quei soggetti che abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa di almeno un biennio nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, o di insegnamento o ricerca nei medesimi settori, a condizione che la maggioranza dei componenti possieda i requisiti di professionalità sopra enucleati.

<sup>48</sup> Per investitori si intendono, ai sensi dell'art. 13, comma 5, del Regolamento, quelli diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2.

<sup>49</sup> Il diritto di recesso dall'investimento può essere esercitato senza alcuna spesa tramite comunicazione rivolta al gestore medesimo, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine.

<sup>50</sup> Si tratta dell'informazioni previste dall'art. 10 del Regolamento, ovvero le informazioni relative: "a) al gestore, ivi compresi i recapiti telefonici e di posta elettronica; ai soggetti che detengono il controllo ovvero, in mancanza, ai soggetti che detengono partecipazioni almeno pari al venti per cento del capitale sociale; ai soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo; all'assicurazione a copertura della responsabilità professionale stipulata dal medesimo; b) alle attività svolte, ivi incluse le modalità di selezione delle offerte o l'eventuale affidamento di tale attività a terzi; b-bis) alla data di inizio, interruzione o riavvio dell'attività; c) alle modalità per la gestione degli ordini relativi agli strumenti finanziari offerti tramite il portale, specificando se il gestore procede direttamente alla verifica di cui all'articolo 13, comma 5-bis o se vi procedono i soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini ai sensi dell'articolo 17, comma 355; d) agli eventuali costi a carico degli investitori; e) alle misure predisposte per ridurre e gestire i rischi di frode; f) alle misure predisposte per assicurare il corretto trattamento dei dati personali e delle informazioni



---

informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali<sup>51</sup>, e, infine, quelle relative alle singole offerte<sup>52</sup>.

L'art. 17 del Regolamento prevede poi che il gestore adotti tutte le misure utili per assicurare che gli ordini di adesione degli investitori siano *trattati* in maniera rapida, corretta ed efficiente, *registrati* prontamente e accuratamente, e, infine, *trasmessi* secondo l'ordine di ricezione.

In relazione ai rischi operativi, il gestore deve altresì dotarsi di sistemi operativi affidabili e sicuri, tali da garantire l'integrità delle informazioni ricevute e dei dati trattati. Infine, il gestore è tenuto a conservare per un periodo di cinque anni copia della corrispondenza e della documentazione contrattuale<sup>53</sup>.

L'ultima parte del Regolamento prevede la disciplina delle offerte tramite portali.

Con il sistema delineato gli offerenti hanno la possibilità di aprire nuovi canali di

---

*ricevute dagli investitori ai sensi della normativa applicabile in materia; g) alle misure predisposte per identificare, prevenire o gestire i conflitti di interesse; h) alle misure predisposte per la trattazione dei reclami e l'indicazione dell'indirizzo cui trasmettere tali reclami; h-bis) alle misure predisposte per assicurare il rispetto dei limiti posti dal codice civile e dalle leggi speciali per l'emissione di obbligazioni e titoli di debito da parte di piccole e medie imprese; h-ter) alle misure predisposte per assicurare il rispetto dell'articolo 24, comma 2-quater; h-quater) alle misure predisposte per la gestione e il funzionamento della bacheca elettronica, in caso di sua istituzione; i) ai meccanismi previsti per la risoluzione stragiudiziale delle controversie; j) ai dati aggregati sulle offerte svolte attraverso il portale e sui rispettivi esiti; k) alla normativa di riferimento, all'indicazione del collegamento ipertestuale al registro nonché alla sezione di investor education del sito internet della Consob e alla apposita sezione speciale del Registro delle Imprese prevista all'articolo 25, comma 8, del decreto; l) agli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob; m) alle iniziative, che il gestore si riserva di adottare nei confronti degli offerenti in caso di inosservanza delle regole di funzionamento del portale; in caso di mancata predisposizione, l'indicazione che non sussistono tali iniziative”.*

<sup>51</sup> Il gestore deve rendere edotti gli investitori il rischio di perdita dell'intero capitale investito, del rischio di illiquidità, del divieto di distribuzione di utili previsto per le start-up innovative dall'art. 25 del D.L. 18 ottobre 2012 n. 179, convertito, con modificazioni, dalla Legge 17 dicembre 2012 n. 221, del trattamento fiscale di tali investimenti, con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza dagli stessi, nel caso di start-up innovative e PMI innovative, dei limiti di legge all'emissione di obbligazioni e titoli di debito, dei limiti posti dall'articolo 24, comma 2-quater del Regolamento, delle deroghe al diritto societario e al diritto fallimentare, dei contenuti tipici di un business plan e del regolamento o statuto di un OICR, del diritto di recesso e delle modalità di esercizio.

<sup>52</sup> Le informazioni relative alle singole offerte sono disciplinate dall'art. 16 e dall'Allegato n. 3 al Regolamento che ne dettaglia ulteriormente contenuti e ne amplia la portata. Di particolare rilievo è l'avvertenza riportata al punto 1 dell'Allegato n. 3, laddove è previsto che il gestore deve assicurare che per ciascuna offerta sia preliminarmente riportato con adeguata evidenza grafica che *“le informazioni sull'offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L'offerente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite. Si richiama inoltre l'attenzione dell'investitore che l'investimento, anche mediante OICR o società che investono prevalentemente in strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese è illiquido e connotato da un rischio molto alto”.*

<sup>53</sup> Nel novero della documentazione da conservarsi devono includersi la ricezione degli ordini di adesione alle offerte svolte tramite il portale e l'esercizio dei diritti di recesso e di revoca, la trasmissione degli ordini ai soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini ai fini della sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, la ricezione delle conferme dell'avvenuta sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, e, infine, le attestazioni sugli ordini eseguiti nell'anno e le attestazioni rilasciate dagli intermediari da cui risulta la classificazione di cliente professionale.

---

reperimento di capitali di potenziali investitori, sia *retail* che professionali, attraverso l'aumento del capitale sociale da destinarsi alla sottoscrizione on-line sul portale del gestore e subordinato (ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale) alla sottoscrizione di almeno il 5% dell'emissione da investitori professionali<sup>54</sup>.

Alla luce della peculiarità dell'investimento è stato previsto un diritto di uscita per il sottoscrittore e, dunque, in tale ottica, è stato introdotto l'obbligo di verifica in capo al gestore sulle norme dello statuto e dell'atto costitutivo delle piccole e medie imprese tese a riconoscere di diritto di recesso e di co-vendita<sup>55</sup>. E' evidente che nel difetto di tali previsioni, e dunque nell'ipotesi di mancato riconoscimento di tali diritti, l'offerta non possa essere ammessa sul portale.

Parimenti, una volta perfezionato l'ordine di adesione all'offerta, potrà comunque essere esercitato il diritto di revoca entro sette giorni (e comunque prima della chiusura definitiva dell'offerta o della consegna degli strumenti finanziari) dalla sopravvenienza di un fatto significativo o dalla rilevazione di un errore (anche sulle informazioni pubblicate sul portale) tali da influire decisamente sulla effettiva volontà di concludere l'investimento.

Il percorso normativo primario e secondario in materia di raccolta di capitali tramite portali on-line, come corredato dai costanti interventi del Legislatore che hanno innovato la disciplina e indotto la Consob a modificare il Regolamento 18592/2013 a seguito delle consultazioni pubbliche, conferma il mai sopito interesse nei confronti del fenomeno, che oggi più che mai si pone come stimolo per lo sviluppo di nuove realtà imprenditoriali e per il settore economico, tuttora in fase stagnante a seguito della situazione emergenziale creatasi a seguito della diffusione della pandemia ancora in corso.

In tale quadro deve pertanto valutarsi il ricorso allo strumento del crowdfunding da parte governativa in sede dei predetti decreti "Covid-19". Tale sede avrebbe potuto ben rappresentare l'occasione per una definitiva affermazione del crowdfunding nelle diverse realtà e, più in generale, per indurre il Legislatore a recuperare terreno

---

<sup>54</sup> Nell'ipotesi di offerte aventi ad oggetto azioni o quote rappresentative del capitale sociale, il gestore è tenuto a verificare che una quota di almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali, da fondazioni bancarie, da incubatori di start-up innovative o, a determinate condizioni, da investitori a supporto delle piccole e medie imprese. Il gestore deve altresì assicurare che la sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito sia riservata, nei limiti di legge, anche agli investitori non professionali che hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari superiore a € 250.000, che si impegnano a investire nell'offerta un importo di almeno € 100.000, che effettuano l'investimento in relazione alla prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

<sup>55</sup> L'art. 24 del Regolamento dispone espressamente che, sempre nell'ipotesi di offerte aventi ad oggetto azioni o quote rappresentative del capitale sociale, il gestore deve verificare il riconoscimento di una serie di diritti nello statuto o nell'atto costitutivo preveda per almeno tre anni dall'offerta: (i) il diritto di recesso dalla società; (ii) il diritto di compravendita delle proprie partecipazioni; (iii) la previsione di clausole che riconoscono il diritto di cessione delle proprie partecipazioni; (iv) le modalità e le condizioni di esercizio di tali diritti nel caso in cui, a seguito dell'investimento, venga a modificarsi l'assetto di controllo della società (da intendersi in termini di voti esercitabili nell'assemblea ordinaria ovvero per esercitare un'influenza dominante in seno alla stessa).

---

nei confronti delle nuove tecnologie, disciplinando anche settori allo stato privi di una specifica regolamentazione.

Ad ogni modo, nell'ultimo periodo, almeno dal punto di vista sociale, si sono poste le basi per un diverso approccio nei confronti del crowdfunding, motivo per il quale sicuramente si assisterà nel breve periodo ad un'ulteriore crescita dei dati economici correlati al fenomeno e a un nuovo sviluppo dello stesso, che inevitabilmente aprirà ad una nuova verifica in sede legislativa.

Intanto, un ulteriore tassello è costituito dall'imminente emanazione della disciplina europea, adottata in prima lettura dal Consiglio in vista della successiva adozione da parte del Parlamento del Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese.

# L'UTILIZZO DELLE VALUTE VIRTUALI AL TEMPO DEL COVID-19

Claudia Marasco

**Abstract:** La progressiva interazione delle valute virtuali con l'economia reale rende sempre più impellente l'esigenza di individuare la loro natura giuridica. Secondo l'approccio *funzionale* assunto dalla recente giurisprudenza nazionale e sovranazionale, le valute virtuali possono costituire tanto degli strumenti di pagamento quanto degli strumenti di investimento, ascrivibili in particolare alla categoria dei prodotti finanziari atipici, di cui all'art. 1 co. 1 lett. u) TUF. E' evidente, tuttavia, che l'interesse nei confronti degli strumenti di investimento e la necessità di ricorrere ad *assets* che garantiscano *rendite sicure*, in special modo nell'attuale contesto emergenziale, costituiscono la riprova del maggior ricorso a soluzioni alternative al tradizionale canale bancario. Va da sé che la regolazione del fenomeno di cui trattasi deve aver riguardo all'esigenza di salvaguardare l'integrità dei mercati finanziari e la tutela del consumatore/investitore. Tra le soluzioni proposte, significativa è quella ipotizzata dalle autorità di settore secondo cui l'introduzione di una valuta virtuale *pubblica e centralizzata* può contribuire al successo della politica monetaria, ferma restando la funzione speculativa delle criptovalute da attuarsi all'interno del libero mercato privato.

The virtual currencies progressive interaction with the real economy makes the need to identify their legal nature ever more pressing. According to the functional approach taken by recent national and supranational jurisprudence, virtual currencies can constitute both payment instruments and investment instruments, attributable in particular to the atypical financial products category, referred to in art. 1 co. 1 letter u) TUF. It is clear, however, that interest in investment instruments and the need to resort to assets that guarantee safe rents, especially in the current emergency context, are proof of the greater use of alternative solutions to the traditional banking channel. It goes without saying, that the regulation of the phenomenon in question must take into account the need to safeguard the integrity of the financial markets and the protection of the consumer / investor. Among the proposed solutions, significant is the one hypothesized by the sector authorities according to which the introduction of a public and centralized virtual currency can contribute to the success of monetary policy, without prejudice to the speculative function of cryptocurrencies to be implemented within the free private market.

**Parole chiave:** criptovalute, natura giuridica, prodotti finanziari, regolamentazione, beni-rifugio

---

**Sommario:** 1. Premessa. 2. Il funzionamento e la discussa natura giuridica delle valute virtuali. *Cenni*. 2.1 La natura giuridica delle valute virtuali come strumento di investimento, alla luce del D.Lgs.125/2019 e dell'orientamento della giurisprudenza nazionale. 3. Il *trend* del mercato delle valute virtuali nel contesto emergenziale. Un nuovo possibile bene- rifugio? 4. L'opportunità di regolamentare il mercato digitale delle valute virtuali in ambito finanziario. 5. Conclusioni.

## 1. Premessa.

La crisi economica seguita alla diffusione epidemiologica da Covid- 19 ha colpito simmetricamente tutti gli Stati del mondo, generando una forte instabilità dei mercati. Davanti all'imprevedibilità dei risvolti che essa potrà assumere nel medio e lungo periodo, ci si chiede quali siano i settori in cui l'investitore medio possa trovare fruttuose rendite ed adeguati ritorni finanziari. Molti, infatti, potrebbero cercare di proteggere i propri portafogli da nuovi potenziali ribassi, spostandosi su *assets* difensivi, più o meno tradizionali.

Infatti, la storia ha insegnato che, nelle fasi economiche di instabilità dei mercati, l'investitore privato (proporzionalmente alla personale propensione al rischio) è ricorso ad esempio al consolidato mercato dell'oro, considerato il bene- rifugio per eccellenza. A ben vedere, però, l'unicità di uno scenario tanto complesso quanto imprevedibile, come quello attuale, si presta a capitalizzare variamente le opportunità di investimento, vagliando altresì diversi e più innovativi *assets*.

Tra gli altri, ci si riferisce al mercato digitale delle valute virtuali, che aveva già conosciuto una significativa diffusione dopo la crisi finanziaria del 2008<sup>1</sup>.

In particolare ci si chiede se, alla luce delle caratteristiche morfologiche di tale *res*, alcune di esse siano qualificabili come strumenti finanziari e se possano integrare una nuova tipologia di bene- rifugio, efficace e duratura rispetto alle peculiari conseguenze della crisi economica da Coronavirus. In caso di risposta affermativa, occorre altresì stabilire se sia più opportuno conservare l'attuale condizione di disintermediazione e di deregolamentazione oppure predisporre un sistema di controllo e disciplina corrispondenti a quelli previsti per le attività "tradizionali", tenuto conto

---

<sup>1</sup> Si tenga conto che la crisi economica mondiale del primo decennio del nuovo secolo ha favorito la diffusione dell'uso monete locali (non aventi corso legale) in varie parti del mondo. Negli Stati Uniti, tra il 2009 e il 2013, così come nella Grecia colpita dalle politiche di austerità, sono sorti numerosi sistemi di moneta complementare. In Inghilterra è nato nel 2012 il Bristol Pound, affiancandosi a monete preesistenti come la sterlina di Brixton e alle altre monete delle Transition Towns, che, nate in Irlanda e nel Regno Unito, ora hanno raggiunto circa quattrocento comunità nel mondo. In Francia ci sono almeno quindici monete locali, fra cui il Sol-Violette a Tolosa e l'Euskal nei paesi baschi francesi. E la lista non è affatto esaustiva. In argomento, cfr. AMATO-FANTACCI, "*Moneta complementare*", Milano, 2013, 5 ss.

Cfr. altresì B. CAPPIELLO, "*Cepet leges in legibus. cryptoasset and cryptocurrencies private international law and regulatory issues from the perspective of eu and its member states*", *Diritto del Commercio Internazionale*, fasc.3, 1 settembre 2019, pag. 561 ss.

---

che l'impiego delle valute virtuali in ambito finanziario non risulta ancora chiaramente regolamentato sotto il profilo oggettivo. Cionondimeno, sullo scenario internazionale, sta emergendo una progressiva e maggiore attenzione, con riferimento principale alla tutela dei consumatori/investitori.

Invero, ci si domanda quali potrebbero essere gli effetti sul mercato digitale delle valute virtuali di una più puntuale regolamentazione in materia: occorre, infatti, accertare incidentalmente se il loro successo, tra gli investitori, dipenda dalla loro scarsa intermediazione e regolamentazione. Se ciò fosse verificato, un intervento normativo potrebbe generare un rallentamento della corsa alle valute virtuali, con conseguente calo del loro *trend*.

## **2. Il meccanismo di funzionamento e la discussa natura giuridica delle valute virtuali. *Cenni***

La necessità di pervenire ad un inquadramento giuridico unitario delle valute virtuali costituisce, oggi, una questione sensibilmente avvertita in alcuni settori del diritto, in ragione del loro incremento nel mercato finanziario e degli scambi. La questione assume rilevanza ancora più pregnante, se si considera che solo qualora a detti strumenti sia riconducibile la veste di strumento di finanziamento, è immaginabile considerarli beni- rifugio.

Infatti, le valute virtuali si sono affacciate allo scenario economico europeo come un fenomeno a- legale<sup>2</sup>, basato su una generale *vérité de bon sens*, ormai comunemente nota: non tutto ciò che acquistiamo è pagato con denaro avente corso legale<sup>3</sup>. Ci si riferisce alla circostanza per cui, alla diffusione del fenomeno tra i fruitori della rete *Internet*, non ne è seguita una tempestiva disciplina normativa<sup>4</sup> e ne risulta ancora oggi controversa la natura giuridica<sup>5</sup>. Le Autorità di Vigilanza si erano, infatti, pre-

---

<sup>2</sup> Nell'*Opinion* del luglio 2014, indirizzata ai Legislatori comunitari ed alle autorità di vigilanza dei 28 stati membri – l'EBA analizzava la possibilità e l'opportunità di regolamentare il fenomeno, a fronte dell'assenza di una banca centrale emittente e di una autorità regolamentare, che si rendessero garanti dell'emissione e dello scambio di tali strumenti. In dottrina, in tal senso, E. GIRINO, "*Criptovalute, un problema di legalità funzionale*", Riv. Dir. Banc., ott-dic. 2018.

<sup>3</sup> Cit. E. GIRINO, "*Criptovalute, un problema di legalità funzionale*", Riv. Dir. Banc., ott-dic. 2018, cit. pag. 736.

<sup>4</sup> Prendendo atto della progressiva espansione del fenomeno e, in particolare, delle possibili conseguenze che sarebbero potute scaturire da un utilizzo incontrollato delle monete virtuali, l'Autorità Bancaria Europea, sin dal 2011, ha svolto uno studio approfondito sul tema, culminato nella pubblicazione di un primo *report*, con un taglio investigativo-scientifico. Esso definiva la valuta virtuale solo secondo il profilo del suo funzionamento come una moneta digitale non regolamentata, priva di una controparte fisica capace di attribuirle un "corso legale", emessa e solitamente controllata dai suoi stessi sviluppatori ed, infine, usata ed accettata dai membri di una determinata comunità virtuale. Cfr. EBA Report, "*Virtual Currency Scheme*", pubblicato ad ottobre 2012, disponibile su <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>).

<sup>5</sup> Per un'attenta ricostruzione della natura giuridica delle valute virtuali, cfr. ex multis:



---

occupate solo di evidenziare i rischi economici connessi ad un fenomeno tanto imprevedibile quanto sconosciuto, senza fornirne una compiuta qualificazione<sup>6</sup>.

La versatilità del loro funzionamento ed il citato dilagare del loro impiego, invece, hanno imposto al giurista di indagare la natura giuridica che le muove.

Si tenga preliminarmente conto che, sotto il profilo squisitamente operativo, le valute virtuali non presentano particolari difficoltà definitorie<sup>7</sup>: esse sono rappresentate da un documento digitale che esprime un segno convenzionale, associato ad un individuo determinato attraverso codici informatici; la tecnologia applicata rende tale segno irriproducibile ed esclusiva l'attribuzione al titolare<sup>8</sup>. In altre parole, la tecnologia sopperisce all'assenza di un supporto documentale fisico e mobile, re-

---

<sup>6</sup> Cfr. EBA, "Avvertenza per i consumatori sulle monete virtuali" del 12 dicembre 2013 (disponibile su [http://www.eba.europa.eu/documents/10180/598420/EBA\\_2013\\_01030000\\_IT\\_TRA...](http://www.eba.europa.eu/documents/10180/598420/EBA_2013_01030000_IT_TRA...); ma anche BCE, "Virtual currency schemes - a further analysis", pubblicato a febbraio, 2015. Vedi anche il precedente documento pubblicato sempre dalla medesima Autorità, BCE, "Virtual Currency Schemes", pubblicato ad ottobre 2012, che già evidenziava i rischi sistemici per il mercato monetario e finanziario. Per una più approfondita analisi in ordine alle avvertenze emesse dalle autorità bancarie e di vigilanza, tra il 2012 ed il 2015, cfr. anche L. PELLEGRINO, "Le valute virtuali nella prospettiva delle autorità di vigilanza comunitarie e nazionali", pubblicato il 28/05/2015 su <http://www.diritto bancario.it>

<sup>7</sup> Invero, il funzionamento era già chiaro nel citato Report dell'EBA, pubblicato ad ottobre 2012, già richiamato.

<sup>8</sup> Era stato precisato nel Report EBA del 2012, che a seconda dell'interazione con la moneta legale e con l'economia reale, le valute virtuali poteva assumere tre diversi schemi di funzionamento: valute a schema chiuso, di solito utilizzate in giochi on-line; valute a schema unidirezionale, in cui vengono acquistate mediante moneta reale e possono essere utilizzate per acquistare beni e meri virtuali ed eccezionalmente di natura reale; valute a schema bidirezionale, che possono essere vendute ed acquistate contro valute reali. Il successivo documento pubblicato da Banca d'Italia, "Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari", dicembre 2017, pag. 30-31), nella stessa direzione ha parlato dello schema di funzionamento delle valute virtuali distinguendo: a) valuta convertibile o aperta: può essere scambiata con moneta avente corso legale, con un tasso di cambio generalmente stabilito tramite una quotazione che avviene in tempo reale su piattaforme dedicate; b) valuta non convertibile o chiusa: concepita per l'utilizzo in uno specifico ambito o dominio virtuale, non può essere convertita in moneta legale.

Per un approfondimento in ordine alle caratteristiche operative delle valute virtuali, cfr. R. BOCCHINI, cit.; G. Corasanti, *Il trattamento tributario dei bitcoin tra obblighi antiriciclaggio e monitoraggio fiscale*, disponibile su [https://www.fondazione-odcec-na.it/wp-content/uploads/2019/05/05\\_RSFEF-2018-36-trattamento-tributario-bit-coin-3.pdf](https://www.fondazione-odcec-na.it/wp-content/uploads/2019/05/05_RSFEF-2018-36-trattamento-tributario-bit-coin-3.pdf), nt. 7, il quale afferma: "[...] le criptovalute possono essere create da un emittente privato (è il caso delle cc.dd. "valute centralizzate") o, alternativamente, da utenti che utilizzano software altamente sofisticati (si tratta, in tal caso, delle cc.dd. "valute decentralizzate"). La valuta virtuale non è materialmente detenuta dall'utente, il quale la movimentata attraverso un conto personalizzato (c.d. portafoglio elettronico o wallet, generalmente un software sviluppato e fornito dai c.d. wallet providers), accessibile grazie al possesso di apposite credenziali. L'acquisto di criptovaluta può avvenire mediante moneta tradizionale su una piattaforma di scambio ovvero essa può essere ricevuta online da parte di soggetti che la possiedono. Una volta acquistata, la valuta confluisce poi sul portafoglio elettronico dell'utente, tramite il quale è possibile effettuare acquisti presso esercizi commerciali o persone fisiche che accettano il pagamento mediante valute virtuali ovvero effettuare rimesse in favore di altri soggetti titolari di wallet di valute virtuali, nonché, quando ciò sia possibile, riconvertirle in moneta legale. Difatti, non sempre le valute virtuali possono essere riconvertite in moneta tradizionale. A titolo esemplificativo, le c.d. valute virtuali a convertibilità limitata possono essere acquistate con moneta tradizionale, ma non possono in seguito essere riconvertite in tale moneta. Al contrario, le c.d. valute virtuali pienamente convertibili possono essere acquistate e rivendute in cambio di moneta tradizionale".

---

plicando – nell’ambiente digitale – l’unicità della documentazione e una forma di apprensione esclusiva.

Sfruttando un contesto, in origine completamente svincolato dal preventivo controllo delle autorità garanti o delle cd. *third parties*, quindi, il sistema di produzione delle criptovalute è stato concepito sulla costituzione di blocchi progressivi e sulla capacità di calcolo di un particolare algoritmo autogestito.

Sotto il profilo circolatorio, invece, le valute virtuali sono scambiate su piattaforme DLT *peer to peer* – quindi verosimilmente basate su *blockchain* – e le operazioni ivi compiute vengono validate dall’intera comunità di fiduciari/fiduciari, creando un sistema che può essere considerato economicamente – ma non per forza giuridicamente – rischioso<sup>9</sup>. Infatti, gli utenti scelgono di aderire ad un *network* che usi tale strumento<sup>10</sup>, all’interno di un sistema di scambi che potrebbe definirsi “anarchico”, ma non per questo illecito<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Sui rischi economici, cfr., tra l’altro, il Report pubblicato dall’EBA ad ottobre 2012, cit., che identificava i rischi per la stabilità dei prezzi, del sistema finanziario (come sistema integrato di intermediari, mercati ed infrastrutture di mercato) e del sistema dei pagamenti e considerava, poi, il rischio reputazionale per le autorità di vigilanza e le banche centrali, in quanto garanti della stabilità dei mercati, che venivano sottoposte a potenziale discredito ove il sistema centralizzato fosse stato pregiudicato da una mancanza o da un’insufficienza della regolamentazione del fenomeno. Sulla stessa scia, Banca d’Italia in “*Avvertenze sull’utilizzo delle cosiddette “valute virtuali”*”, 30 gennaio 2015, nonché l’Unità di informazione finanziaria per l’Italia, *Utilizzo anomalo di valute virtuali*. In termini analoghi si è espressa la *Financial Action Task Force (“FATF”), FATF REPORT – Virtual Currencies. Key Definitions and Potential AML/CFT Risks*, Giugno 2014, pag. 4.

Si veda altresì, sul tema, *EBA – Virtual currency schemes – a further analysis*, Febbraio 2015. cfr. EBA “*Opinion on ‘virtual currencies’*” del 4 luglio 2014 disponibile su <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-08+Opinion+on+Virtual+Currencies.pdf>; FATF “*Report, Virtual Currencies*”, pubblicato nel Giugno 2014, disponibile su <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Virtual-currency-key-definitions-and-potential-aml-cft-risks.pdf>; ECB – “*Virtual Currency Schemes*” dell’ottobre 2012 disponibile su <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/virtualcurrencyschemes201210en.pdf>.

Non ultimo, se non per la data di pubblicazione, si segnala il documento pubblicato dal GAFI nel giugno 2019 dal titolo “*Guidance for a Risk-based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers*”.

In dottrina, invece, cfr. R. BOCCHINI, “*Lo sviluppo della moneta virtuale: primi tentativi di inquadramento e disciplina tra prospettive economiche e giuridiche*”, secondo il quale non possono sottacersi i rischi legati al pericolo di una bolla speculativa; al possibile uso illecito ed elusivo della normativa fiscale; ai problemi di stabilità del mercato in relazione alla eccessiva volatilità che caratterizza il rapporto di cambio di alcune valute virtuali contro le monete tradizionali; all’assenza di reale tutela legislativa per il contraente.

<sup>10</sup> Sul punto è interessante richiamare il funzionamento di network descritto da M. CIAN, in “*La criptovaluta - alle radici dell’idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*”, in Banca Borsa Titoli di Credito, fasc.3, 1 giugno 2019, pag. 315, il quale afferma: “*Le criptovalute conosciute come tali svolgono invece appieno la funzione di bene intermediario. Poiché allo stato esse sono soggette a repentine e assai consistenti fluttuazioni e manifestano una intrinseca precarietà, è bene ricordare che il riscontro di tale funzione deve essere compiuto non già ex post, ma in base all’apprezzamento che delle stesse si ha nella comunità interessata, al tempo in cui la presenza o meno della funzione monetaria rileva; in ogni tempo t è dunque l’aspettativa attuale della comunità (l’esistenza di un corso fiduciario) a determinare la considerazione di un dato bene come strumento di scambio in proiezione futura (dunque come veicolo di un potere d’acquisto), non la circostanza che successivamente il bene sia venuto a perdere tale considerazione*”.

<sup>11</sup> Dal canto suo, infatti, nell’ordinamento interno, l’art. 453 c.p. punisce esclusivamente la contraffazione

---

Esso rivoluziona, perciò, anche il tradizionale canone della fiducia contrattuale: mentre la comunità dei consociati istituzionalmente si affida all'autorità centrale emittente affinché garantisca la certezza dei pagamenti, i fruitori della piattaforma DLT si affidano a modalità tecniche di emissione e trasferimento "acefale" ma predefinite<sup>12</sup>. A ben vedere, allora, riconoscere nelle criptovalute il mero esito del crescente processo di dematerializzazione della moneta sembrerebbe riduttivo e fuorviante, tenuto conto che esso attiene ad una diversa modalità di circolazione della sola moneta legale<sup>13</sup>.

Sotto il profilo giuridico, infatti, ci si è innanzitutto domandati se le criptovalute svolgessero funzione corrispondente alla moneta legale<sup>14</sup>. Tuttavia, l'analisi strutturale di tale strumento, corroborata dal suo aspetto multifunzionale, ha spinto le Autorità di Vigilanza ad affermare che identificare il fenomeno con il termine "moneta" (i.e. *currency*) sia ambiguo<sup>15</sup>. Esso, infatti, non sembra soddisfare congiuntamente le

---

o l'alterazione - e il relativo spaccio o spendita - di monete o banconote aventi corso legale nello Stato italiano o in altro Stato, riguardando in modo del tutto inequivoco, soltanto la moneta avente corso legale. Ugualmente si deduce dalla lettura della corrispondente disciplina europea ove, l'art. 128 del TFUE (nella versione consolidata del 2012) e l'art. 16 dello Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) stabiliscono, tra l'altro, il diritto esclusivo della BCE di autorizzare l'emissione di banconote nazionali all'interno dell'Unione e che le banconote emesse dalla BCE e dalle banche centrali nazionali costituiscono le uniche aventi corso legale nell'Unione. Per cui, dalle normative europee di riferimento non appare in alcun modo possibile ricavare divieti di sorta del conio di una moneta che non abbia corso legale in alcuno Stato. Tali disposizioni proteggono, infatti, la fede pubblica nelle monete tradizionali ma non escludono la possibilità di coniare una moneta non avente corso legale.

<sup>12</sup> Cit. E. GIRINO, cit., pag. 743.

<sup>13</sup> Per una disamina delle differenze tra valuta elettronica e valuta virtuale, cfr. altresì G. L. GRECO, "Valute virtuali e valute complementari, tra sviluppo tecnologico e incertezze regolamentari", Riv. Dir. Banc. Gen-mar 2019, pag. 61 ss.

Alla luce delle precisazioni contenute nella Direttiva 2009/110/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, "concernente l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica (...)", la c.d. "e-money" identifica un "valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia emesso dietro ricevimento di fondi per effettuare operazioni di pagamento ai sensi dell'articolo 4, punto 5), della direttiva 2007/64/CE e che sia accettato da persone fisiche o giuridiche diverse dall'emittente di moneta elettronica".

Nel caso della "moneta elettronica", pertanto, si tratta di "strumenti di pagamento che incorporano nel proprio supporto fisico il loro valore monetario". Sul punto, cfr. altresì G. Corasanti cit., pag. 47.

<sup>14</sup> Per un'analisi del rapporto tra moneta legale e valuta virtuale, cfr. M. Cian "La criptovaluta - alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari", Riv. Banca Borsa Titoli di credito, fasc. 3/2019, pag. 315 ss., ma anche G. L. GRECO, cit.

<sup>15</sup> Cfr. Banca d'Italia "Avvertenza sull'utilizzo delle cosiddette valute virtuali", pubblicato il 30 gennaio 2015, disponibile su [https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali/AVVERTENZA\\_VALUTE\\_VIRTUALI.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/avvertenza-valute-virtuali/AVVERTENZA_VALUTE_VIRTUALI.pdf). In dottrina, per la stessa conclusione, cfr. M. CIAN, cit.,

Cfr., altresì, N. de Luca e M. Passaretta, "Le valute virtuali: tra nuovi strumenti di pagamento e forme alternative d'investimento", su Diritto dei Mercati Finanziari, 5/2020, pag. 571 ss.

Potrebbe giungersi ad una diversa soluzione qualora la valuta virtuale fosse considerata anche sostanzialmente alla stregua di monete estere, accomunate dalla mera circostanza per cui si tratta di monete non aventi corso legale nello Stato, ai sensi e per gli effetti dell'art. 1278 c.c. In tal senso, potrebbe al più rilevare l'esistenza di un mercato che quoti un cambio delle criptovalute. Cfr. P.

---

funzioni della moneta tradizionale: in particolare, non costituirebbe un affidabile numeratore (unità di conto), data l'instabilità di valore che ne condiziona anche il potere d'acquisto<sup>16</sup>. In tal senso, è più corretto considerarlo una *“rappresentazione digitale di valore”*<sup>17</sup>, non emesso da una Banca centrale o da una Autorità pubblica, né necessariamente collegato ad una valuta avente corso legale ma che può, alternativamente, essere usato come mezzo di scambio o per finalità di investimento. Tali attività, in ogni caso, richiedono che la valuta virtuale sia trasferita, archiviata o negoziata elettronicamente, cioè mediante cd. *e-wallet*<sup>18</sup>.

La *European Banking Authority* ha allora proposto di suddividere le valute virtuali secondo un approccio economico– funzionale<sup>19</sup>, in ragione del quale ha distinto: valori digitali con funzione di pagamento; valori digitali di legittimazione, che consentono di accedere ad una piattaforma e di usare un servizio digitale; valori digitali con funzione di investimento.

Cionondimeno, le molteplici operazioni realizzate mediante valute virtuali sembrano, di volta in volta, scomponibili in più semplici relazioni giuridiche ed economiche sottostanti, riconducibili a categorie classiche, come: finanziamento, conferimento, risparmio, pagamento, in ragione delle proprietà che esse possono privilegiare, in base al contesto<sup>20</sup>.

Pertanto, sebbene le caratteristiche operative del fenomeno in esame e dei modelli

---

CARRIERE, cit. pag. 13, nt. 28.

<sup>16</sup> Sull'instabilità di valore, v. M. Amato - L. Fantacci, “Per un pugno di bitcoin” (II ed.), Milano, 2018, pag. 93, secondo cui il valore di cambio valuta virtuale/moneta legale incentiva l'attività d'investimento a discapito della funzione di strumento di pagamento. Per questo motivo la criptovaluta risulta, al momento, una pessima riserva di valore.

<sup>17</sup> Cfr. art. 1 lett. d) V Direttiva Antiriciclaggio.

<sup>18</sup> Cfr. EBA, “*Opinion on “virtual currency”*”, pubblicato 4 luglio 2014, pag. 11: “*VCs are defined as a digital representation of value that is neither issued by a central bank or public authority nor necessarily attached to a FC, but is used by natural or legal persons as a means of exchange and can be transferred, stored or traded electronically*”. Allo stesso modo si sono espresse la Banca d'Italia in “*Avvertenze sull'utilizzo delle cosiddette “valute virtuali”*”, cit., nonché l'Unità di informazione finanziaria per l'Italia in “*Utilizzo anomalo di valute virtuali*”. In termini analoghi, la *Financial Action Task Force (“FATF”)*, in “*FATF REPORT – Virtual Currencies. Key Definitions and Potential AML/CFT Risks*”, pubblicato a giugno 2014, pag. 4, definendo il concetto di “valuta virtuale” come: “*a digital representation of value that can be digitally traded and functions as a medium of exchange; and/or a unit of account; and/or a store of value, but does not have legal tender status (i.e., when tendered to a creditor, is a valid and legal offer of payment) in any jurisdiction. It is not issued nor guaranteed by any jurisdiction, and fulfils the above functions only by agreement within the community of users of the virtual currency*”. In precedenza, anche la Banca Centrale Europea, in “*Virtual currency schemes*”, cit., pag. 5, ha definito la “valuta virtuale” nei termini seguenti: “*A type of unregulated, digital money, which is issued and usually controlled by its developers, and used and accepted among the members of a specific virtual community*”. Si veda altresì, sul tema, EBA – Virtual currency schemes – a further analysis, Febbraio 2015.

In dottrina, si veda G. Corasanti, “*Il trattamento tributario dei bitcoin tra obblighi antiriciclaggio e monitoraggio fiscale*”, cit.

<sup>19</sup> Cfr. EBA, “*Report with advice for the European Commission*”, pubblicato il 9 gennaio 2019, pag. 7, disponibile su <https://eba.europa.eu/eba-reports-on-crypto-assets>

<sup>20</sup> Cfr. P. Carriere, cit.; N. de Luca, M. Passaretta, cit.; G. Gitti, Banca Borsa Titoli di credito, fasc. 1, 1 febbraio 2020, pag. 13 ss.

---

circolatori di cui sono espressione, richiedano uno sforzo maggiore all'interprete sotto il profilo della comprensione tecnocratica, questi è chiamato ad inquadrarne la disciplina all'interno delle categorie giuridiche a lui già note.

## **2.1 La natura giuridica delle valute virtuali come strumento di investimento, alla luce del D.Lgs. 125/2019 e dell'orientamento della giurisprudenza nazionale.**

Inquadrare giuridicamente le valute virtuali è un'operazione strumentale all'indagine in corso, tenuto conto che solo qualora esse potessero perseguire lo scopo di investimento, si potrebbe valutare di considerarle bene- rifugio.

Invero, la norma di recepimento nazionale della V Direttiva Antiriciclaggio, costituita dal D.Lgs. 125/2019, ha espressamente previsto che le valute virtuali possano perseguire scopo di investimento, in ragione delle loro versatili caratteristiche operative<sup>21</sup>. L'ipotesi classificatoria si spiega alla luce della valorizzazione della componente di "riserva di valore", che può essere realizzata in alcune operazioni economiche. Ci si riferisce, in particolare, a quelle operazioni a termine eseguite sul mercato secondario con finalità speculativa, consistente nella conversione della criptovaluta in moneta legale e viceversa, in base ad un rapporto di cambio praticato su piattaforme di scambio *online*<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Sulla potenziale riconducibilità delle criptovalute ai servizi finanziari, a livello europeo cfr. Considerando 10 della Dir. 2018/843/UE; a livello nazionale CONSOB, "*Le criptovalute: che cosa sono e quali rischi si corrono*"; "*Rischi per i consumatori: valute virtuali e criptovalute*". In dottrina: P. IEMMA – N. CUPPINI, "*La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze*", su <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/fintech/la-qualificazione-giuridica-delle-criptovalute-affermazioni-sicure-e-caute-diffidenze>, 8 marzo 2018; F. DI VIZIO, "*Gli obblighi antiriciclaggio per operatori di valute virtuali*", Relazione al Seminario "*Monitoraggio del flussi finanziari e delle attività commerciali al fine di garantire la sicurezza europea*", *Conference on Security and Money Flows in the European Union*, organizzato dall'Unità di informazione Finanziaria per l'Italia, dalla Fondazione Bruno Kessler, BeSEC *Boosting European Security Law and Policy, Co-funded by the Erasmus Programme of the European Union*, e, Centro Convegni Carlo Azeglio Ciampi Banca d'Italia via Nazionale n. 190, Roma, 24–25 ottobre 2019 pag. 6, cit.; anche F. Di Vizio, *Le cinte daziarie del diritto penale alla prova delle valute virtuali degli internauti. Lo statuto delle valute virtuali: le discipline e i controlli*, in F. Fimmanò G. Falcone (a cura di), *FinTech*, Napoli, 2019, pag. 292 ss.

<sup>22</sup> In tal senso, cfr. N. de Luca, M. Passaretta, "*Le valute virtuali: tra nuovi strumenti di pagamento e forme alternative d'investimento*", nota a sent., su *Le Società*, 5/2020, pag. 577. A parere della CONSOB "*per configurare un investimento di natura finanziaria, non è sufficiente che vi sia accrescimento delle disponibilità patrimoniali dell'acquirente (cosa che potrebbe realizzarsi attraverso talune modalità di godimento del bene come ad esempio con la rivendita del diamante) ma è necessario che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa*". (Comunicazione CONSOB n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013. In tal senso cfr. anche le Comunicazioni CONSOB nn. DAL/97006082 del 10 luglio 1997; DIS/98082979 del 22 ottobre 1998; DIS/99006197 del 28 gennaio 1999; DIS/36167 del 12 maggio 2000; DIN/82717 7 novembre 2000; DEM/1043775 del 1 giugno 2001; DTC/13038246 del 6 maggio 2013). In tal senso, in dottrina, cfr. altresì: A. CAPONERA, C. GOLLA, cit.; F. DI VIZIO, cit., pag. 15. Ciò che rileva, quindi, è l'effettiva e predeterminata promessa, all'atto dell'instaurazione del rapporto



---

La fondatezza di detto inquadramento richiede di considerare talune possibili interrelazioni con il diritto dei mercati finanziari e, innanzitutto, di valutare la compatibilità delle valute virtuali con il disposto normativo contenuto nell'art. 1 co. 2 T.U.F., che disciplina gli strumenti finanziari. In particolare, tale disposizione definisce questi ultimi come “*qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'Allegato I*” e precisa che non possono considerarsi tali gli strumenti di pagamento<sup>23</sup>. La formulazione della norma, tuttavia, consente di ricavare tanto un “limite inferiore” – in quanto esclude espressamente dalla categoria in esame gli strumenti di pagamento – quanto un “limite superiore”, rappresentato dalla più ampia nozione di “prodotto finanziario”, di cui all'art. 1 co. 1 lett. u) T.U.F. che, tra l'altro, identifica il confine della disciplina sull'appello al pubblico risparmio<sup>24</sup>.

Ebbene, non sembra che le valute virtuali in esame siano sussumibili entro la categoria degli strumenti finanziari, tenuto conto che esse non ne rispettano integralmente i requisiti. Ci si riferisce all'assenza di collegamento con un'autorità governativa, nonché alla mancata attribuzione di diritti partecipativi in iniziative economiche o in strumenti del mercato monetario tradizionale.

Pertanto, nel nostro ordinamento, sembra più opportuno ricondurre le valute virtuali a scopo di investimento entro la categoria di “prodotto finanziario”. A favore di tale tesi milita la circostanza secondo cui l'ampia nozione di “prodotto finanziario” sia astrattamente in grado di abbracciare ogni strumento idoneo alla raccolta di risparmio, comunque denominato o rappresentato, purché connotato da: impiego di capitale (inteso *ex art.* 1 co. 1 lett. u T.U.F.), assunzione di un rischio collegato a tale impiego e aspettativa di un rendimento di natura finanziaria<sup>25</sup>.

Infatti, la norma individua i prodotti finanziari come *genus* cui appartengono tanto gli “*strumenti finanziari*” quanto “*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*”; così delineando una categoria composita, contenente sia un elenco di

---

contrattuale, di un rendimento collegato al bene. Cfr. G.L. GRECO, cit.; P. CARRIERE, cit.

<sup>23</sup> In particolare, tale categoria disegna un elenco in cui rientrano i valori mobiliari *che possono* essere negoziati nel mercato dei capitali, gli strumenti *negoziati* nel mercato monetario, le quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio e i contratti (strumenti finanziari) derivati, sostanzialmente traslando le definizioni MiFID II.

<sup>24</sup> Cfr. N. de Luca, M. Passaretta, cit., pag. 577.

<sup>25</sup> La definizione di prodotto finanziario costituisce una specificità dell'ordinamento nazionale, che non rispecchia la suddivisione proposta in ambito europeo. Sul punto, cfr. M. Cian, “*La nozione di strumento finanziario*”, in *Studium Iuris*, 2018, pag. 1451.

Con il procedere dell'innovazione finanziaria, la Consob (v. Comunicazione n. DTC/13038246 del 6 maggio 2013) ha enucleato i seguenti ulteriori criteri per individuare un'operazione di natura finanziaria: a) prevalenza del connotato finanziario rispetto a quello di godere e disporre del bene acquisito con l'operazione; b) “effettiva e predeterminata promessa, all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, di un rendimento collegato alla res” tale da far ritenere che “l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (e il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa”, diverso dal mero apprezzamento del bene nel tempo, accedendo quindi alla causa stessa del contratto sottostante



---

strumenti a numero chiuso<sup>26</sup>, che uno cd. “a fattispecie aperta”<sup>27</sup> destinato ad essere riempito attraverso un’opera di interpretazione e di analisi del caso concreto<sup>28</sup>.

In tale contesto, la sostanziale atipicità della sottocategoria menzionata nella seconda parte della disposizione sembra essere “*la risposta del legislatore alla creatività del mercato ed alla molteplicità di prodotti offerti al pubblico dai suoi attori, ma anche all’esigenza di tutela degli investitori, consentendo di ricondurre nell’ambito della disciplina di protezione dettata dal testo unico anche forme innominate di prodotti finanziari*”<sup>29</sup>.

In tale contesto, come sottolineato dalla giurisprudenza specialistica: “[...] il contratto di investimento costituisce uno schema atipico, che comprende ogni forma di investimento finanziario, ai sensi dell’art. 1, co. 1, lett. u), del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, riflettendo la natura aperta ed atecnica della definizione di <<prodotto finanziario>>, [...]”<sup>30</sup>. Se ne deduce che è la funzione perseguita con il contratto a qualificare l’operazione e non lo schema negoziale adottato.

Pertanto, l’intrinseco carattere finanziario dell’investimento che, sul piano funzionale, definisce il “prodotto finanziario”, potrebbe integrare l’elemento determinante della riconducibilità della criptovaluta a tale categoria, *sub specie* atipica dei prodotti finanziari, in adesione alla teoria della causa in concreto dell’operazione economica complessivamente realizzata<sup>31</sup>.

---

<sup>26</sup> Tale essendo la definizione di “servizi e attività di investimento” elaborata sulla scorta della Direttiva 93/22/CE, trasfusa nell’art. 1 co. 5 T.U.F. Tali attività e servizi, però, risulteranno sottoposti alla disciplina dei “servizi di investimento” solo nel caso in cui, sotto un profilo oggettivo, ai sensi dell’art. 1 co. 5 TUF, abbiano ad oggetto gli strumenti finanziari di cui all’art. 1 co. 2 TUF, che rinvia all’Allegato sez. C.

<sup>27</sup> Secondo la consolidata elaborazione giurisprudenziale e dottrinale specialistica, tale elenco contiene tutte quelle forme di impiego di capitale che determinino un’aspettativa di rendimento, non influenzabile dall’investitore e che comportino un rischio di natura finanziaria. Cfr. *ex multis*, CONSOB delibere nn. 14347/2003, 14422/2004, 19866/2017 20346/2018, 20536/2018, 20693/2018, 20814/2019

<sup>28</sup> In tal senso, cfr. P. IEMMA – N. CUPPINI “*La qualificazione giuridica delle criptovalute: affermazioni sicure e caute diffidenze*”, disponibile su <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/fintech/la-qualificazione-giuridica-delle-criptovalute-affermazioni-sicure-e-caute-diffidenze>, 8 marzo 2018.

<sup>29</sup> Cit. DI VIZIO, cit. pag. 16, che richiama Cass. civ. sez. II, n. 5911/2018. In tal senso altresì G. L. GRECO, cit. pag. 81

<sup>30</sup> Cit. Cass. civ. sez. II, n. 5911/2018.

<sup>31</sup> Pertanto, decisivo alla qualificazione della natura finanziaria dell’operazione avente ad oggetto una criptovaluta su piattaforme digitali potrebbe essere l’intento pratico perseguito dalla parte, oltre che l’appartenenza ad una determinata macrocategoria. In tal senso, sembra porsi anche la CONSOB, che conferma la valorizzazione dell’intento concreto della negoziazione, fornendo altresì spunti importanti per il controllo sull’attività perseguita dalle singole piattaforme. Cfr. il Rapporto pubblicato da CONSOB, il 2 gennaio 2020: “Le offerte iniziali e gli scambi di criptoattività” – Rapporto finale -, pag. 5 ss., disponibile su [http://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs\\_rapp\\_fin\\_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1](http://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1)

Parte della dottrina ha ritenuto che ciò che distingue i prodotti dagli strumenti è la caratteristica della *potenziale negoziabilità nel mercato dei capitali*, condizione necessaria per i secondi ma non per i primi. In altre parole, quelle medesime manifestazioni negoziali tipiche o atipiche a contenuto “ontologicamente” finanziario saranno “solo prodotti e non strumenti” allorché, al momento della loro emissione non siano, in base ad una valutazione prospettica *ex ante*, potenzialmente negoziabili

---

L'obiettivo è quello di evitare in tal modo problemi interpretativi in ordine alla riconducibilità nell'elenco di nuove tipologie di strumenti non espressamente menzionate dalla norma di settore.

La tesi secondo cui le valute virtuali denoterebbero un particolare strumento di investimento sembra essere sostenuta anche dalla giurisprudenza italiana ed europea. In tal senso, è interessante menzionare la più recente pronuncia di merito emessa in Italia dal TAR<sup>32</sup>, alla quale può riconoscersi il merito di aver indirettamente offerto una definizione di valuta virtuale, che si potrebbe definire “funzionale”. Un tale inquadramento, infatti, ben si presta ad avvalorare il possibile impiego della valuta virtuale anche come bene- rifugio, proprio in considerazione della “caratteristica duttile” che i giudici le attribuiscono<sup>33</sup>.

In particolare, la decisione si riferisce all'ipotesi in cui tali strumenti costituiscano “occasioni di investimento”<sup>34</sup> e le considerazioni rappresentate dai giudici possono essere sostenute solo allorquando la negoziazione finanziaria abbia ad oggetto una valuta virtuale che goda di una propria dimensione negoziale sul mercato, altrimenti l'operazione si ridurrebbe all'adesione irrilevante ad un *network* privo di interazioni con l'ordinamento finanziario.

Pertanto, essa si pone in linea con la ricostruzione complessiva del quadro normativo più recentemente emesso a livello europeo e nazionale e costituisce il primo precedente sul punto. In assenza di una regolamentazione univoca sotto il profilo oggettivo, la decisione concorre a sostenere che le valute virtuali abbiano un assetto funzionale allo scopo perseguito e che la qualificazione a fini tributari di un negozio non incida sulla qualificazione dello stesso per altri fini disciplinari. Infatti, la sentenza si colloca nel contesto del monitoraggio fiscale di cui D.L. 167/1990 e della

---

sui mercati dei capitali e quindi sottoposti alla disciplina dei servizi di investimento. In tal senso, G. Gitti, “Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari” su Banca Borsa Titoli di Credito, fasc.1, 1 FEBBRAIO 2020, pag. 13 ss.  
Cfr. P. CARRIERE, cit., pag. 40.

<sup>32</sup> Ci si riferisce alla sentenza emessa dal TAR Lazio II sezione ter al n. 01077 depositata il 27 gennaio 2020, il cui testo integrale è disponibile su <http://www.giustizia-amministrativa.it>

<sup>33</sup> In tal senso, AMF, nel Summary of replies to the public consultation on Initial Coin Offerings (ICOs) and update on the UNICORN Programme, definisce gli utility token come rappresentazioni digitali del diritto di utilizzare la tecnologia e/o i servizi distribuiti dal promotore ICO («give the holder the right to use the technology and/or services distributed by the ICO promoter», distinguendoli dai «tokens offering political or financial rights», vale a dire quelli che trasferiscono ai titolari un diritto di voto o avente natura finanziaria. Nello stesso senso, anche il Regolatore svizzero ha riconosciuto che ciascun token può concretamente presentare, rispetto alla propria funzione economica, elementi atipici rispetto alle caratteristiche della propria categoria di appartenenza, integrando la categoria di token ibridi.

<sup>34</sup> Nel caso di specie, quindi, porre la questione di in termini di ricostruzione della natura giuridica delle criptovalute in senso monetario, appare riduttivo e fuorviante; la sentenza in commento infatti non illustra le argomentazioni a sostegno di tale impostazione. Ad ogni modo, l'operazione ricostruttiva del fenomeno in termini monetari andrebbe condotta, caso per caso, alla luce dei due sistemi normativi europei di riferimento: la Direttiva 2009/110/EC e la Direttiva 2015/2366/UE. Per un inquadramento del contesto normativo menzionato, cfr. A. ANTONUCCI, “ *Mercati dei pagamenti: le dimensioni del digitale*”, Riv. Dir. Banc., marzo 2018. Per un'attenta ricostruzione delle criptovalute nel sistema monetario cfr. M. CIAN, cit.; CORASANTI, cit.

---

manovra antiriciclaggio perseguita a livello europeo, che è inciso dagli interventi legislativi che (in corso di causa) hanno modificato, da ultimo, il testo dell'art. 1 D.lgs. 231/07. Ci si riferisce, in particolare, al menzionato D.lgs. 125/2019 del 4 ottobre, attuativo della Direttiva UE/2018/843, il quale ha espressamente introdotto una definizione di valuta virtuale (lett. qq)<sup>35</sup>, di mezzi di pagamento (lett. s) e di prestatori di servizio relativi all'utilizzo di valuta virtuale (lett. ff)<sup>36</sup>.

Invero, la sentenza comprova la difficoltà di pervenire ad una disciplina uniforme delle valute virtuali sotto il profilo oggettivo e sottolinea come le autorità di settore siano più inclini a regolamentare il comportamento dei soggetti che professionalmente svolgono attività di intermediazione e offrono servizi in detto campo.

Quindi, le conclusioni raggiunte dal TAR, nella sentenza in esame, andrebbero osservate limitatamente all'inquadramento giuridico della specifica valuta virtuale oggetto di operazioni finanziarie e di giudizio: i *bitcoin*. Queste ultime sembrano valere solo per il caso in cui esso rappresenti digitalmente uno strumento speculativo tenuto conto che, soprattutto nel delicato ambito del *FinTech*, lo strumento definitorio sembra essere adoperato con timida circospezione dal Legislatore che, finora, ha adottato un approccio estremamente variegato, "*oscillando tra ansia di contenere i pericoli e volontà di non pregiudicare le potenzialità del nuovo sistema*"<sup>37</sup>.

Il quadro così ricostruito appare in linea anche con i precedenti rilievi sollevati sia

---

<sup>35</sup> La definizione, introdotta dall'ultimo decreto di recepimento della V Direttiva, ha espressamente aggiunto anche "la finalità di investimento" come possibile uso delle stesse, conseguentemente ampliando il novero dei prestatori di servizio relativi all'uso di valute virtuali tenuti alle dichiarazioni fiscali, anche alle piattaforme che consentono la conversione da una valuta virtuale ad un'altra (operazioni cd. cripto su cripto, mentre prima l'obbligo era limitato alle operazioni di conversione di valute virtuali da/in valute legali).

La definizione è stata, così, ripresa da quanto già affermato in EUROPEAN BANKING AUTHORITY, Opinion on virtual currency, EBA/OP/2014/08, 4 luglio 2014, pag. 11 e recepito da BANCA D'ITALIA nella Comunicazione del 30 gennaio 2015 – valute virtuali, Provvedimenti di carattere generale delle autorità creditizie, sezione II – Banca d'Italia, Bollettino di Vigilanza n. 1/2015. Si consideri, infine, il *report* di analisi redatto dalla Banca Centrale Europea, Virtual currency scheme, ottobre 2012, ove la valuta virtuale è definita nei termini seguenti: "*A type of unregulated, digital money, which is issued and usually controlled by its developers, and used and accepted among the members of a specific virtual community*".

<sup>36</sup> E' bene osservare che la V Direttiva presenta caratteristiche singolari rispetto a quelle che l'hanno preceduta, tenuto conto che è stata emessa dopo soli tre anni dall'ultima (allorquando le precedenti *ratione temporis* risalivano rispettivamente a: 2015, 2005, 2001, 1991), della quale ha previsto solo modifiche specifiche, che non è stata preceduta da alcuna Raccomandazione del GAFI e che ha imposto un termine di recepimento di soli 18 mesi a fronte dei due anni indicati per il recepimento delle Direttive precedenti. Ci si può solo spingere ad immaginare le ragioni che hanno spinto ad assumere scelte di politica-legislativa di tal specie e che potrebbero ricondursi sia ai fatti storici legati alla catena di eventi terroristici iniziata a Parigi, che ai dati relativi alla veloce e ormai non più controllabile diffusione di talune criptoattività, che potevano risulta pericolosamente utilizzate.

<sup>37</sup> F. DI VIZIO, "*Gli obblighi antiriciclaggio per operatori di valute virtuali*", Relazione al Seminario "*Monitoraggio dei flussi finanziari e delle attività commerciali al fine di garantire la sicurezza europea*", Conference on Security and Money Flows in the European Union, organizzato dall'Unità di informazione Finanziaria per l'Italia, dalla Fondazione Bruno Kessler, BeSEC Boosting European Security Law and Policy, Co-funded by the Erasmus Programme of the European Union, e, Centro Convegni Carlo Azeglio Ciampi Banca d'Italia via Nazionale n. 190, Roma, 24–25 ottobre 2019 pag. 6

---

in sede europea che nazionale<sup>38</sup>. Inoltre, l'approccio riconducibile al monitoraggio imposto con la V Direttiva sembra inserirsi in un più generale contesto, volto a realizzare un bilanciamento di interessi tra gli operatori del mercato da una parte e la salvaguardia del progresso tecnologico dall'altra, altresì superando l'orientamento espresso dall'Amministrazione finanziaria nazionale che non ha sempre fornito una risposta soddisfacente ai vari quesiti che imperversano in questo settore<sup>39</sup>.

Sembra, infatti, che l'inquadramento offerto dalla giurisprudenza più recente intenda così perseguire la tutela della trasparenza degli alternativi mezzi di finanziamento e dell'imprenditorialità sociale, nel rispetto delle norme antiriciclaggio, tenuto conto che le autorità competenti devono essere poste nelle condizioni di controllare l'uso concreto delle valute virtuali attraverso i soggetti fiscalmente obbligati. Ne consegue che la valuta virtuale, quando assume la causa di strumento di investimento e, quindi, di prodotto finanziario, va disciplinato con le norme dettate in tema di intermediazione finanziaria (artt. 94 ss. T.U.F.), che garantiscono in maniera unitaria la tutela dell'investimento<sup>40</sup>.

---

<sup>38</sup> Si tenga conto che l'EBA (Opinion, cit., p. 39 ss.) aveva già auspicato una regolamentazione del fenomeno che nel lungo termine prevedesse, tra l'altro, l'introduzione di: un'autorità di governo degli schemi (ossia delle piattaforme di creazione e gestione) di valute virtuali; obblighi di adeguata verifica su pagatore e beneficiario; requisiti di onorabilità e professionalità sugli esponenti degli schemi; presidi per la trasparente formazione dei prezzi e per il contrasto del *market abuse*; un'autorizzazione preventiva all'esercizio dell'attività (che includa requisiti minimi di capitale, obblighi di separazione patrimoniale dei conti dei clienti, sistemi informativi adeguati); meccanismi di garanzia e rimborso delle operazioni non autorizzate; obblighi di separazione tra schemi di valute virtuali e sistemi di pagamento su monete legali. Nel breve termine, l'EBA raccomandava di intervenire sul fronte della prevenzione dell'utilizzo illecito degli schemi di valute virtuali, soprattutto al fine del riciclaggio del denaro o del finanziamento del terrorismo, e delle relazioni tra detti schemi e le attività finanziarie regolate.

<sup>39</sup> Ci si riferisce, in particolare, alla Risoluzione 72/E del 2016 menzionata in sentenza e chiamata a riferimento dalle associazioni ricorrenti per sostenere l'esclusione delle valute virtuali dall'imponibilità fiscale. Invero, nel caso di specie, esse richiamano quanto sostenuto dall'Agenzia delle Entrate che, nel considerare una specifica valuta virtuale bidirezionale: il *bitcoin*, nella sola funzione di mezzo di pagamento – tra l'altro prescindendo dalla natura pattizia del loro effetto liberatorio –, ne avrebbe escluso l'imponibilità ai fini IVA.

Invero, l'Agenzia delle Entrate utilizzando come precedente la sentenza della CGUE 2016 (Causa C-264/14), potrebbe aver fondato il proprio convincimento sull'ambiguo presupposto che la finalità unica del *bitcoin* fosse quella liberatoria, assimilandola alle "divise" e considerando così ininfluenza, ai fini IVA, la presenza del "corso legale". Per un approfondimento, cfr. G. CORASANTI, cit.; D. CONTE, cit. pag. 251 ss.

Per contro, come sottolineato dalla sentenza in commento, con l'Interpello n. 956-39 del 2018 (precedente rispetto alle Istruzioni dell'Agenzia delle Entrate impugnate) l'Amministrazione Finanziaria aveva già espresso l'orientamento secondo cui l'imponibilità delle valute virtuali derivava dall'inserimento, nel novero dei soggetti obbligati al monitoraggio fiscale, dei prestatori di servizi relativi alle valute virtuali, in quanto ricompresi nella categoria di "operatori non finanziari".

Per un commento sull'orientamento dell'Agenzia delle Entrate, cfr. F. FASSO', "*Il regime fiscale dei bitcoin secondo una recente (e unica) prassi amministrativa - Un passo avanti e un'occasione mancata*", su <http://www.strumentifinanziariefiscalita.it>, 10 marzo 2017, pag. 110 ss.

<sup>40</sup> N. de Luca, M. Passaretta, cit., pag. 578.

---

### 3. Il trend del mercato delle valute virtuali nel contesto emergenziale. Un nuovo possibile bene-rifugio?

Posto, allora, che la cd. “*caratteristica duttile*” delle valute virtuali, ne consente un inquadramento giuridico funzionale, si può ritenere che, quando utilizzate a scopo di investimento finanziario, esse vengano scambiate all’interno di un autonomo mercato di *trading*<sup>41</sup>.

La fluttuazione di valore delle criptovalute ad uso speculativo non risponde, però, alle logiche dei mercati finanziari tradizionali. Infatti, essa non è ancorata ad alcun equilibrio economico o alla fiducia riposta in una autorità garante e sembra rispondere, piuttosto, alla sola legge della domanda e dell’offerta che, di per sé, genera un meccanismo di oscillazione estremamente volatile ed imprevedibile<sup>42</sup>.

A ciò si aggiunga che tale mercato digitale risulta più fluido e veloce rispetto a quello azionario, tenuto conto che è relativamente disintermediato e che non è soggetto neanche ai limiti derivanti dalle regole centralizzate delle Borse.

Pertanto, ci si è domandati se le peculiarità che contraddistinguono il mercato delle valute virtuali possano spingere l’investitore a considerarle un valido bene-rifugio, in uno scenario economico profondamente sconvolto dal Coronavirus<sup>43</sup>. Il quesito

---

<sup>41</sup> Sul punto, il FAFT ha recentemente definito il “prestatore di servizi in materia di virtual asset” nella Raccomandazione dal titolo: “*Linee guida per un approccio ai virtual asset e ai prestatori di servizi in materia di virtual asset basato sul rischio*”, come: “[...] persona fisica o giuridica che non è contemplata altrove all’interno delle raccomandazioni e che a nome o per conto di un cliente conduce su base professionale una o più delle seguenti attività/operazioni: i. cambio tra virtual asset e valute fiat; ii. cambio tra una o più forme di virtual asset; iii. trasferimento di virtual asset; e iv. custodia e/o amministrazione di virtual asset o strumenti che consentono controllo di virtual asset; v. partecipazione e prestazione di servizi finanziari correlati all’offerta di un emittente e/o alla vendita di un virtual asset.

*In particolare, la portata della definizione FATF comprende transazioni o attività finanziarie o operazioni sia “virtual-to-virtual” sia “virtual-to-fiat”.*

*A seconda della particolare attività finanziaria esercitata, tra i VASP si annoverano servizi di cambio e trasferimento di VA; alcuni prestatori di portafogli di VA, come quelli che prestano hosting di portafogli virtuali o provvedono alla custodia o al controllo dei VA, dei portafogli virtuali e/o delle chiavi private di un’altra persona fisica o giuridica; prestatori di servizi finanziari correlati all’emissione, all’offerta o alla vendita di un VA (come p. es. in un ICO); e altri possibili modelli di business”.*

Cfr. il testo, ai capi 33 ss., disponibile su <https://www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/documents/guidance-rba-virtual-assets.html>

<sup>42</sup> Cfr. A. Caponera e C. Gola, “*Aspetti economici e regolamentari delle criptoattività*”, Banca d’Italia - Occasional Paper n. 484, marzo 2019, pag. 7. Essi precisano che il prezzo delle criptovalute non è solo volatile ma proprio indeterminato

<sup>43</sup> Secondo gli analisti di “Credit Suisse”: Will Stephens, Elita Lai and Dave Yin, storicamente i mercati hanno reagito più negativamente al sopravvenire di malattie sconosciute, tendendo ad immergersi più profondamente durante le epidemie rispetto a quanto avviene in concomitanza di disastri naturali. Ciò potrebbe aver condizionato anche le scelte dei beni-rifugio, tenuto conto che l’imprevedibile e negativo quadro emergenziale potrebbe spingere gli investitori a non fidarsi della



---

può riguardare esclusivamente valute virtuali bidirezionali già significativamente diffuse sul mercato e che, come menzionato, possono interloquire con il mercato finanziario, come i *bitcoin*.

Analizzando l'andamento di queste ultime, si osserva che, quando l'emergenza sanitaria ha raggiunto i Paesi occidentali, ed in particolare quelli europei, il loro valore ha ripiegato verso il basso<sup>44</sup>, seguendo apparentemente il *trend* delle Borse, ma si è immediatamente ripreso<sup>45</sup>, di fatto allineandosi al *trend* in deciso rialzo dei beni-rifugio tipici<sup>46</sup>.

Il dato certo è che la sospensione delle attività economiche non essenziali, quale conseguenza del distanziamento sociale, ha determinato un inevitabile *shock*, in grado di incidere significativamente sui fatturati delle aziende e di alterare tutte le previsioni sul *trend* delle Borse<sup>47</sup>. Esso, inoltre, ha progressivamente impattato, indistintamente e in maniera simmetrica, su tutti i settori economici e su ciascun Paese più o meno violentemente colpito dal Covid-19<sup>48</sup>, coinvolgendo a catena tutti i mercati nazionali e transnazionali. L'instabilità generata dal Coronavirus, perciò, potrebbe aver spinto gli investitori a reagire su tutti i mercati, anche digitali, innanzitutto allo scopo di monetizzare (*panic selling*). E' perciò interessante notare come il *panic selling* abbia coinvolto anche i mercati digitali, i cui investitori possono essere sollecitati da qualsiasi avvenimento, anche riguardante l'economia reale. Non sembra, tuttavia, che questa eccezionale e temporanea circostanza di ribasso abbia realmente inciso sul complessivo *trend* delle valute virtuali, tenuto conto che dalla seconda metà di marzo in poi il loro andamento si è stabilizzato verso l'alto, in antitesi alla

---

ripresa dell'economia reale.

<sup>44</sup> Stando alle cifre diffuse, tra il 12 e il 13 marzo, la capitalizzazione di mercato di *bitcoin* è diminuita in un solo giorno di 48,3 miliardi di dollari, scendendo da 137,8 miliardi a 89,5 miliardi (fonte: Coinmarketcap): il crollo più estremo e repentino dal 2013. Il 16 marzo, si è evidenziato il più basso valore assoluto del *bitcoin* degli ultimi 24 mesi, in maniera distopica rispetto alle buone *performance* raggiunte nel trimestre precedente. Cfr. il dato storico, disponibile su <https://www.money.it/+Bitcoin-BTC-USD-quotazione+>

Cfr. altresì i grafici sull'andamento del bitcoin nell'articolo "*Bitcoin: è un bene-rifugio?*", pubblicato il 02 marzo 2020 su [www.altroconsumo.it](http://www.altroconsumo.it), per l'andamento del periodo precedente.

<sup>45</sup> Cfr. i dati pubblicati sui siti di trading. Si menzionano: <https://it.investing.com/crypto/>; R. Rossi "*Previsioni Bitcoin maggio 2020: trend rialzista destinato a proseguire?*", su [www.criptovalute.it](http://www.criptovalute.it), il quale ha sottolineato come il prezzo di Bitcoin sia salito da un minimo di 6.100 dollari ad un massimo di 9.500 dollari nel mese di aprile. Tale forza rialzista è stata la migliore performance positiva *nell'asset* emergente dal 2013, quando il Bitcoin ha superato per la prima volta i 100 dollari.

<sup>46</sup> Cfr. il trend in crescita di oro e petrolio, disponibili su: <https://www.money.it/+Petrolio-WTI+>; <https://mercati.ilsole24ore.com/materie-prime/commodities/oro/GLDEUR>

<sup>47</sup> In particolare, ciò ha determinato un importante calo del fatturato delle aziende, ad eccezione di alcune filiere del settore alimentare e di poche altre microaree dell'economia nazionale.

<sup>48</sup> Cfr. FMI e Commissione UE, Comunicazione (2020) 112 final (Coordinated economic response to the COVID-19 Outbreak e Comunicazione 2020/C 91 I/01, il quale ha sottolineato che gli effetti della crisi non si limiteranno ad un singolo Stato ma si ripercuoteranno sull'intera UE.

Così, anche il direttore generale dell'FMI Kristalina Georgieva, in teleconferenza il 4 marzo 2020. Cfr. "*Coronavirus: FMI pronto all'impiego di tutti gli strumenti finanziari disponibili?*", pubblicato il 4 marzo 2020 su [www.trendonline.com](http://www.trendonline.com)



---

tendenza al ribasso di molti strumenti di investimento considerati analogamente rischiosi, ma operanti su mercati tradizionali.

Ciò potrebbe spiegarsi alla luce dell'indipendenza delle valute virtuali dai fondamentali dei mercati finanziari ed, in particolare, dall'inflazione e dalla crescita economica, il cui andamento ha determinato negli investitori una generalizzata sfiducia. Lo scenario imprevedibile ed instabile che si è generato potrebbe allora suggerire di diversificare il portafogli di investimento ed è ragionevole presumere che al suo interno, nel medio periodo, la domanda di beni- rifugio resti ancora stabilmente alta. Si tenga conto, infatti, che dopo l'iniziale *shock* sociale ed economico scaturito dalla pandemia, si manifesteranno – come in parte già si manifestano – effetti secondari legati all'aumento della disoccupazione e alla riduzione dei consumi, che indeboliranno la crescita economica globale. A ciò si aggiunga altresì che il rallentamento dei flussi commerciali rischia di produrre un forte impatto anche sull'inflazione, perché le importazioni potrebbero scontare un prezzo più alto<sup>49</sup>.

La prospettiva di diversificazione delle risorse di investimento merita allora di considerare altresì lo strumento delle valute virtuali, in quanto il loro valore non dipende dalla volatilità e dall'imprevedibilità del mercato attuale e ha dato prova di seguire il *trend* di altri *assets* più difensivi.

In tale contesto complessivo, si può sostenere infatti che alcune valute virtuali possano funzionare come beni- rifugio innovativi per tre ragioni: innanzitutto perché, come avviene con l'oro, si tratta di beni finiti, nel senso che l'algoritmo che li genera è stato sviluppato in modo da poter immettere sul mercato una quantità massima e predefinita di valute. In secondo luogo, perché la loro decentralizzazione le rende immuni dagli effetti che i cambiamenti geo-politici possono avere sulla moneta tradizionale. Infine, perché esse occupano un mercato digitale disintermediato dall'intervento delle Banche; allorquando una Banca centrale immette sul mercato nuova liquidità, diminuisce il potere di acquisto della valuta, mentre le valute virtuali non sono sottoposte al rischio di inflazione.

Come avviene per il mercato dell'oro, dell'argento o del petrolio, identificati come beni-rifugio per eccellenza, l'attribuzione di valore dipenderà potenzialmente dalla scarsità della risorsa e dalla capacità di essere accettato come mezzo di pagamento tra gli utenti della rete<sup>50</sup>. Pertanto le criptovalute potrebbero rappresentare una scelta paradossalmente più sicura – almeno sotto il profilo speculativo – in considerazione della crisi di liquidità e delle difficoltà di previsioni di breve o medio termine, su scala globale.

---

<sup>49</sup> Si pensi all' "Emergenza Pasta" in Germania o alla sospensione delle esportazioni di cereali della Russia.

<sup>50</sup> Cfr. M. Amato e E. Fantacci, "Per un pugno di bitcoin", Egea Università Bocconi Ed., Milano, 2016.

---

## 4. Il problema della regolamentazione delle valute virtuali in ambito finanziario.

L'interesse nei confronti degli strumenti di investimento e la necessità di ricorrere ad *assets* che garantiscano rendite sicure non passa più, dunque, solo attraverso il sistema bancario. Infatti, si sono fatte strada nuove forme di speculazione e di supporto finanziario, legate ai mercati disintermediati<sup>51</sup>. Esse appaiono più rischiose, soprattutto quando i mercati sono stabili, a causa dell'intrinseca volatilità dei relativi prezzi e dell'incertezza del profitto, ma anche e soprattutto perché manca uno specifico quadro regolamentare di riferimento<sup>52</sup>.

L'assenza di obblighi normativi di informazione e di regole di trasparenza sufficienti pone dei rischi, sia in termini di tutela del consumatore/investitore<sup>53</sup>, sia del possibile sfruttamento delle piattaforme per scopi illeciti<sup>54</sup>. Ci si riferisce, in tal senso, al riciclaggio di denaro e al finanziamento di attività terroristiche o comunque illegali. In considerazione della versatilità dello strumento, che non ne consente una regolamentazione unitaria sotto il profilo oggettivo, il Legislatore a vari livelli si sta concentrando prevalentemente sui soggetti che operano su questo mercato: in particolare

---

<sup>51</sup> Si consideri, perimetralmente rispetto all'oggetto di indagine, che sulla diffusione di tali strumenti incide altresì un ridotto costo di gestione rispetto a quanto offerto dal sistema bancario, con un recupero anche in termini di efficienza economica.

<sup>52</sup> Cfr., tra gli altri, l'Avviso congiunto di ESMA, ABE e EIOPA, pubblicato altresì dal sito di Banca d'Italia, dal titolo "*L'ESMA, l'ABE e l'EIOPA informano i consumatori sui rischi delle valute virtuali*", disponibile su [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/joint\\_esas\\_warning\\_on\\_virtual\\_currencies\\_it.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/joint_esas_warning_on_virtual_currencies_it.pdf).

L'avviso è basato sull'articolo 9, paragrafo 3, dei regolamenti istitutivi delle tre AEV e segue la pubblicazione di due dichiarazioni dell'ESMA sulle offerte iniziali di monete (Initial Coin Offerings)<sup>12</sup> nel novembre 2017 e un precedente avvertimento ai consumatori e due pareri sulle valute virtuali pubblicati dall'ABE rispettivamente nel dicembre 2013, nel luglio 2014 e nell'agosto 2016.

In particolare, le tre autorità europee sottolineano che le valute virtuali sono prodotti estremamente rischiosi e speculativi; che la formazione del loro prezzo è spesso non trasparente; che vi sono chiari segnali di una bolla nei prezzi di queste valute o di strumenti finanziari a esse collegate; che non vi sono né forme di protezione né specifiche garanzie legali. Inoltre, le tre autorità europee segnalano che le piattaforme di scambio di valute virtuali non sono regolate; che possono avere problemi di natura operativa che in talune circostanze impediscono ai consumatori di comprare o vendere le valute virtuali, nonché di scambiarle con le valute tradizionali. Raccomandano ai consumatori, infine, di non convertire in valuta virtuale più denaro di quanto ci si possa permettere di perdere.

<sup>53</sup> Sull'assenza di una tutela della categoria di utenti delle valute virtuali, cfr. altresì quanto evidenziato da R. Bocchini, cit., pag. 17 ss.

<sup>54</sup> In tal senso, cfr. anche CONSOB, "*Rischi per i consumatori: valute virtuali e criptovalute*", disponibile su <http://www.consob.it/documents/10194/0/Articolo+su+rischi+criptovalute/10402b10-bc3b-4500-a0d4-81cec9a2db23>; nonché l'approfondimento di CONSOB, disponibile su: <http://www.consob.it/web/investor-education/criptovalute>.

Per contro, non sembrano rilevarsi particolari rischi per la gestione monetaria, tenuto conto che non è discussa la sovranità nazionale (*rectius* europea), in materia di emissione della moneta. Altrettanto improbabili, almeno allo stato, sembrano eventuali pericoli per la stabilità finanziaria, che potrebbero derivare solo, ed eventualmente, da una ben più ampia utilizzazione delle criptovalute.

---

su *exchanges platforms* e *wallet providers*<sup>55</sup>.

A ben vedere, sullo scenario internazionale, le opzioni si sono concentrate su quattro alternative: assenza di regolamentazione; interventi normativi limitati; piena regolamentazione di settore<sup>56</sup> (con riferimento alla licenza ad operare, alla definizione di *standard* tecnologici, all'individuazione di presidi prudenziali specifici); divieto di operare<sup>57</sup>.

La prima opzione non appare, invero, opportuna, ed in effetti non ha ricevuto alcun particolare seguito nelle legislazioni internazionali: tale scelta implica l'affidamento completo all'autoregolamentazione del mercato ed ingenera tutti i pericoli collegati ad un mercato non presidiato, in termini di carenza assoluta di tutela in favore degli investitori/utilizzatori, di rischi operativi e di agevolazione dei traffici illeciti.

Alcuni Paesi dell'Unione Europea, invece, tra cui l'Italia e il Portogallo, hanno assunto iniziative legislative di tipo "*soft regulation*". Le autorità garanti a livello nazionale, cioè, hanno emesso avvertenze dedicate agli utilizzatori/investitori e hanno costituito appositi Albi ove registrare gli intermediari di servizi relativi alle criptovalute<sup>58</sup>. Questi ultimi sono, perciò, destinatari degli obblighi di antiriciclaggio e vengono quindi inseriti nella categoria degli "altri operatori non finanziari". Questo approccio, nell'ottica del processo di armonizzazione iniziata con la Direttiva MiFID, sembra meglio combinare le esigenze legate ad un mercato più flessibile, con la necessaria tutela generale dell'integrità e della certezza del mercato, nonché quella dell'investitore/consumatore. Si osservi, in ogni caso, che tale scelta lascia spazio alle frodi informatiche in danno dell'utente, a causa di uno scarso "*enforcement*" alle valute virtuali e di un rilevante affidamento al mercato.

Taluni Stati extraeuropei stanno propendendo, piuttosto, per una più articolata regolamentazione del fenomeno. Ci si riferisce, in particolare, alla scelta di legare l'attività di intermediazione di valute virtuali alla previa concessione di licenze e, in taluni casi, alla disciplina specifica del funzionamento delle piattaforme<sup>59</sup>. In tal caso,

---

<sup>55</sup> Si intende per prestatore di servizi di valuta virtuale, ogni persona fisica o giuridica che fornisce a terzi, a titolo professionale, anche *online*, servizi funzionali all'utilizzo, allo scambio, alla conservazione di valuta virtuale e alla loro conversione da ovvero in valute aventi corso legale o in rappresentazioni digitali di valore, ivi comprese quelle convertibili in altre valute virtuali nonché i servizi di emissione, offerta, trasferimento e compensazione e ogni altro servizio funzionale all'acquisizione, alla negoziazione o all'intermediazione nello scambio delle medesime valute (cfr. art. 1, comma 2, lettera ff), D. Lgs. 231/2007, così come modificato dal D.Lgs. 90/2017 e dal D.Lgs. 125/2019.

<sup>56</sup> In tal caso differenziando l'emanazione di una disciplina *ad hoc* dal ricorso a discipline pre-esistenti attraverso interpretazione analogica o estensiva. Sul punto, cfr. C. Gola, A. Caponera, "*Policy issues on crypto-assets*", Università Cattaneo Working Papers n. 7/2019.

<sup>57</sup> Per un approfondimento sui vari approcci regolamentari adottati dalle principali giurisdizioni statali, cfr. A. Caponera e C. Gola, cit., pag. 20 ss.; B. Cappiello, "*Cepet leges in legibus. Cryptoasset and cryptocurrencies private international law and regulatory issues from the perspective of eu and its member states*", *Diritto del Commercio Internazionale*, fasc.3, 1 settembre 2019, pag. 561 ss.

<sup>58</sup> Si pensi, tra le altre, all'Avviso pubblicato congiuntamente da ESMA, EIOPA, ABE "*L'ESMA, l'ABE e l'EIOPA informano i consumatori sui rischi delle valute virtuali*", già menzionato.

<sup>59</sup> Lo Stato di New York, Malta, Gibilterra, Francia hanno optato per l'adozione di specifiche licenze.

---

si ottiene il vantaggio di contenere i rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, nonché quelli operativi e di integrità del mercato; inoltre, si consegue una parziale tracciabilità degli utilizzatori di valute virtuali (ad eccezione dei soggetti che non usano gli *exchanges*). Tuttavia questa scelta di *policy* risulta allo stato ancora difficilmente perseguibile, in considerazione della mancanza di una disciplina organica e coerente anche a livello sovranazionale. Inoltre, essa potrebbe allontanare un gran numero di utenti, attratti proprio dalla disintermediazione e deregolamentazione del mercato così formato.

Infine, si propone l'alternativa di vietare una o più attività legate alle valute virtuali<sup>60</sup>; tale scelta non è stata praticata da nessun Paese dell'Unione Europea – ad eccezione del Belgio, in un primo momento –, tenuto conto che reca il rischio di incentivare talune forme di elusione e di “arbitraggio regolamentare”.

Ad ogni modo, le normative richiamate integrano risposte di *policy* ancora embrionali rispetto alle sfide che le valute virtuali pongono e si apprestano a porre nel prossimo futuro. Nel complesso, attualmente non esiste unanime consenso su quale di queste opzioni sia consigliabile. Tuttavia, la maggior parte degli organismi di regolamentazione e le autorità competenti condividono l'opinione comune che la transnazionalità del fenomeno richiederebbe una risposta giuridica più uniforme, che rispetti l'evoluzione delle operazioni tecno-finanziarie<sup>61</sup>.

A livello europeo, la Commissione ha dimostrato il suo impegno in tal senso, avviando attività di ricerca e studi su *blockchain*, DLT e criptovalute<sup>62</sup>, fino a pubblicare un piano d'azione *FinTech*. In tale contesto, essa ha affermato che, per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo: “*i quadri normativi e di vigilanza europei dovrebbero consentire alle imprese che operano nel mercato unico dell'UE di beneficiare dell'innovazione finanziaria e fornire loro clienti con i prodotti più adatti e accessibili. Tali quadri dovrebbero anche garantire un elevato livello di protezione per i consumatori e gli investitori e garantire la resilienza e l'integrità del sistema finanziario [...]*”<sup>63</sup>.

---

Hanno preferito parlare di autorizzazione: Giappone (con presidi simili a quelli degli IP), Germania (per operatori professionali), Francia, Estonia (per i wallet providers), Australia, Lussemburgo.

<sup>60</sup> Tale scelta appartiene a Stati come la Russia e la Cina. Fino al 6 aprile 2018, l'India vietava le facilitazioni di operazioni con criptovalute. La Corte Suprema dell'India ha però annullato il *ban* imposto dalla Banca centrale, in quanto anticostituzionale. Le restrizioni imperanti nel Paese sembra siano mosse dal generale spirito protezionistico volto a limitare che l'economia locale venga invasa da “cattivi attori”, in grado di avvantaggiarsi di uno spazio deregolamentato. Cfr. L. Dalvit, “*L'India riapre alle crypto: il ban è incostituzionale*”, articolo del 04 marzo 2020, disponibile su [www.cryptonormist.it](http://www.cryptonormist.it)

<sup>61</sup> Cit. M. Cian, C. Sandei, “*Diritto del FinTech*”, Giappichelli, 2020. Nello stesso senso, G. Gitti, cit.

<sup>62</sup> Vale la pena ricordare lo studio sull'opportunità e la fattibilità di un'infrastruttura Blockchain dell'UE, il progetto Blockchain4EU della legge politica dell'UE, il Forum sull'osservatorio Blockchain (volto a fornire un approccio a livello UE per valutare e testare il potenziale della tecnologia di contabilità distribuita). Cfr. i risultati su <https://www.eublockchainforum.eu> e <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/eu-blockchain-observatory-and-forum>.

<sup>63</sup> Commissione Europea, “*Communication from the Commission, FinTech Action Plan: for a more competitive and Innovative European Financial Sector*”, COM(2018), 8 marzo 2018.

---

Alla luce delle indicazioni fornite dal FATF, invece, le autorità di vigilanza nazionali potrebbero essere a breve chiamate a controllare maggiormente il fenomeno, e i Legislatori – nazionali e sovranazionali – a disciplinarlo più accuratamente. Essi si scontrerebbero ancora una volta con diversi vincoli, come: la difficoltà di esercitare una sorveglianza efficace a fronte di movimenti non facilmente presidiabili; la natura transnazionale del fenomeno; la necessità di non soffocare l'innovazione finanziaria; l'esigenza di tutelare i consumatori e di prevenire possibili rischi sistemici. Tuttavia, a mano a mano che si acquisirà una certa esperienza in ordine al loro funzionamento, la diffusione di *standards* internazionali e di *best practices* potrà fornire utili indicazioni sulle misure regolatorie più appropriate da implementare, promuovendo l'armonizzazione e prevenendo il rischio di strategie di arbitraggio<sup>64</sup>.

Parte autorevole della dottrina ha preferito individuare un autonomo e specifico strumento di disciplina: ci si riferisce al cd. *RegTech*, che avrebbe lo scopo di coniugare la tecnologia ed il diritto al fine di rimeditare e ridisegnare la regolamentazione finanziaria, in linea con la trasformazione dell'infrastruttura dei mercati finanziari. Attraverso l'evoluzione di tale strumento normativo, chiamato "*RegTech 3.0*", non solo si parla di vigilanza, ma altresì di un approccio che ripensa il quadro normativo<sup>65</sup>. In tal senso i rischi che, a vari livelli, sono stati evidenziati dalle Autorità nazionali e sovranazionali suggeriscono una *compliance* basata su tale strumento disciplinare, che possa indurre a ripensare l'assetto della vigilanza.

L'approccio a strumenti così sofisticati comprova che il tradizionale modello di "*command and control*" risulta ormai superato, mentre potrebbe essere efficace adottare un approccio più prossimo al modello "*responsive regulation*", con un marcato riferimento alla cooperazione interdisciplinare e internazionale<sup>66</sup>.

## 5. Conclusioni

In ragione di quanto precedentemente affermato, dunque, alcune criptovalute possono integrare prodotti finanziari atipici, svincolati dalle logiche dei mercati tradizionali e, allorquando svolgano tale funzione, si distinguono, tra l'altro, per l'alta volatilità intrinseca e per l'appartenenza ad un mercato digitale, per essere beni finiti e ad alto rischio di investimento, nonché per la disintermediazione, la decentralizzazione e la deregolamentazione delle piattaforme di scambio.

A ben vedere, però, esse presentano così sia aspetti propri degli *assets* finanziari più rischiosi, che caratteristiche tipiche dei cd. beni-rifugio: ci si riferisce, in particolare, alla deflazione e alla limitata disponibilità – o scarsità – della risorsa.

Ciò posto, si è già apprezzato come le valute virtuali abbiano assunto di fatto il

---

<sup>64</sup> Cit. CONSOB

<sup>65</sup> Cfr. M. Cian, C. Sandei, "*Diritto del Fintech*", Cedam 2020.

<sup>66</sup> Cfr. M. Cian, C. Sandei, cit.

---

comportamento tipico dei *safe heaven goods* in occasione di alcuni episodi di intensificazione delle tensioni geo-politiche a livello internazionale, che hanno sollecitato i mercati finanziari<sup>67</sup>; solo in ultimo, tale andamento si è manifestato durante la crisi sanitaria da Covid-19.

È evidente che, però, a differenza degli altri *assets* difensivi, il successo delle valute virtuali in campo finanziario può attribuirsi tanto alle logiche atipiche che le muovono, quanto alla deregolamentazione tipologica delle stesse e delle piattaforme di scambio su cui prevalentemente si muovono.

È difficile individuare una scelta disciplinare unitaria, soprattutto in considerazione del carattere transnazionale del fenomeno che ha, finora, giustificato la posizione attendista assunta dalle autorità di settore. Tuttavia, anche alla luce della diffusione di tali beni nel quadro emergenziale come possibili forme di investimento e strumenti di diversificazione del portafogli, è giunto il momento di ridefinire il ruolo delle Autorità di Vigilanza, che stanno dimostrando una crescente attenzione nei confronti di questo settore e, perciò, di prevedere una disciplina più adeguata<sup>68</sup>.

Infatti, il processo di generazione è completamente decentralizzato perché affidato ad un algoritmo e il sistema di diffusione è autonomo perché rimesso alla libera circolazione sulla rete *Internet*; ciò costituisce certamente un'incognita per ogni Governo, perché rende difficoltosa la possibilità di controllarle o regolamentarne l'impiego.

Tra le alternative normative menzionate, allora, il divieto di circolazione delle stesse risulterebbe inefficace perché non sarebbe realmente possibile impedire che le stesse vengano create e distribuite. Sembra quindi più opportuno predisporre una disciplina che, tra l'altro, consenta anche ai Governi di diventare più competitivi nel mondo delle criptovalute.

Sul punto, a livello nazionale, la CONSOB ha pubblicato, ad inizio anno, il rapporto conclusivo dell'indagine iniziata nel 2019 e condotta per valutare l'opportunità di una regolamentazione sulle valute virtuali<sup>69</sup>, che si colloca all'interno del processo di armonizzazione europeo, disciplinato dalla Direttiva MiFID e dal Regolamento MiFIR<sup>70</sup>. In tale contesto, essa ha proposto, tra l'altro, di adottare una normativa che rispetti l'evoluzione e la neutralità tecnologica, rivolta anche alle piattaforme di scambio, distinte a seconda dei modelli di *business* perseguiti. In particolare, l'Autorità ha considerato la proposta di un approccio funzionale, che non differenzi l'intervento normativo in base alla tecnologia utilizzata dal sistema, bensì che si orienti

---

<sup>67</sup> Ci si riferisce ad esempio alle reazioni dei mercati finanziari alla guerra commerciale tra Cina e USA nell'estate del 2019 o alla morte del Generale Qassem Soleimani in Iran il 3 gennaio 2020;

<sup>68</sup> Cfr. G. Gitti, cit., pag. 23 ss.

<sup>69</sup> Ci si riferisce al documento di CONSOB denominato "*Le offerte iniziali e gli scambi di criptoattività – Rapporto Finale*" pubblicato il 2 gennaio 2020 e disponibile su [http://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs\\_rapp\\_fin\\_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1](http://www.consob.it/documents/46180/46181/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/70466207-edb2-4b0f-ac35-dd8449a4baf1)

<sup>70</sup> In arg. Cfr. M. Callegari, "*Il recepimento della Direttiva MiFid II e l'adeguamento al Regolamento MiFIR. La disciplina di attuazione*", su *Diritto, Economia e Impresa*, Giappichelli, fasc. 4/2018.



---

alla tutela dell'utente e dell'investitore, nonché del mercato nel suo complesso<sup>71</sup>. All'uopo, la proposta regolamentare si snoda attraverso soluzioni distribuite tra il mercato primario e il mercato secondario: in entrambi i casi i soggetti che operano sul mercato — che cioè emettono o scambiano *token* — dovrebbero essere sottoposti ad adeguate forme di controllo e di regolamentazione.

Come rilevato anche dalla dottrina<sup>72</sup>, presupposta l'applicazione certa della MiFID II quando le cripto-attività rientrano nell'ambito della definizione di strumenti finanziari, la CONSOB non suggerirebbe di sussumere i *token* entro la fattispecie astratta dei prodotti finanziari, perché ciò innescherebbe la disciplina delle offerte pubbliche, ma proporrebbe la codificazione di una specifica categoria distinta dai prodotti finanziari, utile alla definizione di un perimetro di *soft regulation*, «capace di sottrarre la singola emissione alla disciplina del TUF sui prodotti finanziari qualora, in base alle regole generali, i titoli siano in tal modo qualificabili»<sup>73</sup>. Invece, per i *token* che non intersecano la categoria dei prodotti finanziari, il regolatore ritiene sufficiente la previsione di un meccanismo di adesione volontaria alla disciplina, che si risolve in una sorta di certificazione di qualità per l'operatore. Economia reale. tratti dal mercato dei crypto-assets dalla loro totale deregolamentazione e svincolo rispetto ai fondamentali del

Tale scelta disciplinare potrebbe, invero, non rivelarsi risolutiva del dissidio tra necessità di rafforzare la capacità normativa di fronteggiare i rischi — specie ove l'utilizzo di alcune applicazioni basate sulla DLT assuma un'importanza sistemica — con un quadro giuridico solido al passo con le innovazioni e quella di evitare una regolamentazione precoce inadatta ad una realtà ancora in evoluzione, che finisca per trasmettere al pubblico un messaggio errato sui vantaggi o sulla sicurezza delle valute virtuali. Infatti, sotto il profilo oggettivo, le istanze regolatorie perseguite si appiattirebbero sulla disciplina di settore analoga e preesistente. Ci si riferisce in tal senso, in primo luogo alla negoziabilità su sistemi di scambio del *token*, richiesta come requisito per applicare la *soft regulation*. Ciò escluderebbe dalla disciplina l'offerta al pubblico di quei *token* aventi natura di prodotti finanziari che non siano «*tradable*», ovvero la cui negoziabilità venga esclusa *ex ante* a livello di linguaggio

---

<sup>71</sup> La disciplina proposta dal regolatore si snoda attraverso soluzioni distribuite tra il mercato primario e il mercato secondario: in entrambi i casi i soggetti che operano sul mercato — che cioè emettono o scambiano *token* — dovranno essere sottoposti ad adeguate forme di controllo e di regolamentazione. Presupposta l'applicazione certa della MiFID II quando le cripto-attività rientrano nell'ambito della definizione di strumenti finanziari, la Consob propone la codificazione di una specifica categoria distinta dai prodotti finanziari, utile alla definizione di un perimetro di *soft regulation*, «capace di sottrarre la singola emissione alla disciplina del TUF sui prodotti finanziari qualora, in base alle regole generali, i titoli siano in tal modo qualificabili». Cfr. G. Gitti, cit. Per contro, occorre sottolineare che il Decreto Crescita (conv. In L. 58/2019) aveva, tra l'altro, introdotto un regime temporaneamente agevolativo per i nuovi intermediari, derogatorio del principio di neutralità tecnologica.

<sup>72</sup> Cfr. G. Gitti, M.R. Maugeri, C. Ferrari, «Offerte iniziali e scambi di cripto-attività», in Osservatorio del diritto civile e commerciale, 1, 2019, pag. 103.

<sup>73</sup> Cfr. G. Gitti, M.R. Maugeri, C. Ferrari, cit.

---

di programmazione del singolo *smart contract*. Infatti, proprio la negoziabilità sui mercati consente di distinguere i prodotti dai servizi finanziari<sup>74</sup>.

Occorre che sia regolamentata la gestione dei rischi relativi all'utilizzo di piattaforme *blockchain*, come il *fork risk*; la disciplina autorizzativo-organizzativa degli *exchange*, che sia auspicabilmente meno rigida rispetto a quella prevista per le *trading venues* dalla disciplina MiFID II. Ciò, anche al fine di evitare fenomeni di concorrenza di ordinamenti, che potrebbero essere particolarmente accentuati in considerazione dello spiccato carattere a-territoriale del fenomeno.

In merito a questo specifico punto, CONSOB, nell'ambito del rapporto finale citato, prospetta l'introduzione di requisiti cui sottoporre i sistemi di scambio ai fini dell'iscrizione (e della permanenza) nell'apposito registro tenuto dall'autorità (in materia di *compliance*, *business continuity*, *due diligence*, monitoraggio delle transazioni, etc.), da affidarsi soprattutto alla regolamentazione di secondo livello. Ciò, tuttavia — afferma Consob — a condizione che *«la fase di declinazione regolamentare dei requisiti (...) si fondi su un principio di proporzionalità che garantisca un equilibrio tra l'onerosità delle richieste in fase di autorizzazione e di vigilanza e il beneficio che il gestore otterrebbe esercitando l'opt-in»*.

A livello sovranazionale, invece, davanti alla crescente diffusione del fenomeno, il *Financial Action Task Force* (FATF) è già intervenuto in materia, elaborando una serie di Raccomandazioni rivolte a tutti i 189 Stati che ne sono membri<sup>75</sup>. Le più recenti e

---

<sup>74</sup> Cfr. G. Gitti, cit., pag. 23 ss.

<sup>75</sup> Nel giugno del 2014, il FATF ha pubblicato il documento *“Valute virtuali: Definizioni chiave e potenziali rischi in ambito AML/CFT”*, in risposta all'emersione delle valute virtuali e dei meccanismi di pagamento ad esse associati volti a fornire nuovi metodi di trasferimento di valore attraverso internet. Nel giugno 2015 ha pubblicato il documento: *“Linee guida per un approccio alle valute virtuali basato sul rischio”* (Linee guida in materia di valute virtuali 2015) quale parte di un approccio per fasi rivolto ai rischi riguardanti il riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo (ML/TF) e ai rischi associati ai prodotti e ai servizi di pagamento basati su valute virtuali. Tale ultimo documento si concentra sui punti in cui le attività che coinvolgono valute virtuali si intersecano e forniscono punti di accesso da e verso (ossia i canali in entrata e in uscita) il sistema finanziario tradizionale regolarmente disciplinato, in particolare i cambiavalute di valute virtuali convertibili. Negli ultimi anni, tuttavia, l'ambiente dei *virtual asset* si è evoluto per includere una gamma di nuovi prodotti e servizi, modelli di business e attività e interazioni, tra cui operazioni tra *virtual asset* (*virtual-to-virtual*). Pertanto, nell'ottobre 2018, il FATF ha inserito nel proprio glossario due nuove definizioni: *“virtual asset”* (VA) e *“prestatore di servizi in materia di virtual asset”* (VASP), aggiornando di conseguenza la raccomandazione 15. Gli obiettivi di tali modifiche erano: fornire ulteriori chiarimenti in merito all'applicazione della normativa FATF alle attività concernenti VA e ai VASP - al fine di garantire per questi ultimi delle condizioni di regolamentazione uniformi a livello globale - e di assistere le giurisdizioni a mitigare i rischi ML/TF associati alle attività concernenti VA e la protezione dell'integrità del sistema finanziario globale. Il FATF ha inoltre esplicitato che la normativa si applica sia alle operazioni *“virtual-to-virtual”* e *“virtual-to-fiat”* sia alle interazioni che coinvolgono VA. Nel giugno 2019 il FATF ha adottato la Nota Interpretativa alla raccomandazione 15 (INR 15) per chiarire ulteriormente come gli obblighi FATF debbano essere applicati relativamente ai VA e ai VASP, in particolare per quanto concerne l'applicazione dell'approccio basato sul rischio alle attività/operazioni concernenti VA e ai VASP; la vigilanza o il monitoraggio dei VASP per finalità antiriciclaggio di denaro e di lotta al finanziamento del terrorismo (AML/CFT); la licenza o la registrazione; le misure preventive quali (tra le altre cose) l'adeguata verifica del cliente, la conservazione dei dati e la segnalazione di operazioni sospette; le sanzioni e altre misure applicabili; e la cooperazione internazionale. Infine, sono state adottate le Linee Guida del giugno 2019.

---

menzionate “Linee Guida” da esso emesse in tale processo evolutivo, hanno lo scopo di aiutare le autorità nazionali a comprendere e sviluppare delle risposte normative adeguate al fenomeno, secondo un approccio basato sull’analisi dei rischi ad esso connessi<sup>76</sup>.

Pur non essendo ancora possibile prevedere in che misura una disciplina settoriale possa incidere sull’interesse degli *users* nei confronti di tale forma di investimento, si può affermare fin da ora che il mercato delle valute virtuali non ne resterebbe indifferente. Anche un intervento disciplinare di *soft law* ispirato a criteri di *responsive regulation*, infatti, potrebbe colpirne la natura fondamentalmente anarchica, incidendo sul relativo *trend* e, in particolare, sullo scopo squisitamente speculativo perseguito. Sul punto, basti pensare che proprio in occasione del recente recepimento delle linee guida del FATF da parte della Corea del Sud<sup>77</sup>, considerata tra i primi Paesi in assoluto in termini di investimenti in criptovalute, si è assistito ad una smisurata vendita di valute virtuali da parte degli investitori.

*Rebus sic stantibus*, sembra condivisibile l’approccio di tipo *soft regulation*, in quanto permetterebbe di assumere la base normativa preliminare per affrontare la successiva ed imprevedibile prassi con cui il mercato si confronterà, permettendo al contempo di facilitare lo sviluppo incondizionato degli strumenti digitali.

Tuttavia, potrebbe risultare più efficace una quinta opzione disciplinare rispetto a quelle che già caratterizzano le esperienze nazionali contemporanee. Ci si riferisce all’opportunità che una valuta virtuale di Stato si affianchi alla pletora di criptovalute già esistenti, di natura privata (e quindi generate secondo un sistema assolutamente deregolamentato e decentralizzato), al fine di separare il sistema dei pagamenti con valute virtuali dal mercato degli investimenti in criptovalute, tenuto conto che la figura ibrida cui esse oggi danno origine non ne consente un autonomo ed unitario inquadramento oggettivo e soggettivo<sup>78</sup>. Tale scelta garantirebbe la prioritaria stabili-

---

<sup>76</sup> Cfr. FATF (2019), “Linee guida per un approccio ai virtual asset e ai prestatori di servizi in materia di virtual asset basato sul rischio”, cit., pag. 1. Il documento aggiorna la versione 2015 del testo “Linee guida FATF per un approccio alle valute virtuali basato sul rischio”.

<sup>77</sup> Ci si riferisce all’ “*Anti money-laundering and counter-terrorist financing measures*” – Mutual Evaluation Report, 20 aprile 2020. A ben vedere, potrebbe altresì domandarsi se l’eccezionale svendita di valute virtuali, intervenuta a cavallo della diffusione del Coronavirus, sia stata in realtà condizionata da tale intervento normativo, considerato invasivo dagli investitori. In particolare, occorre indagare se i consumatori/investitori abbiano considerato l’introduzione delle Linee Guida come una minaccia per il mercato digitale e abbiano, anche perciò, preferito dismettere gli *assets*.

In caso di risposta affermativa, si potrebbero desumere due significative conseguenze: da una parte, si potrebbe confermare la generale intolleranza del settore delle criptovalute alla etero-regolamentazione da parte di autorità statali o sovra-statali; dall’altra, ciò rafforzerebbe il convincimento che il mercato delle criptovalute non è legato all’economia reale, perché crollato per più contingenze. Tali considerazioni potrebbero concorrere a sostenere la natura di bene-rifugio di tali *assets*, il cui andamento positivo sarebbe allora condizionato proprio dall’assenza di una regolamentazione vincolistica del loro mercato.

<sup>78</sup> L’ABI ha recentemente approvato le linee guida generali in materia di moneta digitale proponendo, tra l’altro, di costituire una Central Bank Digital Currency. Cfr. il Comunicato Stampa ABI del 18 giugno 2020 intitolato “*Banche, ABI 10 criteri per una moneta digitale di Banca Centrale*”.

---

tà della politica monetaria e il rispetto della relativa cornice regolamentare europea: rispettando i più elevati standard di conformità alle regole, di sicurezza e di supervisione, essa potrebbe diventare una “evoluzione del denaro contante” e così indurre la massima fiducia nei cittadini.

Su questa scelta sembra orientarsi anche il Presidente dell’Autorità di Vigilanza nazionale che, in una recente intervista<sup>79</sup>, successiva alla pubblicazione del Report di inizio anno, ha dichiarato che il fenomeno delle valute virtuali vada certamente governato e che, con la nascita di una criptovaluta pubblica, il sistema dei pagamenti si muoverebbe in modo indipendente dalla gestione del risparmio, la quale affluirebbe sul mercato libero. Ciò farebbe cessare la simbiosi tra moneta ed investimento nel mercato digitale e porrebbe nello stesso mercato valute di Stato e valute private. Tale scelta consentirebbe alle Autorità di Vigilanza italiana ed europea di concentrare l’eventuale attenzione solo sugli investimenti.

Qualora le valute virtuali in qualità di *payment type token* (di creazione statale) fossero sottoposte alle norme dettate in tema di politica monetaria, scindendo il mercato digitale, ci si domanda se il *trend* delle valute virtuali possa subire un’inversione di tendenza. Infatti, se i *cryptoassets* con funzione di investimento fossero rimessi all’effettivo libero mercato, si può affermare che l’attuale *appeal* del fenomeno verrebbe ragionevolmente conservato, perché esse non sarebbero vigilate dalle Autorità di settore, mantenendo anche il carattere anarchico che attrae gli investitori più audaci. Se, invece, la CONSOB e l’ESMA ritenessero di dover inquadrare il fenomeno nell’ambito degli investimenti tradizionali, come vere e proprie “rappresentazioni digitali di valore” ascrivibili a categorie tradizionali pre-esistenti, esse verrebbero sottoposte alla disciplina di settore e potrebbero al contrario perdere il successo legato all’interesse verso i mercati deregolamentati e svincolati dai fondamentali dell’economia reale.

---

<sup>79</sup> Cfr. A. Criscione, “Una criptovaluta di Stato per liberare il risparmio”, su [IlSole24Ore](file:///C:/Users/Utente/Downloads/Il%20Sole%2024%20Ore.pdf), disponibile su <file:///C:/Users/Utente/Downloads/Il%20Sole%2024%20Ore.pdf>

# IL CONTO ASSICURATIVO E IL DIRITTO ALLA INTEGRITÀ DELLA POSIZIONE ASSICURATIVA-CONTRIBUTIVA COME BENE PATRIMONIALE E DIRITTO SOGGETTIVO

Giuliana Tulino

**Abstract:** In un mercato del lavoro sempre più flessibile e internazionalizzato, in cui la tipologia e la collocazione lavorativa sono destinate a mutare più volte nel corso della vita lavorativa, il controllo e la sistemazione della propria posizione assicurativa diviene un investimento per futuro, nonché espressione di un vero e proprio bene patrimoniale essendo idonea a produrre effetti economici nei confronti del lavoratore. Oltre che a configurarsi come un vero e proprio diritto soggettivo suscettibile di lesione e, dunque, di tutela giuridica, sia nei confronti del datore di lavoro, all'adempimento degli obblighi assicurativi, che dell'Ente che eroga le prestazioni previdenziali, in quanto il lavoratore ha un interesse concreto ed attuale ad accertare l'esistenza del rapporto di lavoro e del rapporto previdenziale. Si configura il diritto del prestatore di lavoro alla integrità della sua posizione assicurativa, in correlazione alla durata del rapporto di lavoro e all'obbligazione contributiva non ancora prescritta. Il nostro ordinamento riconosce una posizione soggettiva e la costituzione di una posizione assicurativa come sviluppo del principio di automaticità delle prestazioni, riconosciuto dalla legge, ex art. 2116 c.c. e dalla Corte Costituzionale, una fondamentale garanzia dell'assicurato.

In an increasingly flexible and internationalized labor market, where the type and position of work are destined to change several times during the course of working life, the control and arrangement of one's insurance position becomes an investment for the future, as well as the expression of a real asset as it is capable of producing economic effects on the worker. In addition to being configured as a true and proper subjective right susceptible of injury and, therefore, of legal protection, both towards the employer for the fulfillment of the insurance obligations and the Body that provides social security benefits, as the worker has a concrete and current interest in ascertaining the existence of the employment relationship and the social security relationship. The right of the employee to the integrity of his insurance position is configured, in relation to the duration of the employment relationship and to the contribution obligation not yet prescribed. Our legal system recognizes a subjective position and the establishment of an insurance position as a development of the principle of automaticity of benefits, recognized by art. 2116 c.c. and by the

---

Constitutional Court, a fundamental guarantee of the insured.

**Parole chiave:** Posizione assicurativa, bene patrimoniale, diritto soggettivo, automaticità prestazioni.

**Sommario:** 1. La posizione assicurativa, questa sconosciuta? - 2. Obbligo contributivo e diritto a pensione. - 3. Integrità della posizione assicurativa: diritto soggettivo e bene patrimoniale del lavoratore.

## 1. La posizione assicurativa, questa sconosciuta ?

E' di tutta evidenza l'importanza della creazione, nell'ordinamento giuridico, di un quadro generale chiaro e comprensibile, relativo ad una serie di istituti previdenziali (computi, riscatti, ricongiunzioni, totalizzazioni, contribuzioni figurative, ecc.), senza indulgere ad una trattazione analitica della disciplina dei singoli istituti che avranno, nel tempo, un'applicazione sempre più ampia rispetto al passato.

Ciò in quanto, in un mercato del lavoro, nazionale ed europeo, in cui il lavoratore, sia pubblico che privato, è sempre più spesso destinato a cambiare tipologia e collocazione lavorativa e tenendo conto del fatto che l'estensione soggettiva e oggettiva raggiunta, ormai, dalla tutela previdenziale, assume un rilievo politico ed economico tale da condizionare la struttura stessa della società<sup>1</sup>.

Una materia fittissima e specialistica, non priva di particolarità che la rendono di difficile comprensione e per la quale vi è la necessità di una visione organica, dettagliata e di sistema, oltre che di conoscerne i futuri sviluppi. E' sempre più oggettiva e veritiera l'affermazione che la pensione si costruisce fin da giovani e che la stessa rappresenta un obiettivo di *welfare state*.

Dunque, il controllo della propria posizione assicurativa, rappresenta un investimento per il futuro.

Da qui la notevole attualità della problematica e la necessità che ogni lavoratore abbia una conoscenza, consapevole, della propria posizione assicurativa, nonché della correttezza dei versamenti contributivi effettuati dai datori di lavoro.

La legge di riforma previdenziale del 1995, come noto, ha fatto rientrare molti lavoratori, in tutto o in parte, nel cosiddetto sistema contributivo e, dunque, l'ammontare della contribuzione effettivamente versata, sarà determinante per il calcolo di tutta o gran parte della pensione che al lavoratore spetterà.

Eventuali omissioni e/o errori contributivi, se non corretti tempestivamente, possono produrre danni considerevoli, mentre l'accuratezza e il controllo dell'estratto

---

<sup>1</sup> La centralità del concetto di previdenza che si contrappone a quello di carità, è ciò che ha permesso di distinguere il mutuo soccorso dalle forme precedenti di affratellamento. La previdenza è stata il mezzo per emancipare l'operaio dalla carità spontanea, una dipendenza che durava da secoli. Cfr. MAIC, Società di mutuo soccorso, anno 1862, per cura del Ministero di Agricoltura Industria e Commercio, Torino, Tipografia letteraria, 1864, p. XXV.



---

conto contributivo, non solo evita imprevisti, ma agevola e velocizza l'atto della liquidazione della prestazione pensionistica.

L'estratto conto è una fotografia della vita contributiva del lavoratore. Si tratta di un prezioso documento del quale è evidente l'opportunità di disporne per tempo, per avere sempre sotto controllo, sin dal momento dell'apertura della posizione assicurativa, l'elenco dei contributi che risultano registrati a proprio favore.

La possibilità di consultare la propria posizione assicurativa permette di essere consapevoli del futuro trattamento pensionistico, evitando imprevisti.

La posizione assicurativa e contributiva, infatti, è espressione di un vero e proprio *bene patrimoniale* in quanto è idonea a produrre effetti economici nei confronti del lavoratore.

Si configura, inoltre, come un *diritto soggettivo* suscettibile di tutela giuridica, sia nei confronti del datore di lavoro che dell'Ente che eroga le prestazioni previdenziali.

L'estratto conto individuale, infatti, è il documento nel quale confluiscono i dati contributivi trasmessi mensilmente dai datori di lavoro e che deve essere consultabile dal lavoratore.

Nell'ambito del rapporto contributivo si avvia un rapporto giuridico tra tre soggetti: datore di lavoro, lavoratore ed ente previdenziale.

L'oggetto di tale rapporto contributivo è la prestazione patrimoniale, mentre la causa è la costituzione di una posizione assicurativa in capo al lavoratore.

Inseguito all'introduzione del sistema contributivo che ha modificato il sistema di calcolo della pensione che non si basa più sugli ultimi stipendi ricevuti, ma sul totale dei contributi versati nell'arco dell'intera vita lavorativa, risulta sempre più significativo avere sotto controllo questo dato.

Una valutazione attenta della propria situazione previdenziale, infatti, offre l'occasione all'iscritto di segnalare eventuali discordanze e anomalie da comunicare tempestivamente al competente Istituto Nazionale per la Previdenza Sociale (INPS).<sup>2</sup>

Per i dipendenti privati l'estratto conto contributivo/previdenziale\_è il documento che elenca tutti i contributi versati all'INPS in favore del lavoratore, riepilogando i versamenti da lavoro, figurativi e da riscatto, suddivisi in base alla gestione alla quale il lavoratore risulta iscritto.

Per i dipendenti delle pubbliche amministrazioni e per i lavoratori privati che hanno svolto periodi di lavoro nel settore pubblico, l'estratto conto previdenziale permette di consultare la propria posizione assicurativa, verificando i dati presenti negli archivi dell'INPS trasmessi dalla pubblica amministrazione presso cui si è svolto servizio. Chi è in prossimità della pensione potrà richiedere un **estratto conto certificativo**

---

<sup>2</sup> L'INPS fa riferimento a diverse categorie d'utenza: agricoltori, artigiani e commercianti, artisti, musicisti, scrittori e lavoratori dello spettacolo, borsisti, assegnisti, specializzandi e venditori porta a porta, casalinghe e casalinghi, dipendenti privati, dipendenti pubblici, dirigenti aziendali e industriali, intermediari e consulenti, lavoratori, lavoratori autonomi e liberi professionisti senza cassa, lavoratori domestici, lavoratori in Paesi *extra* UE, lavoratori in Paesi UE, lavoratori iscritti alla gestione separata, lavoratori marittimi, pescatori e settore volo, lavoratori migranti, lavoratori parasubordinati e occasionali, ministri di culto, patronati, sportivi.

---

presso le sedi INPS competenti, cioè un documento contenente l'analisi dettagliata della posizione previdenziale del lavoratore, ricevendo un'attestazione analitica della posizione assicurativa con valore legale<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Cfr. *Sentenza Corte di Cassazione, Sezione Lavoro Civile, 30 luglio 2018, n. 20086* - Riscatto dei contributi quale collaboratore familiare di coltivatore diretto. Domande di rendita vitalizia prima accolte e poi annullate d'ufficio dall'INPS. La Corte di Cassazione ha precisato che nell'ipotesi in cui l'INPS abbia fornito all'assicurato una erronea indicazione della sua posizione contributiva, l'Ente previdenziale è tenuto a risarcire il danno sofferto dall'interessato per il mancato conseguimento che aveva chiesto all'INPS il risarcimento del danno subito per aver confidato nell'accoglimento delle domande di rendita vitalizia con riscatto dei contributi quale collaboratore familiare di coltivatore diretto, prima accolte e poi annullate d'ufficio dall'INPS, dopo le sue dimissioni irrevocabili da un rapporto di lavoro subordinato. L'assicurato lamentava che la decisione dell'Istituto gli aveva reso impossibile il raggiungimento del diritto a pensione avendo ormai risolto il rapporto di lavoro. La domanda del pensionato era stata però rigettata sia dal Tribunale che dalla Corte d'Appello in quanto i giudici non avevano ritenuto integrati i presupposti per l'applicazione della norma di cui all'art. 54 della L. n. 88/1989, che riconosce valore certificativo soltanto alle comunicazioni dell'INPS rese su domanda e dirette, specificamente, a certificare la posizione contributiva utile al pensionamento. La Corte di Cassazione, su ricorso del lavoratore, ha tuttavia ribaltato le sentenze dei giudici di merito precisando che è irrilevante che le informazioni erronee siano state fornite mediante il rilascio di estratti-conto assicurativi non richiesti dall'interessato e inidonei a rivestire efficacia certificativa *"in quanto la responsabilità dell'Istituto è fondata sull'inadempimento dell'obbligo legale gravante sugli enti pubblici, dotati di poteri di indagine e certificazione, di non frustrare la fiducia di soggetti titolari di interessi al conseguimento di beni essenziali della vita"*. E pertanto il Supremo Collegio ha cassato la sentenza d'appello.

Cfr. *Sentenza Corte di Cassazione - Sezione civile - 1 febbraio 2018, n. 2498* - Responsabilità dell'Ente Previdenziale nel caso di errata comunicazione dei dati all'assicurato. Nello specifico, un cittadino aveva anticipato la cessazione del rapporto di lavoro, ritenendo di aver maturato il numero di anni e contributi necessari a ricevere la pensione. Tuttavia, l'INPS aveva negato il riconoscimento della pensione a causa di un'errata comunicazione sulla posizione contributiva dell'assicurato. La Corte di Cassazione ha stabilito che la responsabilità dell'Ente previdenziale per errate informazioni sulla pensione può configurarsi soltanto in presenza dei seguenti elementi: a) le informazioni siano rese su specifica domanda dell'interessato e non su informale richiesta di parere; b) le informazioni fornite dall'Ente inducano l'interessato in errore scusabile (l'errore non deve essere così macroscopico da far comprendere a chiunque, dotato di media diligenza, che si è verificato un disguido); c) le informazioni si riferiscano a dati di fatto concernenti la posizione assicurativa dell'interessato, gli unici che l'ente sia tenuto a comunicare, attraverso i propri funzionari. Il danno subito dal lavoratore che sia stato indotto all'anticipata cessazione del rapporto di lavoro, a seguito di errata comunicazione dell'Ente, è riconducibile ad un illecito contrattuale. Si è in particolare evidenziato l'obbligo che fa carico all'INPS, ai sensi della Legge n. 88 del 1989 di comunicare all'assicurato che ne faccia richiesta, i dati relativi alla propria situazione previdenziale e pensionistica, ed in particolare, la predetta comunicazione ha valore certificativo. E' proprio per l'importante valore che la legge attribuisce alla predetta comunicazione cui l'ente previdenziale è tenuto, che senza specifica richiesta, le comunicazioni in questione non hanno valenza certificativa e non danno diritto al risarcimento del danno. In conclusione, la Corte ha negato il risarcimento dei danni derivanti dall'errata comunicazione dei dati pensionistici, poiché la comunicazione di diniego della pensione non può assumere la valenza certificativa, posto che non è stata preceduta da alcuna domanda formale di certificazione dei dati medesimi.

Cfr. *Sentenza Corte di Cassazione - Sezione civile - 17 settembre 2019, n. 23114* - Pensione erogata per svista dell'INPS: anche l'assicurato è responsabile. In caso di errore di calcolo dei contributi INPS, la responsabilità non ricade solo sull'Istituto ma anche sull'assicurato, se, con ordinaria diligenza, quest'ultimo, avrebbe potuto verificare la correttezza dei dati a lui forniti dall'Ente.

---

## 2. Obbligo contributivo e diritto a pensione.

L'importanza del corretto adempimento dell'obbligo contributivo gravante sul datore di lavoro, anche per la quota a carico del lavoratore alle sue dipendenze, si collega direttamente sia al diritto a pensione, costituzionalmente garantito *ex art. 38 Cost.* sia al presupposto di tale diritto che è la sussistenza del requisito contributivo.

Il diritto a pensione è indisponibile e imprescrittibile mentre il requisito contributivo è soggetto a termine prescizionale<sup>4</sup>.

Come noto, l'instaurazione di un rapporto di lavoro, fa sorgere *ipso jure* un corrispondente rapporto assicurativo e, dunque, l'obbligo del versamento dei contributi previdenziali in capo al datore di lavoro.

Nell'ambito del rapporto contributivo si avvia un rapporto giuridico tra tre soggetti: datore di lavoro, lavoratore ed ente previdenziale.

Tuttavia, nel caso di inadempimento del citato obbligo contributivo da parte del datore di lavoro, il pregiudizio viene a ricadere sia nella sfera giuridica del lavoratore, incidendo negativamente sulla sua posizione previdenziale, sia nei confronti dell'istituto assicuratore.

E' il caso di richiamare i contenuti degli articoli 2114 "*Previdenza ed assistenza obbligatorie*" e 2116 "*Prestazioni*" del c.c.<sup>5</sup>. in quanto, quest'ultimo articolo, interviene a tutela del lavoratore con un principio che, successivamente è stato confermato dall'art. 40 della legge n. 153/1969<sup>6</sup> la quale ha integrato l'art. 27 del regio decreto-legge 14 aprile 1939, n. 636 con un apposito comma che così recita: "il requisito di contribuzione stabilito per il diritto alle prestazioni di vecchiaia, invalidità e superstiti, si intende verificato anche quando i contributi non siano effettivamente versati, ma risultino dovuti nei limiti della prescrizione decennale. Il rapporto di lavoro deve risultare da documenti o prove certe. I periodi non coperti da contribuzione di cui al comma precedente sono considerati utili anche ai fini della determinazione della misura delle pensioni".

Qualora non fosse più possibile il versamento dei contributi in quanto prescritti,

---

<sup>4</sup> Il Decreto del Presidente della Repubblica 29 dicembre 1973, n. 1092 - Approvazione del testo unico delle norme sul trattamento di quiescenza dei dipendenti civili e militari dello Stato, all'art. 5, prevede l'imprescrittibilità del diritto a pensione per il pubblico impiego che vale anche per tutti gli altri settori del sistema previdenziale (art. 38 Cost., artt. 2115, 2934 c.c. e legge 30 aprile 1969, n. 153 - Revisione degli ordinamenti pensionistici e norme in materia di sicurezza sociale. La legge 8 agosto 1995, n. 335, Riforma del sistema pensionistico obbligatorio e complementare, all'art. 3, comma 9, prevede come le contribuzioni di previdenza e di assistenza sociale obbligatoria non possano essere versate una volta prescritte.

<sup>5</sup> "Le prestazioni indicate nell'art. 2114 sono dovute al prestatore di lavoro, anche quando l'imprenditore non ha versato regolarmente i contributi dovuti alle istituzioni di previdenza e di assistenza, salvo diverse disposizioni delle leggi speciali. Nei casi in cui, secondo tali disposizioni, le istituzioni di previdenza ed assistenza, per mancata o irregolare contribuzione, non sono tenute a corrispondere in tutto o in parte le prestazioni dovute, l'imprenditore è responsabile del danno che ne deriva al prestatore di lavoro".

<sup>6</sup> Legge 30 aprile 1969, n. 153 - "Revisione degli ordinamenti pensionistici e norme in materia di sicurezza sociale".

---

la legge n. 1338/1962, all'art. 13<sup>7</sup>, prevede, sempre a tutela del lavoratore, la costituzione di una rendita vitalizia che sia pari alla pensione o alla quota di pensione, adeguata dell'assicurazione obbligatoria che sarebbe spettata al lavoratore qualora i contributi non fossero stati omessi, o ancora l'azione risarcitoria nei confronti del datore di lavoro *ex art. 2116 c.c.* (principio di automatismo delle prestazioni previdenziali).<sup>8</sup>

La *ratio legis* sta nel fatto che, l'omissione della contribuzione produce un pregiudizio patrimoniale a carico del lavoratore che si distingue in due parti: a) perdita, totale o parziale, della prestazione previdenziale pensionistica che si verifica quando il prestatore raggiunge l'età pensionabile; b) necessità di costituire la provvista necessaria ad ottenere un beneficio economico corrispondente alla pensione.

Si tratta di un sistema di tutela che ha come principale punto di riferimento il diritto ad ottenere il pagamento delle prestazioni previdenziali, anche in caso di omissioni dei versamenti contributivi da parte del datore di lavoro all'Istituto Previdenziale e qualora non sia ancora intervenuta la prescrizione.

---

<sup>7</sup> Legge 12 agosto 1962, n. 1338 - "Disposizioni per il miglioramento dei trattamenti di pensione dell'assicurazione obbligatoria per l'invalidità la vecchiaia e i superstiti", art. 13 "Ferme restando le disposizioni penali, il datore di lavoro che abbia omesso di versare contributi per l'assicurazione obbligatoria invalidità, vecchiaia e superstiti e che non possa più versarli per sopravvenuta prescrizione ai sensi dell'articolo 55 del regio decreto-legge 4 ottobre 1935, n. 1827, può chiedere all'Istituto nazionale della previdenza sociale di costituire, nei casi previsti dal successivo quarto comma, una rendita vitalizia reversibile pari alla pensione o quota di pensione adeguata dell'assicurazione obbligatoria, che spetterebbe al lavoratore dipendente in relazione ai contributi omessi. La corrispondente riserva matematica è devoluta, per le rispettive quote di pertinenza, all'assicurazione obbligatoria e al Fondo, di adeguamento, dando luogo alla attribuzione a favore dell'interessato di contributi base corrispondenti, per valore e numero, a quelli considerati ai fini del calcolo della rendita. La rendita integra con effetto immediato la pensione già in essere; in caso contrario i contributi di cui al comma precedente sono valutati a tutti gli effetti ai fini della assicurazione obbligatoria per l'invalidità, la vecchiaia e i superstiti. Il datore di lavoro è ammesso ad esercitare la facoltà concessagli dal presente articolo su esibizione all'Istituto nazionale della previdenza sociale di documenti di data certa, dai quali possano evincersi la effettiva esistenza e la durata del rapporto di lavoro, nonché la misura della retribuzione corrisposta al lavoratore interessato. Il lavoratore, quando non possa ottenere dal datore di lavoro la costituzione della rendita a norma del presente articolo, può egli stesso sostituirsi al datore di lavoro, salvo il diritto al risarcimento del danno, a condizione che fornisca all'Istituto nazionale della previdenza sociale le prove del rapporto di lavoro e della retribuzione indicate nel comma precedente. Per la costituzione della rendita il datore di lavoro, ovvero il lavoratore allorché si verifichi l'ipotesi prevista al quarto comma, deve versare all'Istituto nazionale della previdenza sociale la riserva matematica calcolata in base alle tariffe che saranno all'uopo determinate e variate, quando occorra, con decreto del Ministro del lavoro e della previdenza sociale, sentito il Consiglio di amministrazione dell'Istituto nazionale della previdenza sociale. AGGIORNAMENTO - La Corte Costituzionale con sentenza 13 - 22 dicembre 1989, n. 568 (in G.U. 1a s.s. 27/12/1989 n. 52) ha dichiarato "la illegittimità costituzionale dell'art. 13, quarto e quinto comma, nella parte in cui, salva la necessità della prova scritta sulla esistenza del rapporto di lavoro da fornirsi dal lavoratore, non consente di provare altrimenti la durata del rapporto stesso e l'ammontare della retribuzione."

<sup>8</sup> Cfr. Cass. civ. n. 20827/2013, Cass. civ. n. 10119/2012, Cass. civ. n. 13930/2006, Cass. civ. n. 26990/2005, Cass. civ. n. 16300/2004, Cass. civ. n. 7139/2003, Cass. civ. n. 7459/2002, Cass. civ. n. 6409/2002, Cass. civ. n. 5767/2002, Cass. civ. n. 14680/1999, Cass. civ. n. 10945/1998, Cass. civ. n. 486/1994, Cass. civ. n. 1434/1993, Cass. civ. n. 4236/1992, Cass. civ. n. 6092/1991, Cass. civ. n. 6568/1979.

---

L' INPS ha preso atto dell'orientamento giurisprudenziale con Circolare n. 50 del 10 marzo 2003 (trasferimento ad altro Ente di contribuzione dovuta ma non versata, applicazione del principio dell'automatismo delle prestazioni): "Con sentenza n. 374 del 26.11/ 5.12.1997 la Corte Costituzionale ha dichiarato non fondata la questione di legittimità costituzionale dell'art. 2, c.2, e dell'art. 6, c.2 della legge n. 29, nella parte in cui non prevede il principio di automatismo delle prestazioni previdenziali nei casi di contributi non effettivamente versati, ma dovuti nei limiti della prescrizione decennale, affermando che tale principio opera anche nel caso di ricongiunzione e rinviando al giudice ordinario il problema relativo a quale gestione deve far carico l'onere dei contributi dovuti e non riscossi. La Corte Suprema di Cassazione, sezione lavoro, con sentenza n.5767 del 20 aprile 2002 ha stabilito che per la contribuzione dovuta all'INPS l'onere dei contributi non versati spetti all'INPS cui per effetto dell'automatismo delle prestazioni fa carico il rischio derivante da eventuali inadempimenti del datore di lavoro nei limiti della prescrizione, dal momento che il lavoratore ha diritto all'integrità della sua posizione assicurativa correlata alla durata del rapporto e all'adempimento dell'obbligo contributivo non ancora prescritto. Allo stato, il sistema previdenziale che collega l'accesso alle prestazioni alla maturazione di un determinato numero di anni di contribuzione, si atteggia diversamente a seconda che il lavoratore sia autonomo, subordinato o parasubordinato.<sup>9</sup> Nell'area del lavoro autonomo e professionale vige un modello di autotutela previdenziale: il lavoratore provvede al versamento dei contributi alla cassa competente, la quale provvederà ad erogare i trattamenti al raggiungimento dei requisiti contributivi minimi. L'autotutela fa sì che il lavoratore "irresponsabile", che ometta di versare i contributi, risponda delle conseguenze delle proprie lacune contributive."<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Cfr. Tribunale, Venezia, 27/02/2019, n. 127 – Ricongiungimento dei periodi lavorativi per i quali la contribuzione non sia stata versata: opera il principio di automaticità. Circolare 10/03//2003, n. 50 – Trasferimento ad altro Ente della contribuzione dovuta ma non versata, applicazione del principio dell'automatismo delle prestazioni. Tribunale civile, sez. lav. 09/07/2018, n. 17990 - Controversie previdenziali e regolarizzazione della posizione assicurativa. Cfr. Cass. civile sez. lav. 18 settembre 2004, n. 18830, in Giust. civ. Mass. 2005, 1: "il principio generale dell'automatismo delle prestazioni previdenziali, in forza del quale queste ultime spettano al lavoratore anche quando i contributi dovuti non siano stati effettivamente versati, non trova applicazione, in difetto di specifiche disposizioni di legge o di una legittima fonte secondaria in senso contrario, nel rapporto tra lavoratore autonomo ed ente previdenziale, con la conseguenza che il mancato versamento dei contributi obbligatori impedisce, di regola, la stessa costituzione del rapporto previdenziale e, comunque, la maturazione del diritto alle prestazioni; né tale esclusione può essere ritenuta irragionevole, giacché nel rapporto tra lavoratore autonomo ed ente previdenziale l'obbligazione contributiva grava sullo stesso lavoratore al quale compete il diritto alle prestazioni e che quindi, coerentemente, subisce le conseguenze pregiudizievoli del proprio inadempimento."

<sup>10</sup> Cass. civile sez. lav. 03 ottobre 2008, n. 24582, in Giust. civ. Mass. 2008, 10, 1429: "l'assicurazione obbligatoria di invalidità, vecchiaia e superstiti per gli artigiani non è retta dal principio di automatismo e le prestazioni competono solo in quanto siano stati effettuati i versamenti contributivi (nella specie, la sentenza impugnata aveva riconosciuto il diritto all'assegno per nucleo familiare artigiani, attribuendo rilevanza al condono presentato dall'artigiano e alla perdurante esigibilità dei contributi da parte dell'istituto previdenziale; la S.C., nell'affermare il principio su esteso, ha cassato la sentenza di merito ed affermato l'irrelevanza della domanda di condono presentata dall'interessato e non seguita dal versamento dei contributi necessario per il perfezionamento della sanatoria)." Per gli

---

In considerazione dei principi affermati dalla giurisprudenza è possibile operare la ricongiunzione verso altri Enti anche per i periodi per i quali i contributi risultino dovuti ma non versati, purché non ancora prescritti.

Considerato che, come sottolineato dalla Corte Costituzionale, l'ente previdenziale a cui, per effetto del principio dell'automatismo, deve far carico il rischio derivante da eventuali inadempimenti del datore di lavoro ai propri obblighi contributivi, e nei limiti della prescrizione, è tenuto a garantire la integrità della posizione assicurativa, il trasferimento della posizione assicurativa richiesta dal lavoratore per la ricongiunzione in un'unica gestione dei periodi assicurativi esistenti in gestioni diverse, deve comprendere anche la contribuzione ancora non recuperata dal datore di lavoro tenuto a versarla. Resta inteso che nelle situazioni in argomento, le Sedi INPS competenti dovranno attivarsi per il recupero del credito contributivo nei confronti dell'azienda inadempiente, provvedendo in ogni caso all'interruzione dei termini prescrizionali.

### **3. Integrità della posizione assicurativa: diritto soggettivo e bene patrimoniale del lavoratore**

Il combinato disposto e la portata delle norme citate, dunque, postulano l'esistenza di un vero e proprio diritto del lavoratore alla integrità della posizione assicurativa nonché, il suo diritto soggettivo all'adempimento degli obblighi assicurativi da parte del datore di lavoro.<sup>11</sup>

---

artigiani, quindi, in quanto lavoratori autonomi, l'assicurazione obbligatoria di invalidità vecchiaia e superstiti non è retta dal principio dell'automatismo (*ex plurimis*, anche Cass. civile sez. lav. 13 luglio 1993 n. 7713 in Giust. civ. Mass. 1993, 1166 (s.m.), Informazione previd. 1993, 898 : "l'assicurazione obbligatoria di invalidità, vecchiaia e superstiti per i lavoratori autonomi non è retta dal principio dell'automatismo - mancando la figura del datore di lavoro tenuto al versamento dei contributi obbligatori - e pertanto l'iscrizione nell'albo delle imprese artigiane non comporta di per sé solo la nascita del rapporto assicurativo e del diritto a pensione di invalidità in favore dell'artigiano che non possa vantare un'anzianità contributiva di almeno cinque anni." In dottrina vedi R. Pessi, Lezioni di diritto della previdenza sociale, Cedam, Padova 2012, 417: "laddove le due situazioni giuridiche soggettive (beneficiario e obbligato) coincidono, non è sembrato equo al legislatore neutralizzare gli effetti dell'omissione contributiva a vantaggio del beneficiario, venendo meno quel principio di meritevolezza che ha portato alla sostituzione della regola della sinallagmaticità effettiva con quella, propria della materia previdenziale, della sinallagmaticità virtuale."

<sup>11</sup> Cfr.: Cass. Civ. - Sez. VI 30/05/2019, n. 14853 "L'interesse del lavoratore al versamento dei contributi previdenziali di cui sia stato omesso il pagamento, integra un diritto soggettivo alla posizione assicurativa". -Corte d'Appello, Bari, Sez. Lav. 15/11/2019, n.2333 "L'azione di condanna del datore di lavoro al versamento dei contributi può investire soltanto il datore di lavoro, non anche l'INPS. - Tribunale, Bari, Sez. Lav. 12/07/2018, n. 2643 "Domanda di regolarizzazione della posizione assicurativa e previdenziale: necessario evocare in giudizio l'INPS. Secondo la Giurisprudenza in materia di ricongiunzione di periodi assicurativi in un unico Fondo, il Fondo che li deve trasferire dovrà versare al Fondo ricevente tutte le somme corrispondenti, anche se il datore di lavoro non ha versato i contributi. Cass. civile sez. lav. 20 aprile 2002, n. 5767, in Not. Giur. Lav., 2002, 700: "In difetto di normative speciali derogatorie, il principio di automatismo delle prestazioni previdenziali,



---

Secondo la Cassazione civile, sez. lav. 23 gennaio 1989, n. 379<sup>12</sup> “il lavoratore ha un vero e proprio diritto soggettivo al regolare versamento dei contributi previdenziali in proprio favore ed alla conformità alle prescrizioni di legge della propria posizione assicurativa, costituendo questa un bene suscettibile di lesione e di tutela giuridica nei confronti del datore di lavoro che lo abbia pregiudicato; consegue che, in caso di mancato o insufficiente versamento dei contributi (situazione che si verifica anche quando l’obbligo contributivo venga assolto su importi retributivi inferiori a quelli effettivamente corrisposti), lo stesso lavoratore può agire in giudizio, anche prima che si sia concluso il rapporto giuridico previdenziale, per ottenere la condanna del datore di lavoro alla regolarizzazione della posizione assicurativa, mediante il versamento all’ente previdenziale dei contributi omessi e non prescritti, e può avvalersi, per i contributi prescritti, del rimedio previsto dall’art. 13 della l. 12 agosto 1962 n. 1338, che gli consente di ottenere, in contraddittorio necessario con il suddetto ente, la condanna del datore di lavoro alla costituzione di una rendita vitalizia reversibile pari alla pensione o alla quota di pensione corrispondente ai contributi omessi”. In effetti, la posizione assicurativa, pur strumentale per l’accesso alle prestazioni pensionistiche, rappresenta un bene suscettibile di lesione e di tutela giuridica, fin dall’instaurazione del rapporto di lavoro, allorché non risultino pagati i contributi assicurativi.<sup>13</sup>

---

di cui all’art. 2116 c.c., comportando l’effetto di rendere indipendente il rapporto contributivo intercorrente tra ente previdenziale e datore di lavoro rispetto all’altro, di tipo prestazionale, tra l’ente e l’assicurato, opera non soltanto alla maturazione del diritto a pensione, ma già nel corso del rapporto previdenziale, dovendosi quindi configurare l’esistenza di un diritto del lavoratore alla integrità della posizione assicurativa, esercitabile anche quando l’assicurato, avvalendosi della facoltà riconosciutagli dall’art. 2 della legge n. 29 del 1979, intenda trasferire la propria posizione assicurativa presso altra gestione. Ne consegue che, essendo l’ente previdenziale, al quale, per effetto di quel principio, fa carico il rischio derivante da eventuali inadempimenti del datore di lavoro ai propri obblighi contributivi, e nei limiti della prescrizione, tenuto a garantire l’integrità della posizione assicurativa, il trasferimento di quest’ultima, richiesto dal lavoratore per la ricongiunzione in un’unica gestione dei periodi assicurativi esistenti in gestioni diverse, deve comprendere anche la contribuzione ancora non recuperata dall’ente previdenziale nei confronti del datore di lavoro tenuto a versarla. (Nella specie, la S.C. ha cassato la sentenza impugnata, che aveva respinto - sul presupposto della applicabilità dell’art. 39 della legge n. 153 del 1969 soltanto alle omissioni contributive correlate al fallimento e non anche a quelle verificatesi per le imprese sottoposte alle procedure di amministrazione straordinaria - la domanda di alcuni lavoratori volta ad ottenere la condanna dell’INPS ad accreditare nelle singole posizioni contributive di ciascuno di essi i contributi previdenziali non versati da una società ammessa alla procedura di amministrazione straordinaria e a trasferire i contributi medesimi presso le gestioni assicurative nelle quali essi risultavano iscritti alla data della domanda di ricongiunzione).”

<sup>12</sup> Giust. civ. Mass. 1989, fasc. 1 e in *Informazione previd.* 1989, 656.

<sup>13</sup> Cass. civile sez. lav. 20 luglio 1985, n. 4307, in *Rep. Foro It.*, 1985, *Previdenza sociale*, n. 508: “Il diritto del lavoratore agli adempimenti assicurativi, anche se l’ammontare dei contributi è commisurato a quello della retribuzione, non è una derivazione del diritto alla retribuzione, in quanto entrambi tali diritti - come i corrispondenti obblighi del datore di lavoro - sorgono contemporaneamente, come effetto immediato dell’instaurazione del rapporto di lavoro, e possono avere, nell’esecuzione di questo, sorte diversa ed indipendente, in ragione della diversa disciplina cui sono sottoposti e del funzionamento dell’obbligo contributivo nell’ambito di un connesso rapporto previdenziale trilaterale. Conseguentemente, nel caso di inattuazione funzionale del rapporto di lavoro, la persistenza in vita del medesimo legittima la pretesa risarcitoria relativa, oltre che alla mancata

---

Nell'ipotesi di mancato versamento dei contributi, il soggetto danneggiato, quindi il lavoratore, può rivolgersi al giudice anche prima che si verifichino i condizionamenti delle mancate prestazioni previdenziali, ciò per far accertare la potenzialità del danno per omissione contributiva, secondo Cassazione civile sez. lav., 3 dicembre 2004 n. 22751 (in *Giust. civ. Mass.* 2005, 1): “nel caso di omissione contributiva, se è vero che il diritto al risarcimento del danno non può sorgere prima del verificarsi di un pregiudizio, è altrettanto vero che il lavoratore può chiedere la tutela della sua aspettativa concernente le prestazioni assicurative ancor prima del verificarsi degli eventi condizionanti l'erogazione delle prestazioni previdenziali, avvalendosi, a tal fine, della domanda di condanna generica al risarcimento dei danni, volta ad accertare la potenzialità dell'omissione contributiva a provocare danno, salva poi la facoltà di esperire, al momento del prodursi dell'evento dannoso, l'azione risarcitoria ex art. 2116, comma 2, c.c., o quella diversa, in forma specifica, ex art. 13, l. 12 agosto 1962 n. 1338.”

Sussiste, dunque, il diritto del prestatore di lavoro alla integrità della sua posizione assicurativa, in correlazione alla durata del rapporto di lavoro e all'obbligazione contributiva non ancora prescritta<sup>14</sup>.

Naturalmente il diritto al risarcimento del danno non può sorgere prima del verificarsi del danno stesso, tuttavia, il potenziale danno arrecato dall'omissione contributiva, permette al lavoratore di agire in giudizio per tutelare la sua aspettativa e cioè le prestazioni assicurative.

Quindi, il più volte citato principio di automatismo delle prestazioni previdenziali ex art. 2116 c.c., opera già nel corso del rapporto previdenziale e non solamente nel momento in cui sorge il diritto a pensione.

Si configura l'esistenza di un diritto del lavoratore all'integrità della posizione assicurativa che è sottoposto a tutela in quanto il lavoratore ha un interesse concreto ed attuale ad accertare l'esistenza del rapporto di lavoro e del rapporto previdenziale. Il rapporto contributivo che intercorre tra l'ente previdenziale e il datore di lavoro e il rapporto prestazionale che sussiste tra l'ente previdenziale e l'assicurato sono, dunque, due rapporti indipendenti e ciò è naturale effetto/conseguenza del principio di automatismo delle prestazioni.

Il soggetto sarà interessato a chiedere un accertamento del diritto all'integrità della posizione assicurativa perché questo risponde ad un interesse attuale dello stesso, in quanto, in relazione alla ricognizione del suo rapporto di lavoro, egli sarà in grado di fare una valutazione sull'eventuale possibilità di chiedere ricongiunzioni, riscatti,

---

percezione della retribuzione, all'omissione delle contribuzioni previdenziali, nonostante la mancata erogazione della retribuzione nel periodo predetto.” Cass. civile sez. lav. 20 aprile 2002, n. 5767, in *Not. Giur. Lav.*, 2002, 700. Cass. civile sez. lav. 6 luglio 2002, n.9850, in *Rep. Foro It.*, 2002, *Danni civili*, n. 161: “Il lavoratore ha un vero e proprio diritto soggettivo al regolare versamento dei contributi previdenziali in proprio favore ed alla conformità alle prescrizioni di legge della propria posizione assicurativa, costituendo questa un bene suscettibile di lesione e di tutela giuridica nei confronti del datore di lavoro che lo abbia pregiudicato.”

<sup>14</sup> Cfr. Cass. civile sez. lav. 20 aprile 2002, n. 5767, in *Not. Giur. Lav.*, 2002, 700.

---

prosecuzioni volontarie della contribuzione.

Oppure la costituzione di una rendita vitalizia, ex art. 13 della citata l. n. 1338/1962, nel caso in cui i contributi si siano prescritti, o anche il collocamento a pensione<sup>15</sup>. Nel caso di intervenuta prescrizione e quindi di estinzione delle contribuzioni, non opera il principio di automaticità delle prestazioni. Il legislatore, in tal senso, ha inteso coinvolgere il lavoratore nel processo di contrasto all'evasione contributiva. Infatti, sarà interesse del lavoratore tutelare la propria posizione assicurativa e non perdere i diritti previdenziali. Il lavoratore viene trasformato da "vittima/complice" in "collaboratore previdenziale"<sup>16</sup>.

Ancora, per evitare la prescrizione dei contributi e, quindi, l'inoperatività del principio di automaticità delle prestazioni, l'ordinamento ha riconosciuto al soggetto beneficiario una serie di situazioni giuridiche funzionali al controllo dell'adempimento dell'obbligazione principale e di quelle accessorie da parte del soggetto passivo dell'obbligazione medesima<sup>17</sup>.

Quindi, la tutela si può realizzare, sia attraverso un'azione giudiziaria nei confronti del datore di lavoro inadempiente all'obbligo di prestazione contributiva e quindi di regolarizzazione della posizione assicurativa. In questo caso è preclusa, per il futuro, l'azione risarcitoria ex art. 2116 c.c. in quanto la possibile "lesione" della posizione assicurativa verrebbe a mancare. Diversamente, nel caso in cui l'azione giudiziaria non fosse esercitata, ciò non precluderebbe il ricorso ad altri rimedi risarcitori.

Infatti, la giurisprudenza, riconosce non solo il danno derivante dalla perdita della prestazione ma anche quello derivante dal tardivo versamento: *"in ipotesi di tardivo versamento, da parte del datore di lavoro, dei contributi dovuti in relazione alle differenze retributive giudizialmente riconosciute al lavoratore, il danno da questo subito sotto il profilo della svalutazione monetaria, per la ritardata riliquidazione, da parte dell'INPS, della pensione di vecchiaia spettantegli, deve essere risarcito dal datore di lavoro (tenuto anche alla corresponsione degli interessi) non ai sensi dell'art. 429, comma 3 c.p.c. - stante l'inapplicabilità di tale norma al credito in oggetto (non di lavoro nè inquadrabile, in quanto non a carico dell'INPS, fra i crediti di natura previdenziale, con conseguente irrilevanza della pronuncia della Corte Costituzionale n. 156 del 1991) - ma ai sensi dell'art. 1224, comma 2, c.c.,<sup>18</sup> tenendo conto, ai fini della prova del maggior danno, dell'inquadrabilità del creditore, in*

---

<sup>15</sup> Cass. civile, sez. lav. 30 gennaio 1985, n. 636, in Giust. Civ. Mass. 1985, fas.1. Cass. civile, sez. lav. 04 dicembre 2002, n. 17223, in Giust. Civ. Mass. 2002, 2118.

<sup>16</sup> C.A. Nicolini, Prescrizione dei contributi, automaticità delle prestazioni e tutela dell'anzianità previdenziale dopo la legge n. 335 del 1995 in RIDL, 1996.

<sup>17</sup> R. Pessi, Lezioni di diritto della previdenza sociale, Cedam, Padova 2012, cit.

<sup>18</sup> Danni nelle obbligazioni pecuniarie – "...Al creditore che dimostra di [2697] aver subito un danno maggiore spetta l'ulteriore risarcimento. Questo non è dovuto se è stata convenuta la misura degli interessi moratori". Il creditore può provare, ad esempio, che se avesse ottenuto tempestivamente il denaro lo avrebbe investito in un'attività con un lucro molto superiore a quello dato dall'applicazione del tasso legale. La prova può essere agevolata dalla presunzione che deriva dal fatto che il creditore appartiene ad una certa categoria, quale quella imprenditoriale. Un danno maggiore può derivare anche dalla svalutazione monetaria.

---

*ragione della qualità di pensionato e della modesta entità delle differenze pensionistiche, nella categoria del “modesto consumatore”<sup>19</sup>.*

E' il caso di evidenziare che, qualora non si condividesse la tesi sull'esistenza del più volte citato diritto all'integrità della posizione assicurativa, ciò potrebbe delineare una violazione del diritto ad agire in giudizio per la tutela dei propri diritti e interessi legittimi, *ex art. 24 Cost.*

Abbiamo già ricordato che il nostro ordinamento riconosce una posizione soggettiva e, dunque, la costituzione di una posizione assicurativa come sviluppo del principio di automaticità delle prestazioni, riconosciuto dalla Corte Cost.<sup>20</sup> una fondamentale garanzia dell'assicurato.

Quindi, sarebbe come non ammettere la tutela da parte dell'interessato, nonché impedire al lavoratore di tutelare il proprio diritto alle prestazioni previdenziali future che dipendono dall'azione del datore di lavoro, tenuto al pagamento, e dall'INPS tenuto al recupero coattivo, secondo la nota tripartizione lavoratore, datore di lavoro ed ente previdenziale.

Inoltre, pur in presenza di una forma di tutela quale la costituzione di una rendita vitalizia, *ex legge n. 1338/62*, che il lavoratore sarà costretto a pagarsi, qualora non lo faccia il datore di lavoro, si determinerebbe, non solo una violazione *ex art. 24 Cost.* ma anche e soprattutto una violazione dell'art. 38, c.2 *Cost.* come sopra esaminato. Sicuramente è da considerarsi esistente un diritto alla integrità della propria posizione assicurativa che implica che il datore di lavoro accrediti i contributi riferiti ai periodi lavorati e tale posizione dovrà essere tutelabile fin quando gli stessi contributi non siano prescritti.

Il sistema di tutela sopra descritto ha, comunque, il suo punto cardine nel diritto al pagamento delle prestazioni previdenziali anche nel caso in cui il datore di lavoro non abbia corrisposto le somme spettanti all'Istituto Previdenziale a titolo di contributi, purché, relativamente alle prestazioni di invalidità, vecchiaia e superstiti, il versamento della contribuzione sia ancora possibile in quanto non prescritto.

La portata delle disposizioni citate, sono volte a neutralizzare nei confronti del lavoratore gli effetti dell'inadempimento dell'obbligo contributivo, vanno oltre il semplice dettato letterale, consentendo di postulare l'esistenza un diritto del lavoratore alla integrità della posizione assicurativa<sup>21</sup>. Con l'instaurazione del rapporto di lavoro,

---

<sup>19</sup> Cass. civile sez. lav.19 agosto 1992, n. 9666, in Giust. civ. Mass. 1992, fasc. 8-9.

<sup>20</sup> Sentenza n. 374 del 26.11/ 5.12.1997, cit.

<sup>21</sup> L'aspetto si è posto in Giurisprudenza in materia di ricongiunzione di periodi assicurativi presso un unico fondo. Nel caso in cui un lavoratore chiede la ricongiunzione di periodi assicurativi il Fondo che li deve trasferire deve versare al Fondo ricevente le somme corrispondenti anche se il datore di lavoro non ha pagato i contributi. Così, Cass. civile sez. lav. 20 aprile 2002, n. 5767, in Not. Giur. Lav., 2002, 700: “In difetto di normative speciali derogatorie, il principio di automatismo delle prestazioni previdenziali, di cui all'art. 2116 c.c., comportando l'effetto di rendere indipendente il rapporto contributivo intercorrente tra ente previdenziale e datore di lavoro rispetto all'altro, di tipo prestazionale, tra l'ente e l'assicurato, opera non soltanto alla maturazione del diritto a pensione, ma già nel corso del rapporto previdenziale, dovendosi quindi configurare l'esistenza di un diritto del lavoratore all'integrità della posizione assicurativa, esercitabile anche quando l'assicurato,

---

dunque, sorge, in favore del lavoratore, il diritto all'adempimento degli obblighi assicurativi da parte del datore di lavoro, che è un vero e proprio diritto soggettivo alla integrità contributiva, ovvero al regolare versamento dei contributi previdenziali.<sup>22</sup>

---

avvalendosi della facoltà riconosciutagli dall'art. 2 della legge n. 29 del 1979, intenda trasferire la propria posizione assicurativa presso altra gestione. Ne consegue che, essendo l'ente previdenziale, al quale, per effetto di quel principio, fa carico il rischio derivante da eventuali inadempimenti del datore di lavoro ai propri obblighi contributivi, e nei limiti della prescrizione, tenuto a garantire l'integrità della posizione assicurativa, il trasferimento di quest'ultima, richiesto dal lavoratore per la ricongiunzione in un'unica gestione dei periodi assicurativi esistenti in gestioni diverse, deve comprendere anche la contribuzione ancora non recuperata dall'ente previdenziale nei confronti del datore di lavoro tenuto a versarla. (Nella specie, la S.C. ha cassato la sentenza impugnata, che aveva respinto - sul presupposto della applicabilità dell'art. 39 della legge n. 153 del 1969 soltanto alle omissioni contributive correlate al fallimento e non anche a quelle verificatesi per le imprese sottoposte alle procedure di amministrazione straordinaria - la domanda di alcuni lavoratori volta ad ottenere la condanna dell'INPS ad accreditare nelle singole posizioni contributive di ciascuno di essi i contributi previdenziali non versati da una società ammessa alla procedura di amministrazione straordinaria e a trasferire i contributi medesimi presso le gestioni assicurative nelle quali essi risultavano iscritti alla data della domanda di ricongiunzione)."

<sup>22</sup> Cass. civile sez. lav. 23 gennaio 1989, n. 379, in Giust. civ. Mass. 1989, fasc. 1 e in *Informazione previd.* 1989, 656: "Il lavoratore ha un vero e proprio diritto soggettivo al regolare versamento dei contributi previdenziali in proprio favore ed alla conformità alle prescrizioni di legge della propria posizione assicurativa, costituendo questa un bene suscettibile di lesione e di tutela giuridica nei confronti del datore di lavoro che lo abbia pregiudicato; consegue che, in caso di mancato o insufficiente versamento dei contributi (situazione che si verifica anche quando l'obbligo contributivo venga assolto su importi retributivi inferiori a quelli effettivamente corrisposti), lo stesso lavoratore può agire in giudizio, anche prima che si sia concluso il rapporto giuridico previdenziale, per ottenere la condanna del datore di lavoro alla regolarizzazione della posizione assicurativa mediante il versamento all'ente previdenziale dei contributi omessi e non prescritti, e può avvalersi, per i contributi prescritti, del rimedio previsto dall'art. 13 della l. 12 agosto 1962 n. 1338, che gli consente di ottenere, in contraddittorio necessario con il suddetto ente, la condanna del datore di lavoro alla costituzione di una rendita vitalizia reversibile pari alla pensione o alla quota di pensione corrispondente ai contributi omessi."

# APPUNTI SPARSI SULLE MORATORIE DA “PANDEMIA”

Raffaele Lener

**Abstract:** Il lavoro prende in esame le misure introdotte dal Governo con decretazione di urgenza a sostegno delle imprese nel periodo della pandemia, accordando moratorie nel pagamento dei debiti. Ciò è avvenuto in modo non lineare e con misure non sempre efficaci e talora contraddittorie, che necessitano di un affinamento. The paper examines the measures introduced by the Government with several decrees of urgency to support businesses in the period of the pandemic, granting moratoriums on the payment of debts. This happened in a non-linear way and with measures that were not always effective and sometimes contradictory, which need to be refined.

**Parole chiave:** pandemia, moratoria, pagamento debiti, fondo gasparrini, mutui, inadempimento

**Sommario:** 1. Premessa; 2. Il Fondo di garanzia dei mutui prima casa (“Gasparrini”); 3. Rapporti tra le diverse misure agevolative; 4. Il calcolo degli interessi nel periodo di sospensione del mutuo; 5. La sospensione delle procedure esecutive immobiliari sulla “prima casa”; 6. Le “misure di liquidità” per le PMI

## 1. Premessa

I decreti del periodo della pandemia (D.L. 9/2020, D.L. 18/2020 e D.L. 23/2020) hanno inciso, in modo forse non profondo e spesso a titolo solo temporaneo, ma comunque significativamente sui rapporti fra finanziatori e finanziati. Ai fini che ci occupano, hanno in particolare toccato (i) la sottoscrizione dei contratti e le comunicazioni tra intermediari e clienti; (ii) il fondo di garanzia dei mutui sulla prima casa (c.d. “Fondo Gasparrini”); (iii) i crediti nei confronti di imprese medio-piccole; (iv) la responsabilità del debitore per inadempimento.

Alla data odierna, il D.L. 18/2020 e il D.L. 23/2020 sono stati convertiti in legge<sup>1</sup>, mentre il D.L. 9/2020 è decaduto per non conversione.

I rapporti contrattuali cui ha guardato il legislatore sono soprattutto rapporti di durata, basati prevalentemente su meccanismi di pagamento rateale. In termini generali, l'ammissione ai benefici previsti dagli art. 54 e 56 del D.L. 18/2020 provoca

---

<sup>1</sup> Rispettivamente dalla Legge n. 27/2020 e dalla Legge n. 40/2020.



---

una temporanea inesigibilità dei crediti.

Come si avrà modo di osservare, siffatta inesigibilità temporanea ha effetti rilevanti in merito al regime di responsabilità del debitore, *anche relativamente all'applicazione di eventuali decadenze o penali connesse a ritardati o omessi adempimenti* (come testualmente recita l'art. 3, comma 6-*bis*, D.L. 6/2020).

## 2. Il Fondo di garanzia dei mutui prima casa (“Gasparrini”)

Il Fondo di garanzia dei mutui prima casa (“Gasparrini”) è stato oggetto di interventi da parte del D.L. 9/2020<sup>2</sup>, del D.L. 18/2020 e del D.L. 23/2020.

Come noto, il Fondo, improntato a una forte logica solidaristica, è stato istituito dalla L. 244/2007 al fine di offrire il beneficio della sospensione del mutuo per l'acquisto della prima casa a soggetti che si trovino in condizioni di temporanea e obiettiva difficoltà.

La disciplina (ordinaria) del Fondo si rinviene nel Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze n. 132/2010. Il D.M. 132/2010 riserva l'accesso al Fondo a mutui di importo non superiore a 250 mila euro stipulati da soggetti il cui ISEE abbia un importo massimo di 30 mila euro<sup>3</sup>. L'art. 2, comma 479 della L. 244/2007 e la relativa disciplina di attuazione del D.M. 132/2010 permettono l'accesso ai benefici sospensivi del Fondo a persone che abbiano subito eventi espressamente tipizzati, di natura negativa e impreveduta, capaci di creare al debitore situazioni di obiettiva (e temporanea) difficoltà ad onorare il pagamento del mutuo.

Essenzialmente, gli eventi che possono legittimare l'ammissione ai benefici sospensivi del Fondo sono elencati all'art. 2, comma 479 della L. 244/2007 (la legge di Bilancio del 2007). Essi sono: (i) la cessazione improvvisa del rapporto di lavoro subordinato (e altri rapporti assimilati) per fatto non imputabile al lavoratore; (ii) la morte o il riconoscimento di un handicap grave ad uno dei componenti del nucleo familiare<sup>4</sup>.

A questi ora si aggiunge quanto previsto dalla nuova lett. *c-bis*) dell'art. 2, comma 479 della L. 244/2007<sup>5</sup>. Siffatto intervento, in quanto vera e propria riforma della

---

<sup>2</sup> Non essendo stato convertito in legge il primo decreto, le norme sul Fondo “Gasparrini” contenute nel D.L. n.9 sono state “trasferite” nella L. 27/2020, di conversione del D.L. 18/2020.

<sup>3</sup> Tali limitazioni quantitative sono previste dalla disciplina ordinaria di attuazione del Fondo emanata con il Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze n. 132/2010 (“**D.M. 132/2010**”).

<sup>4</sup> A queste fattispecie di ammissione, se ne aggiungono le altre tre previsti dal D.M. 132/2010: (i) il sostenimento di spese mediche di significativo importo; (ii) la necessità di eseguire opere di manutenzione indifferibili sull'immobile acquistato; e (iii) l'aumento improvviso dell'onerosità della quota di interessi sulle rate maturate nel corso del rapporto.

<sup>5</sup> Introdotta con il D.L. 9/2020 e “salvata” grazie al trasferimento della previsione nella L. 27/2020, di conversione del D.L. 18/2020.

---

legge istitutiva del Fondo, è prevedibilmente destinato a permanere anche dopo l'esaurimento della pandemia. La norma prevede che possono accedere al Fondo pure coloro che abbiano subito la sospensione o la significativa riduzione dell'orario di lavoro per almeno 30 giorni, anche nel caso in cui il richiedente sia in attesa dei provvedimenti di sostegno al reddito.

L'art. 54 del D.L. 18/2020 ha temporaneamente allargato (per nove mesi dal 17 marzo 2020) la platea dei soggetti che possono richiedere l'accesso al Fondo e ha riformulato il comma 478 dell'art. 2 della L. 244/2007, che stabilisce la misura degli interessi di cui si fa carico il Fondo nel periodo di sospensione<sup>6</sup>.

Nel periodo della pandemia vengono infatti eccezionalmente ammessi ai benefici sospensivi del Fondo i lavoratori autonomi e i liberi professionisti, cui si chiede quale condizione di aver subito una significativa contrazione del fatturato rispetto all'ultimo trimestre dell'anno 2019<sup>7</sup>. La riduzione di fatturato deve essere avvenuto in conseguenza della chiusura o delle restrizioni imposte dalle *disposizioni adottate dall'autorità competente per l'emergenza coronavirus*.

Va notato come ai beneficiati non sia richiesto di fornire prova né della riduzione del fatturato, né del rapporto causa/effetto fra pandemia e contrazione dei ricavi (una sorta di *probatio diabolica* peraltro); è ritenuta infatti sufficiente una semplice autocertificazione.

Nel periodo di vigenza degli interventi straordinari non viene considerata condizione di ammissione la "fascia" di reddito dell'istante, a differenza di quanto richiesto in via generale<sup>8</sup> e l'importo massimo dei mutui ammissibili alla sospensione viene aumentato a 400.000 euro<sup>9</sup>.

L'art. 12 del D.L. 23/2020 ha ulteriormente allargato (sempre per nove mesi, ma a partire dall'8 aprile 2020) l'ammissione ai benefici sospensivi del fondo anche a mutui in ammortamento da meno di un anno e, in sede di conversione del decreto, l'ammissione ai benefici è stata ulteriormente estesa anche agli imprenditori individuali, ai piccoli imprenditori e ai titolari di quote di mutui contratti collettivamente da cooperative edilizie.

---

<sup>6</sup> La precedente formulazione della norma prevedeva che il Fondo corrispondeva al mutuante la quota di interessi che sarebbero maturati durante il periodo di sospensione il cui importo doveva essere calcolato secondo i parametri di riferimento dettagliati dal D.M. 132/2010 e, comunque, al netto delle eventuali maggiorazioni pattuite (lo *spread*). La nuova formulazione della norma, invece, stabilisce che il Fondo corrisponderà agli intermediari il 50% della quota di *interessi compensativi* maturati secondo il contratto durante il periodo di sospensione.

<sup>7</sup> La misura del calo deve essere pari al 33% e deve essere avvenuto nel trimestre successivo al 21 febbraio 2020 o nel minor periodo tra questa data e la data della domanda di ammissione.

<sup>8</sup> L'art. 54, lett. *b*), primo periodo del D.L. 18/2020 esclude espressamente la presentazione del documento ISEE, con l'effetto che il limite di ammissione a famiglie con reddito complessivo massimo di 30 mila euro è sospeso.

<sup>9</sup> Intervento, quest'ultimo, introdotto appositamente dalla legge di conversione.

---

### 3. Rapporti tra le diverse misure agevolative

Più complesso appare il rapporto fra le differenti misure agevolative. Da un lato, deve dirsi consentita l'ammissione di mutui già ammessi in precedenza ai benefici sospensivi e per i quali il regolare ammortamento delle rate sia ripreso per almeno tre mesi<sup>10</sup>. Dall'altro, sono ammessi ai benefici del Fondo anche i mutui che fruiscono della garanzia del "Fondo di garanzia prima casa", istituito dalla L. 147/2013<sup>11</sup>, così di fatto introducendo una sorta di temporanea sinergia tra i due fondi *solidaristici*. Nel primo caso, la norma è ambigua e non chiarisce se i tre mesi di *ripresa* dell'ammortamento delle rate sia condizione di accesso ai benefici sospensivi in sé ovvero consenta l'accesso soltanto alla temporanea disciplina derogatoria del Fondo. Per la soluzione del problema non appare di aiuto neanche il Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 25 marzo 2020, attuativo dell'art. 54, D.L. 18/2020: sul punto, l'art. 5 del decreto ministeriale si limita a riprodurre quasi completamente il contenuto della norma contenuta dall'art. 54<sup>12</sup>.

Tuttavia, l'art. 5 richiama anche l'art. 2, comma 4 del D.M. 132/2010 che prevede, nell'ambito della disciplina regolamentare *ordinaria* del Fondo, l'ammissione alla sospensione di mutui già ammessi in precedenza al Fondo a condizione che, nell'arco della loro durata, non abbiano già beneficiato di una sospensione complessiva di 18 mesi.

Siffatto richiamo porta a privilegiare la seconda soluzione; quindi, si dovrebbe considerare la ripresa dell'ammortamento del mutuo per almeno tre mesi quale condizione di accesso alla disciplina derogatoria del Fondo. I mutui (i) che hanno goduto di sospensioni precedenti e (ii) con un piano di ammortamento che, *all'atto della presentazione della domanda*, sia ripreso da meno di tre mesi seguiranno la disciplina ordinaria del calcolo del periodo massimo di sospensione di cui all'art. 2 del D.M. 132/2010.

Il rapporto "sinergico" tra il Fondo "Gasparrini" e il "Fondo di garanzia prima casa", non pone problemi sul profilo pratico; tuttavia appare utile identificare la *ratio* di questo intervento: il coordinamento tra i due Fondi sembra, infatti, diretto a evitare che i mutuanti, beneficiati prima dal più agevole accesso al credito dovuto alla garanzia del Fondo, si ritrovino potenzialmente inadempienti a causa della crisi pan-

---

<sup>10</sup> L'art. 54, comma 1, lett. b), secondo periodo, D.L. 18/2020 statuisce: "La sospensione del pagamento delle rate può essere concessa anche per i mutui già ammessi ai benefici del Fondo per i quali sia ripreso, per almeno tre mesi, il regolare ammortamento delle rate". Il Decreto Ministeriale del 25 marzo 2020, inoltre, precisa che

<sup>11</sup> Collocato all'art. 1, comma 48, lettera c).

<sup>12</sup> Anche la CONSAP S.p.A., che ha la gestione del Fondo "Gasparrini", nella "guida" sulle procedure da seguire per la sospensione, si limita ad affermare che *fino al 17 dicembre 2020 tutte le precedenti richieste di sospensione di cui il mutuo abbia fruito "ex lege" non avranno alcuna rilevanza ai fini del raggiungimento del periodo massimo di 18 mesi a condizione che il mutuo stesso risulti in regolare ammortamento da almeno 3 mesi*. Per maggiori approfondimenti sulla procedura di ammissione stabilita da CONSAP S.p.A., si rinvia al sito web: <https://www.consap.it/fondi-di-solidarieta/fondo-di-sospensione-mutui-per-l-acquisto-della-prima-casa/>

---

demica e contemporaneamente gravati dalla ulteriore difficoltà di accedere di nuovo al credito con condizioni di mercato poco favorevoli e con un merito di credito inevitabilmente peggiorato.

## 4. Il calcolo degli interessi nel periodo di sospensione del mutuo

Ulteriore problema dovuto all'introduzione dell'art. 54 è dato dalle modalità di calcolo degli interessi dovuti nel periodo di sospensione del mutuo. La precedente formulazione dell'art. 2, comma 478, della L. 244/2007 imponeva al Fondo "Gasparrini" di farsi carico dell'intera quota di interessi maturati durante la sospensione.

L'ammontare degli interessi, tuttavia, era calcolato con la normalizzazione del tasso ai parametri di riferimento previsti dal D.M. 132/2010 ed esclusa in ogni caso l'eventuale maggiorazione pattuita tra le parti. Con la riforma del comma 478<sup>13</sup>, da un lato, il legislatore ha semplificato il calcolo degli interessi corrisposti dal Fondo, considerando il solo tasso d'interesse contrattuale, e, dall'altro, ha ridotto del 50% gli interessi corrisposti dal Fondo.

In ogni caso, la legge nulla prevede quanto alla sorte di quella parte di interessi "contrattuali" non coperta dal Fondo. Al riguardo può peraltro aiutare l'art. 2, comma 476, della L. 244/2007, che impone che, all'atto della richiesta di sospensione (e dell'ammissione), la durata del contratto sia prorogata per il periodo di sospensione concretamente concesso.

Le rate che ricadono nel periodo di sospensione sono ricollocate all'ultima parte del piano di ammortamento. Al termine del periodo di ammissione, prosegue la norma, *il pagamento delle rate riprende secondo gli importi e con la periodicità originariamente previsti dal contratto*, salvo successiva negoziazione tra le parti.

Le norme menzionate e la logica solidaristica del Fondo porterebbero a concludere che l'ammissione al Fondo sia del tutto gratuita per il mutuatario e che gli oneri a carico del Fondo stesso siano proprio gli interessi maturati nel periodo di sospensione. La riforma del comma 478 non sembra alterare tali logiche<sup>14</sup>.

Dunque, il nuovo comma 478 appare modificato solo nella misura, non nelle sue logiche fondamentali: durante il periodo di sospensione, il Fondo rimane il soggetto istituzionalmente gravato degli interessi di sospensione nella misura determinata

---

<sup>13</sup> Come nel caso della nuova lett. *c-bis*) introdotta all'art. 2, comma 479, la riforma della disciplina legislativa del comma 478 è – prevedibilmente – destinata a rimanere in vigore anche dopo l'esaurimento della pandemia.

<sup>14</sup> Sulla gratuità per il mutuatario, anche quale espressione della logica solidaristica del Fondo "Gasparrini", si è già espresso l'Arbitro Bancario e Finanziario, Coll. di Coordinamento, decisione n. 4136/2015. Nel caso di specie, la controversia riguardava l'addebito della maggiorazione (c.d. *spread*) al mutuatario che, nella vecchia formulazione del comma 478, non era coperta dal Fondo nel periodo di sospensione.

---

dalla legge e il mutuatario dovrà corrispondere la sola quota di interessi che, con la sospensione, ha *seguito* le rate nel piano di ammortamento.

## 5. La sospensione delle procedure esecutive immobiliari sulla “prima casa”

In sede di conversione, la L. 27/2020 ha introdotto nel D.L. 18/2020 l'art. 54-ter. La norma dispone che, per sei mesi a partire dal 30 aprile 2020, in tutto il territorio nazionale sia sospesa ogni procedura esecutiva per il pignoramento immobiliare che abbia ad oggetto l'abitazione principale del debitore. La norma richiama espressamente l'art. 555 c.p.c., che disciplina la forma del pignoramento.

La nozione di *prima casa* contenuto nella rubrica dell'articolo coincide con il concetto di “*abitazione principale del debitore*”, utilizzato dal testo della norma. La relazione illustrativa al disegno di legge di conversione<sup>15</sup> afferma che *per abitazione principale si intende quella nella quale la persona fisica, che la possiede a titolo di proprietà o altro diritto reale, o i suoi familiari dimorano abitualmente* e richiama espressamente l'art. 10, comma 3-bis, TUIR.

Pertanto, alcuni commentatori ritengono che questo riferimento non sia corretto e che la nozione di prima casa (*recte*, abitazione principale) si riferisca all'immobile in cui il debitore abbia fissato la residenza ai sensi dell'art. 43 c.c.<sup>16</sup>. La formulazione della norma, in effetti, alimenta il dubbio.

Sotto il profilo processuale, si rendono necessari alcuni rilievi.

In primo luogo, la nuova norma non impedisce la notificazione del pignoramento al debitore. Ciò perché la notificazione del pignoramento è proprio il momento in cui si propone l'azione esecutiva. Dalla notificazione, inoltre, discendono rilevanti effetti sostanziali, quali l'inefficacia degli atti di disposizione di atti istitutivi di vincoli sui beni di cui agli artt. 2914 e 2915 c.c. In sostanza, non sembra concepibile che la norma possa essere estesa sino a impedire, nei fatti, l'instaurazione del rapporto processuale tra le parti.

A tenore dell'art. 54-ter, il beneficio della sospensione ha natura automatica e non è condizionata espressamente all'istanza delle parti; di conseguenza, il giudice potrà rilevarla anche d'ufficio. Da un punto di vista pratico, peraltro, sembra improbabile che il giudice dell'esecuzione possa autonomamente ritenere che l'immobile rientri nell'ambito di applicazione della sospensione.

Di fatto, l'istanza di parte rimane necessaria, soprattutto quando la procedura esecutiva sia alle sue prime fasi. Inoltre, considerato l'automatismo con cui si applica

---

<sup>15</sup> Disponibile presso il sito web [https://documenti.camera.it/Leg18/Dossier/Pdf/D20018d\\_vol\\_I.Pdf](https://documenti.camera.it/Leg18/Dossier/Pdf/D20018d_vol_I.Pdf)

<sup>16</sup> LEUZZI e ROSSI, *Procedure esecutive e prima casa nel diritto emergenziale anti-Covid*. ilCaso.it, 1 maggio 2020. Disponibile presso il sito web [https://blog.ilcaso.it/news\\_932](https://blog.ilcaso.it/news_932).

---

la sospensione, il provvedimento con cui il giudice la dispone non potrà che avere efficacia dichiarativa<sup>17</sup>.

Prima della pronuncia del decreto di trasferimento *ex art. 586 c.p.c.*, *il giudice non può mai disporre il rilascio dell'immobile pignorato* quando è adibito ad abitazione del debitore e di suoi familiari. A ciò si aggiunga che la sospensione rientra nell'ambito di applicazione dell'art. 623 c.p.c.: in caso di sospensione dell'esecuzione (in questo caso, legale), è l'intero procedimento ad esserne investito. Ciò significa che l'ufficiale giudiziario, anche in presenza del decreto di trasferimento, non può darvi attuazione e procedere all'immissione dell'aggiudicatario nel possesso del bene.

Nei fatti, la norma è diretta a impedire che si svolgano le fasi dell'esecuzione forzata strumentali alla liberazione della "prima casa" oggetto di esproprio. La sospensione *ex art. 54-ter* è stata introdotta "*al fine di contenere gli effetti negativi dell'emergenza epidemiologica da COVID-19*" e, quindi, al fine di evitare l'insorgenza di una emergenza abitativa in conseguenza degli impatti economici della pandemia. Rientrano nella sospensione anche le procedure di esecuzione forzata contro il terzo proprietario *ex art. 602 c.p.c.* quando l'immobile costituisca l'abitazione principale di questi<sup>18</sup>.

Inoltre, la stessa *ratio* induce a considerazioni opposte quando la procedura di esecuzione sia arrivata alla fase della divisione del ricavato della vendita. Infatti, le esecuzioni in questa fase devono essere completate poiché ciò è nell'interesse del debitore espropriato, cui è destinato l'eventuale residuo della vendita.

## 6. Le "misure di liquidità" per le PMI

Con l'art. 56 del D.L. 18/2020, il legislatore ha introdotto specifiche misure "di liquidità" per sostenere le attività imprenditoriali in seguito alla pandemia. Siffatte misure sospendono temporaneamente l'obbligo di pagamento dei mutui e degli altri debiti contratti da piccole imprese con banche e altri intermediari finanziari. La norma ha alcuni elementi strutturali analoghi all'art. 54.

Per beneficiare della sospensione, le imprese (i) devono inviare un'apposita comunicazione all'intermediario; e (ii) non devono avere esposizioni classificate tra le esposizioni deteriorate alla data del 17 marzo 2020.

Anche per l'accesso ai benefici sospensivi dell'art. 56 l'impresa, nella comunicazione con cui richiede la sospensione, deve solo autocertificare di aver subito una temporanea carenza di liquidità in conseguenza della pandemia.

Gli interventi di cui all'art. 56 sono affiancati dall'ulteriore intervento sul Fondo di garanzia delle P.M.I. di cui all'art. 13 D.L. 23/2020 e una lettura coordinata di

---

<sup>17</sup> In tal senso: LEUZZI e ROSSI, Op. cit.

<sup>18</sup> FEDE e DI NAPOLI, Note a prima lettura sull'art. 54-ter L. 27/2020: sospensione delle procedure esecutive sulla abitazione principale. Consiglio dell'Ordine degli Avvocati di Roma, 10 maggio 2020.



---

questi interventi permette di comprenderne la *ratio*: sostanzialmente, il legislatore si propone di evitare che l'impresa finanziata si trovi illiquida alla ripresa delle attività, così da non poter riprendere (agevolmente) la produzione.

Come si vedrà, l'innalzamento del rischio d'insolvenza sopportato dal finanziatore, dovuto alla concorrenza tra crisi epidemiologica e maggior costo della ripresa delle attività produttive<sup>19</sup>, ha indotto il legislatore a introdurre anche con un meccanismo di garanzia parziale dei crediti sospesi. Tuttavia, contrariamente all'art. 54 e alla logica di base del Fondo "Gasparrini", alcune caratteristiche della sospensione *ex art.* 56 portano a qualificare l'intervento del legislatore più come un mezzo di politica economica che non come un intervento solidaristico: ne sono esempi tanto l'assenza di un meccanismo di calcolo degli interessi nel periodo di sospensione, quanto l'assenza di un soggetto che se ne faccia istituzionalmente carico.

Le misure "di liquidità" consistono nella sospensione del pagamento di debiti di imprese derivanti da: (i) aperture di credito a revoca e prestiti accordati a fronte di anticipi su crediti esistenti al 29 febbraio 2020 o al 17 marzo 2020; (ii) prestiti non rateali con scadenza contrattuale prima del 30 settembre 2020; e (iii) mutui, leasing e altri finanziamenti a rimborso rateale con rate in scadenza prima del 30 settembre 2020. La sospensione ha l'effetto di prorogare le scadenze dei rapporti elencati sub (i) e sub (ii) al 30 settembre 2020 e, nel caso dei rapporti sub (iii), di prolungare il piano di ammortamento per il periodo compreso tra la comunicazione e il 30 settembre 2020<sup>20</sup>.

Nel caso dei finanziamenti rateali sub (iii), analogamente a quanto previsto per il Fondo "Gasparrini", il piano di ammortamento delle rate o dei canoni è sospeso senza alcuna formalità. Le imprese, inoltre, hanno facoltà di chiedere la sospensione del rimborso della sola quota di capitale delle rate.

In più, la sospensione dei finanziamenti è concessa anche nel caso in cui l'intermediario abbia ricevuto da terzi la provvista per l'erogazione del credito: in questo caso la norma prevede che la sospensione avvenga a prescindere del consenso dei *terzi* fornitori della provvista<sup>21</sup>.

Con successiva richiesta dell'intermediario finanziatore, i rapporti "sospesi" sono ammessi, senza necessità di valutazione nel merito, alla garanzia della sezione speciale del fondo costituito presso Mediocredito Centrale S.p.A.<sup>22</sup>. L'escussione

---

<sup>19</sup> Vista la necessaria adozione di specifici e onerosi protocolli di sicurezza capaci di incidere sulle capacità organizzative e produttive dell'impresa.

<sup>20</sup> Le FAQ pubblicate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze chiariscono che anche le rate con scadenza originaria 30 settembre 2020 rientrano nella sospensione, con l'effetto che la decorrenza dei piani di ammortamento riprenderà nel mese di ottobre 2020. Per gli ulteriori chiarimenti operativi, si rinvia alla pagina web del Ministero: <http://www.mef.gov.it/covid-19/faq.html>.

<sup>21</sup> Inoltre, l'art. 56 prevede che in caso di finanziamenti agevolati, la sospensione può essere concessa solo previa comunicazione all'ente erogante e viene attuata nei 15 giorni successivi tale adempimento.

<sup>22</sup> L'intermediario, all'atto della richiesta dovrà quantificare l'importo massimo garantito dalla sezione speciale del Fondo. La sezione speciale garantisce: (i) il 33 per cento dei maggiori utilizzi delle aperture di credito a revoca e dei prestiti accordati a fronte degli anticipi su crediti rispetto all'importo utilizzato sino al 17 marzo 2020, alla data del 30 settembre 2020; (ii) il 33 per cento

---

della garanzia consta di due fasi: la (eventuale) richiesta al Fondo di un parziale anticipo degli importi ammessi in costanza di esecuzione contro l'impresa finanziata e la corresponsione dell'importo residuo dopo la conclusione dell'esecuzione<sup>23</sup>. È da notare come alla semplicità dell'ammissione alla garanzia non corrisponda altrettanta semplicità dell'accesso dell'intermediario alla garanzia: ciò si spiega perchè il finanziatore deve pur sempre procedere al recupero del credito, anche se il legislatore introduce una sorta di temperamento, prevedendo un parziale anticipo per le somme.

Come si è detto, la norma impone espressamente che la dilazione dei finanziamenti "sospesi" avvenga con modalità che *assicurino l'assenza di nuovi o maggiori oneri a carico di entrambe le parti*; tuttavia, manca una specifica disciplina degli interessi che maturano nel periodo della sospensione. La norma, in effetti, appare di difficile interpretazione, contraddittoria e "salomonica": da un lato suggerisce un'apparente gratuità "bilaterale" della sospensione, e dall'altro porta a concludere che i nuovi o maggiori oneri sorti durante la sospensione debbano essere sopportati (*recte*, condivisi) da entrambe le parti<sup>24</sup>.

Il Ministero dell'Economia, nei *chiarimenti* sull'art. 56 pubblicati successivamente all'emanazione del D.L. 18/2020 afferma che, durante il periodo di sospensione, gli interessi sono calcolati sulla quota capitale residua e in base al tasso stabilito dal contratto e dovranno essere ripartiti nel piano di ammortamento che risulterà al cessare della sospensione.

Al proposito, è utile ricordare l'orientamento dell'ABF in tema di interessi di

---

dell'importo dei mutui non rateali; (iii) il 33 per cento delle singole rate dei mutui, dei leasing e degli altri finanziamenti a rimborso rateale. Il comma 7 dell'art. 56 stabilisce che la garanzia della sezione speciale Fondo *ha natura sussidiaria ed è concessa a titolo gratuito*, copre i pagamenti contrattualmente previsti per interessi e capitale dei maggiori utilizzi delle linee di credito, dei prestiti, delle rate o dei canoni di leasing sospesi e degli altri finanziamenti prorogati.

<sup>23</sup> L'escussione della garanzia può essere richiesta dagli intermediari se siano avviate, nei diciotto mesi successivi al 30 settembre 2020 (termine delle misure di sostegno), le procedure esecutive per: (i) l'inadempimento totale o parziale delle aperture di credito e le anticipazioni a fronte di cessioni di credito *pro solvendo*; (ii) il mancato pagamento, anche parziale, delle somme dovute per capitale e interessi relative ai mutui "istantanei"; e (iii) l'inadempimento di una o più rate dei mutui o dei canoni di leasing. Gli intermediari inviano al Fondo di garanzia per le PMI la richiesta di escussione corredata da una stima della perdita finale a carico del Fondo. Per i mutui rateali o i canoni di leasing, la garanzia è escussa nei limiti dell'importo delle rate o dei canoni di leasing sospesi fino al 30 settembre 2020. Ritenuta la legittimità della richiesta, il Fondo di garanzia provvede a liquidare alla banca un anticipo pari al 50% del minor importo tra la quota massima garantita dalla Sezione speciale e il 33 per cento della perdita finale stimata entro 90 giorni. L'intermediario, infine, può richiedere la liquidazione del residuo importo a titolo di escussione della garanzia entro i 180 giorni successivi all'esaurimento delle procedure esecutive avviate in precedenza. In seguito alla ricezione della richiesta, il Fondo provvede entro trenta giorni alla corresponsione dell'importo spettante ai beneficiari.

<sup>24</sup> Nello specifico, la relazione illustrativa al D.L. 18/2020 parla di neutralità della misura da un punto di vista attuariale. Le FAQ pubblicate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze confermano tale aspetto e stabiliscono che nel periodo di sospensione gli interessi continuano a decorrere secondo il tasso contrattuale

---

sospensione<sup>25</sup>. Il Collegio di Roma, con la decisione 3257/2013, ha stabilito che, anche in caso di sospensione di mutui, gli interessi su somme non riscosse, anche se non ancora esigibili, *per principio generale [...] sono dovuti [...]*; tuttavia *si può, in proposito, osservare, che la sospensione del pagamento delle rate relative al periodo indicato dalla legge non comporta, ovviamente, la loro rinuncia da parte della banca, bensì la loro posposizione, a fronte della quale gli interessi costituiscono il compenso dovuto alla banca. [...] non può pertanto essere contestato il diritto della banca a percepire detti interessi, sia che la sospensione sia stata disposta dalla legge, sia che essa sia frutto di volontaria adesione delle banche.*

L'Arbitro ha anche precisato che gli interessi prodotti durante la sospensione devono essere sempre calcolati sulla sola quota di capitale del debito residuo.

Conseguentemente, diversamente dai mutui previsti dall'art. 54, i finanziamenti rateali interessati dalla sospensione di cui all'art. 56 producono pienamente interessi nel periodo di sospensione; interessi che rimangono a carico del soggetto finanziato e che, di conseguenza, dovranno essere ridistribuiti nel piano di ammortamento che risulterà dopo la di sospensione. Appare, allora, più chiaro come la sospensione prevista dall'art. 56 non sia del tutto gratuita e non condivida la natura *solidaristica* della misura introdotta dall'art. 54.

---

<sup>25</sup> Sugli “interessi di sospensione” si è pronunciato l'Arbitro Bancario e Finanziario, Coll. di Roma, decisione n. 3257/2013. Nel caso si trattava di una controversia riguardante la sospensione di mutui disposta nel 2009 per la zona dell'Aquila in seguito al noto sisma.

# LA SOSPENSIONE TEMPORANEA DELLA DISCIPLINA SUI FINANZIAMENTI ANOMALI

**Edoardo Manni**

**Abstract:** il presente contributo ripercorre brevemente i principali profili teorici e operativi della disciplina dei finanziamenti c.d. “anomali” di cui agli artt. 2467 cod. civ. e 2497-quinques cod. civ. In particolare, viene dapprima messa in luce la ratio che giustifica il trattamento peculiare di tale tipologia di versamenti, finalizzato alla tutela patrimoniale dei creditori sociali tramite il contrasto di fenomeni di sottocapitalizzazione nominale delle società chiuse, da cui deriva una parziale esposizione degli stessi creditori al rischio di impresa, che sarebbe invece tipico dei soci. Vengono poi approfonditi taluni profili relativi agli aspetti operativi della normativa sui finanziamenti dei soci, con particolare riguardo a quelli ancora oggetto di dibattito dottrinale o giurisprudenziale, nell’ottica di delineare un quadro di insieme che consenta di apprezzare le istanze di fondo delle opzioni normative prescelte. Infine, alla luce delle considerazioni svolte sulla disciplina in osservazione, si esaminano le ragioni alla base della decisione del legislatore di sospenderne temporaneamente l’operatività, decisione assunta nel più ampio contesto delle misure eccezionali e temporanee finalizzate a fronteggiare le esigenze di liquidità delle imprese italiane derivanti dalla crisi connessa alla diffusione della pandemia dovuta al Covid-19.

This work briefly analyses the main theoretical and operational issues of the discipline of the shareholders loans pursuant to Article 2467 and Article 2497-quinques of the Italian Civil Code. In particular, it is first underlined the ratio which grounds the specific rules applicable to these kind of injections, aimed at granting the economic protection of the creditors of the company by avoiding undercapitalization phenomena potentially occurring in private companies, which give rise to a partial exposition of the same creditors to the corporate risk, which should normally be borne by the shareholders. Afterwards, certain operational questions related to the provisions concerning the shareholders loans are explored – and, namely, those still debated by scholars and case law – in order to define a complete framework and to grant full comprehension of the deepest reasons of the specific rules applicable to such kind of loans. Finally, in the light of the considerations made on the legal framework, the work analyses the reasons inspiring the choice to temporarily suspend the rules applicable to the shareholders loans, which has been made within the broader context of the temporary and exceptional measures adopted to face the need for financial liquidity of Italian companies due to the crisis deriving from the spread of the Covid-19 pandemic.

**Parole chiave:** finanziamenti, finanziamenti soci, finanziamenti anomali, finanzia-

---

menti infragruppo, Covid-19, legislazione di emergenza, decreto liquidità, misure temporanee, sostegno alle imprese, postergazione legale, versamenti soci, apporti patrimoniali

**Sommario:** 1.Introduzione – 2.La *ratio* della disciplina dei “finanziamenti anomali”  
3.Taluni profili applicativi – 4.La sospensione temporanea della disciplina sui finanziamenti anomali. Alcune considerazioni conclusive

## 1. Introduzione

Tra le modalità di finanziamento dell'impresa rientra tanto l'apporto di capitale di rischio (versamenti o altra tipologia di apporti patrimoniali) quanto quello di capitale di debito (finanziamenti), modalità di finanziamento cui corrisponde peraltro una disciplina differenziata dei valori conferiti, sia in termini di utilizzabilità sia in termini di obblighi restitutori, nonché un diverso trattamento contabile degli stessi. Se infatti il versamento determina esclusivamente un incremento del patrimonio netto, essendo ivi inserito come riserva, il finanziamento accresce al contempo l'indebitamento della società, rappresentando pertanto una voce di debito. La scelta – invero prettamente *gestoria* – circa l'utilizzo dell'uno ovvero dell'altro strumento di dotazione determina rilevanti effetti sull'assetto patrimoniale dell'impresa. A ciò si aggiunga che la selezione delle modalità di finanziamento più adatte per l'impresa andrebbe effettuata anche tenendo conto del soggetto finanziatore e, dunque, avendo ben chiaro, ove l'apporto provenga dal socio, il paradigma tipico di finanziamento del socio, ossia quello dell'apporto di capitale di rischio, a fronte dell'interesse alla partecipazione agli utili di cui questi è portatore.

Occorre peraltro rilevare che, dal punto di vista della società e, dunque, dei creditori e dei terzi con i quali la stessa si interfaccia, se l'apporto di capitale di rischio non determina alcun obbligo di rimborso *durante societate* (se non nella forma della “retribuzione” del capitale investito sotto forma di dividendi, comunque eventuale e subordinata alla realizzazione di utili), il ricorso a capitali di debito (derivanti da finanziamenti, in qualsiasi forma) determina, al contrario, obblighi di rimborso degli importi dovuti, in linea capitale e interessi, alle relative scadenze e ciò indipendentemente dalla circostanza che la società realizzi o meno utili. Si tratta, pertanto, di una modalità di sostegno patrimoniale certamente più “rischiosa” per l'impresa, sebbene le risorse derivanti da finanziamenti siano poi svincolate dalla severa disciplina applicabile agli apporti di capitale di rischio.

Ciò premesso, la prassi societaria conosce diverse modalità di finanziamento dell'impresa, che può avvenire nelle modalità più disparate, anche al di fuori della stringente disciplina dell'apporto di capitale di rischio <sup>(1)</sup>. In particolare, come noto e ricor-

---

<sup>1</sup> In merito alle diverse tipologie di erogazione si v. di recente Tribunale di Roma, 1° giugno 2016, in *Soc.*, 2017, con nota di PECORARO, *Sulla responsabilità per l'indebito rimborso dei finanziamenti*

---

rendo ad una semplificazione, possono riconoscersi quanto meno le seguenti forme di apporto: (i) i prestiti o versamenti a titolo di finanziamento in senso proprio, che si caratterizzano per l'obbligo di rimborso a carico della società, (ii) i versamenti a fondo perduto, che vengono effettuati dai soci (indipendentemente dalla misura della partecipazione al capitale) e il cui rimborso è previsto a favore del socio che abbia effettuato l'apporto solo al momento dello scioglimento del rapporto sociale e a valere sull'eventuale attivo di liquidazione, (iii) i versamenti in conto capitale, che vengono imputati a capitale solo laddove venga adottata una apposita delibera assembleare che preveda un aumento di capitale (gratuito), (iv) i versamenti in conto futuro aumento capitale, che sono erogati dal socio a fronte di un futuro e determinato aumento di capitale e che, pertanto, rappresentano una sorta di "esecuzione anticipata" dell'aumento (a pagamento, dunque), con la conseguenza che, qualora l'aumento non dovesse essere deliberato, l'importo dovrà essere restituito al socio. Sebbene, come anticipato, la modalità "tipica" di apporto da parte del socio sia quella del conferimento di capitale di rischio e ferme le molteplici modalità di apporto sopra brevemente descritte, occorre rilevare come l'ordinamento non vieti i rapporti di finanziamento tra parti tra loro non indipendenti, consentiti sulla base di un generale criterio di libertà delle forme di finanziamento dell'impresa <sup>(2)</sup>.

A ciò si aggiunga che il reperimento, da parte dell'impresa, di risorse dai propri soci o, in generale, nell'alveo del proprio gruppo di appartenenza, può garantire tempistiche e costi significativamente ridotti rispetto a quelli necessari per ottenere finanziamenti sul mercato del credito, a condizioni peraltro probabilmente più vantaggiose, anche in termini di maggiore flessibilità con riguardo ai termini e alle modalità sia di concessione degli apporti sia di rimborso.

Allo stesso modo deve rilevarsi come una tale tipologia di finanziamenti presenti, in ragione del peculiare rapporto del soggetto finanziatore con l'impresa finanziata, taluni rischi sia per i terzi sia per l'impresa beneficiaria – soprattutto laddove quest'ultima si trovi in uno stato di stress economico-finanziario – stante l'eventualità che il finanziamento, sottratto alle consuete dinamiche di mercato, possa concretarsi in un apporto di capitale di credito laddove sarebbe stato invece necessario un apporto di capitale di rischio con conseguente potenziale "aggravamento del dissesto a fronte della negativa incidenza sull'esposizione debitoria della società e con l'effetto di posticipare il momento dell'emersione della crisi e favorire la formazione di nuove e sovente più consistenti passività sociali" <sup>(3)</sup>.

---

*ai soci*, 49 ss. nonché con nota di BONAVERA, *Responsabilità dell'amministratore e del socio di s.r.l. per il rimborso dei finanziamenti del socio*, 58 ss. Sul rapporto tra prestiti soci e apporti spontanei si v. Tribunale di Napoli, 8 agosto 2014, in *BBTC*, 2016, 69 ss., con nota di FRANCHI, *Prestiti dei soci e apporti spontanei nelle società di capitali*. Sulla qualificazione degli apporti dei soci si v. NEGRI-CLEMENTI e FEDERICI, *Sulla qualificazione degli apporti dei soci e sulla natura delle riserve in conto futuro aumento capitale*, in *Soc.*, 2017, 8 ss.

<sup>2</sup> Sul punto si v. BALP, *I finanziamenti infragruppo: direzione e coordinamento e postergazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, spec. 330.

<sup>3</sup> COSÌ PECORARO, *Sulla responsabilità per l'indebito rimborso dei finanziamenti ai soci*, in *Soc.* 2017, spec. 52.



---

## 2. La *ratio* della disciplina dei “finanziamenti anomali”

Proprio per tener conto dei rischi sopra brevemente accennati e connessi al conflitto tra gli interessi del soggetto che presenti la duplice veste di socio e di finanziatore e gli altri creditori sociali, è stata prevista, con la riforma del diritto societario del 2003, una apposita disciplina per i finanziamenti effettuati dal socio a favore della società partecipata laddove questa si trovi in particolari situazioni economico-finanziarie. La disciplina di tali finanziamenti (c.d. “finanziamenti anomali”) è contenuta all’art. 2467 cod. civ. il quale stabilisce che “1. *Il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e, se avvenuto nell’anno precedente la dichiarazione di fallimento della società, deve essere restituito.* 2. *Ai fini del precedente comma s’intendono finanziamenti dei soci a favore della società quelli, in qualsiasi forma effettuati, che sono stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell’indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento*” (4).

---

<sup>4</sup> Sul ruolo del capitale nella s.r.l. si v. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall’«importanza quasi-sacramental» al ruolo di «ferro vecchio»?)*, in *Riv. soc.*, 2015, 815 ss. Sui finanziamenti soci nella s.r.l. in generale si v. ABRIANI, *I conferimenti*, in Abriani - Ambrosini - Cagnasso - Montalenti, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 211 ss.; ID., *Finanziamenti «anomali» dei soci e regole di corretto finanziamento nella società a responsabilità limitata*, in *Studi in onore di Zanarone*, Torino, 2011, 319 ss.; ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 47 ss.; BALP, *I finanziamenti dei soci “sostitutivi” del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative*, in *Riv. soc.*, 2007, 344 ss.; BALP, *Sub art. 2467*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008; BIONE, *Note sparse in tema di finanziamenti dei soci e apporti di patrimonio*, in *Studi in onore di Zanarone*, cit., 22 ss.; CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, V, Padova, 2007, 109 ss.; CAPELLI, *I crediti dei soci nei confronti della società e il rimborso dei finanziamenti dei soci dopo la riforma*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 106 ss.; FAZZUTTI, *Sub art. 2467 cod. civ.*, in *La riforma delle società*, *Commentario*, a cura di Sandulli-Santoro, Torino, 2003, II, 47 ss.; FERRI JR, *In tema di postergazione legale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 975 ss.; IRACE, *Sub art. 2497 quinquies cod. civ.*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli-Santoro, Torino, 2003, II, 344; IRRERA, *Sub art. 2467 cod. civ.*, in *Il nuovo diritto societario*, *Commentario* diretto da Cottino et. al., Bologna, 2004, 1789 ss.; LO CASCIO, *Sub art. 2467 cod. civ.*, in *Società a responsabilità limitata. La riforma del diritto societario*, a cura di Lo Cascio, Milano, 2004, 76 ss.; MAUGERI, *Finanziamenti “anomali” dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005; MAUGERI, *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 140 ss.; MAUGERI, *Sul regime concorsuale dei finanziamenti dei soci*, in *Giur. comm.*, 2010, 805 ss.; PANZANI, *La postergazione dei crediti nel nuovo concordato preventivo*, in *Fall.*, 2006, 682 ss.; PAOLINI-RUOTOLO, Ufficio Studi del Consiglio Nazionale del Notariato, Risposta a quesito n. 994-2014/I, *Finanziamento soci e raccolta di risparmio tra il pubblico*; POSTIGLIONE, *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci di S.r.l.: dubbi interpretativi e limiti applicativi*, in *Soc.*, 2007, 929 ss.; PORTALE, *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, in *BBTC*, 2003, 663 ss.; RORDORF, *I gruppi nella recente riforma del diritto societario*, in *Soc.*, 2004, 538 ss.; RUOTOLO-BOGGIALI, Ufficio Studi del Consiglio Nazionale del Notariato, Risposta a quesito n. 219-2011/I, *Finanziamento soci, applicabilità dell’art. 2467 c.c. alle s.p.a. e ipoteca a garanzia dei crediti*; SALAFIA, *I finanziamenti dei*

---

Tale disposizione è stata peraltro oggetto di un recente intervento di modifica da parte dell'art. 283 del d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (il nuovo “*Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*”), a mente del quale le parole “*e, se avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società, deve essere restituito*” contenute nel primo comma sono state soppresse<sup>(5)</sup> a far data dal 1° settembre 2021<sup>(6)</sup>. La norma richiamata, come è stato chiarito, affronta il tema “*dei finanziamenti effettuati dai soci a favore della società che formalmente si presentano come capitale di credito, ma nella sostanza economica costituiscono parte del capitale proprio*”<sup>(7)</sup>, ossia appunto i finanziamenti anomali. La *ratio* della disposizione, come pure chiarito dalla giurisprudenza, è quella di “*contrastare i fenomeni di sottocapitalizzazione nominale in società “chiuse”, determinati dalla convenienza dei soci a ridurre l'esposizione al rischio d'impresa, ponendo i capitali a disposizione dell'ente collettivo nella forma del finanziamento anziché in quella del conferimento*”<sup>(8)</sup>; in sostanza, una situazione in cui i soci forniscono “*nella forma di capitale di credito le risorse che avrebbero dovuto mettere a disposizione nella forma del capitale di rischio*”<sup>(9)</sup>. La disciplina della postergazione legale è volta ad evitare che i soci, apportando ri-

---

*soci alla società a responsabilità limitata*, in *Soc.*, 2005, 1077 ss.; SCANO, *I finanziamenti dei soci nella s.r.l. e l'art. 2467 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 905 ss.; SIMEON, *La postergazione dei finanziamenti dei soci nella s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2007, 69 ss.; TERRANOVA, *Sub art. 2467 cod. civ.*, in *Società di capitali, Commentario* a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, III, 1463 ss.; TOMBARI, «*Apporti spontanei*» e «*prestiti*» dei soci nelle società di capitali, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da Abbadessa-Portale, Torino, 2006, I, 553 ss.; VITTONI, *Questioni in tema di postergazione dei finanziamenti dei soci*, in *Giur. comm.*, 2006, 919 ss.; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Codice civile. Commentario* fondato da Schlesinger e diretto da Busnelli, Milano, 2010, 439 ss.; ZOPPINI, *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci nella responsabilità limitata e i prestiti provenienti da “terzi” (con particolare riguardo alle società fiduciarie)*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 417 ss. Per un'ampia e recente rassegna di giurisprudenza in tema di finanziamenti dei soci si v. SCANO e TRONCI, *Società finanziamenti e versamenti dei soci nelle società partecipate*, in *Giur. comm.* 2018, 175 ss.

<sup>5</sup> La stessa disposizione è stata poi ripresa all'interno del nuovo Codice della crisi che, all'art. 164, prevede che i rimborsi dei finanziamenti a favore della società assoggettata a liquidazione giudiziale (i.e. l'attuale fallimento) effettuati dai soci ovvero dalla capogruppo che esercita direzione e coordinamento (ovvero effettuati da altra entità soggetta a tale attività) sono privi di effetto rispetto ai creditori dell'impresa se effettuati dopo il deposito di apertura della procedura concorsuale o nell'anno anteriore.

<sup>6</sup> Secondo quanto previsto dall'art. 389, comma 1, del d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 come sostituito dall'art. 5, comma 1, del d.l. 8 aprile 2020, n. 23 convertito, con modificazioni, dalla l. 5 giugno 2020, n. 40.

<sup>7</sup> Relazione al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6.

<sup>8</sup> Cass. 7 luglio 2015, n. 14056, in *Soc.*, 2016, 543 ss., con nota di BEI e BIGGINI, *Postergazione dei crediti e società per azioni: un passo avanti*; in *BBTC*, 2017, 411 ss., con nota di CASPANI, *Postergazione dei finanziamenti dei soci e tipi sociali*; in *Giur. it.*, 2016, 894 ss., con nota di CAVALIERI, *La questione dell'applicabilità analogica dell'art. 2467 c.c. alla società per azioni*; nello stesso senso, Cass. 20 giugno 2018, n. 16291. Nella giurisprudenza di merito si v., nello stesso senso, Tribunale di Napoli, 19 luglio 2019, n. 7315; Tribunale di Treviso, 22 marzo 2019; Tribunale di Bologna, 31 gennaio 2019, n. 265; Tribunale di Roma, 15 gennaio 2018, n. 1001; Tribunale di Lucca, 4 luglio 2017, n. 1367; Corte d'Appello di Roma, 24 maggio 2016; Tribunale di Teramo, 11 maggio 2016, n. 626; Tribunale di Bologna, 9 marzo 2016, n. 1030.

<sup>9</sup> Così TERRANOVA, *Sub art. 2467 cod. civ., cit.*, spec. 1470.

---

sorse alla società dagli stessi partecipata con modalità sostanzialmente non congrue rispetto alle concrete esigenze della stessa, possano determinare una traslazione del rischio di impresa – di cui gli stessi sono e devono rimanere portatori – sui creditori della società posto che, mediante il finanziamento soci, questi ultimi – che in tale contesto sono portatori di un interesse “asimmetrico” rispetto a quello dei soci<sup>(10)</sup> – si troverebbero a dover subire un duplice pregiudizio; pregiudizio derivante, per un verso, dalla “conservazione in vita di una società nominalmente sottocapitalizzata”<sup>(11)</sup> e, dunque, dalla riduzione della garanzia patrimoniale derivante dalla perdita di valore dell’impresa e, per altro verso, dalla riduzione della massa attiva su cui potrebbero rivalersi in uno scenario concorsuale, dovendo condividere con gli altri creditori (non soci) la possibilità di rivalersi sul medesimo patrimonio restando tuttavia questi ultimi titolari di pretese “fisse”<sup>(12)</sup>.

È evidente come in un simile scenario il pericolo per i creditori della società deriverebbe principalmente dalla posizione di vantaggio informativo dei soci – connesso anche alla loro capacità di incidenza sulla gestione dell’impresa (quantomeno nelle società a responsabilità limitata, alle quali la disciplina della postergazione legale è originariamente destinata) – capaci ragionevolmente di intercettare il rischio di dissesto tempestivamente, ossia ben prima che lo stesso possa manifestarsi all’esterno, e agire per la tutela del proprio credito, con conseguente pregiudizio per i creditori terzi<sup>(13)</sup>.

Sulla medesima funzione di tutela si fonda peraltro l’ulteriore previsione che, in uno con l’art. 2467 cod. civ. sopra richiamato, costituisce la complessiva disciplina in materia di finanziamenti anomali, ossia l’art. 2497-*quinquies* cod. civ., il quale, nell’ambito della disciplina dei gruppi di società, prevede che “*ai finanziamenti effettuati a favore della società da chi esercita attività di direzione e coordinamento nei suoi confronti o da altri soggetti ad essa sottoposti si applica l’art. 2467*”.

La norma sui finanziamenti endogruppo esprime sostanzialmente una valutazione preliminare del legislatore circa la sovrapposibilità sostanziale, quanto meno ai fini della disciplina della postergazione legale, dei rapporti socio/società con quelli capogruppo/società diretta e coordinata, valutazione fondata sulla circostanza che in entrambe le fattispecie si manifestano (i) una capacità di “influenza” gestionale del soggetto finanziatore sulla società finanziata, cui fa fronte anche un corredo informativo più robusto di quello accessibile ai terzi, nonché (ii) un potenziale conflitto tra gli interessi di cui è portatore il socio finanziatore, ossia quello di consentire la prosecuzione dell’attività di impresa senza incrementare la propria esposizione al

---

<sup>10</sup> L’espressione è di ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» e postergazione: sui presupposti di applicazione dell’art. 2467*, in *Fall.*, 2011, spec. 1355.

<sup>11</sup> In tal senso MAUGERI, *Sottocapitalizzazione della s.r.l. e “ragionevolezza” del finanziamento soci*, in *BBTC*, 2016, spec. 170.

<sup>12</sup> BALP, *I finanziamenti infragruppo*, *cit.*, spec. 330.

<sup>13</sup> ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» e postergazione: sui presupposti di applicazione dell’art. 2467*, *cit.*, spec. 1355.

---

rischio derivante dal conferimento di ulteriori apporti di capitale, e quelli di cui sono portatori i creditori terzi della società finanziata, ossia l'interesse a non dover assistere ad una riduzione della residua massa attiva che costituisce garanzia patrimoniale del loro credito <sup>(14)</sup>.

### 3. Taluni profili applicativi

Con riferimento alla concreta applicazione della disciplina in materia di finanziamenti anomali, un primo tema oggetto di dibattito riguarda la possibilità di estendere la regola della postergazione legale anche ai finanziamenti in favore di società azionarie, posto che una lettura formalistica dell'art. 2467 cod. civ. sembrerebbe ridurre l'ambito applicativo della regola alle sole società a responsabilità limitata, salvo quanto previsto per i finanziamenti infragruppo.

Ciò posto, occorre dar conto di un orientamento giurisprudenziale, invero ampiamente diffuso, che si è mostrato favorevole all'estensione della disciplina in discorso anche ai finanziamenti effettuati dai soci di società per azioni chiuse. In particolare, la funzione della norma sui finanziamenti anomali farebbe fronte ad un'esigenza sentita con riferimento alle s.r.l. ma che risulterebbe sostanzialmente replicabile anche con riferimento alla società per azioni, dovendosi dunque riconoscere nella regola della postergazione legale un principio generale di corretto finanziamento dell'impresa.

Come è stato rilevato, *“l'art. 2467 c.c., pure essendo specificatamente dettato per i finanziamenti prestati dai soci di s.r.l., è espressione di un principio di carattere generale che, a prescindere dal tipo sociale in concreto adottato, sancisce la tutela dei creditori nei confronti del fenomeno della cd. sottocapitalizzazione nominale”*; la circostanza che la norma sia prevista per le sole s.r.l. sarebbe *“riconducibile al fatto che per esse il rischio che si concretizzi il predetto fenomeno [della sottocapitalizzazione nominale, ndr.] è maggiore e più frequente. Tuttavia, tale principio va applicato in via analogica ogni qualvolta la s.p.a. presenti una struttura chiusa analoga a quella delle s.r.l. (ossia una società con base azionaria ristretta, con soci partecipi all'attività economica e comunque coinvolti nella sua gestione, non meri investitori, soci quindi che per la misura, o anche solo la qualità, della loro partecipazione siano assimilabili a quelli di s.r.l.)”* <sup>(15)</sup>.

---

<sup>14</sup> Sullo specifico tema dei finanziamenti “anomali” nei gruppi si vedano, in luogo di molti, MAUGERI, *I finanziamenti “anomali endogrupo”*, in *BBTC*, 2014, 726 ss.; TOMBARI, *Disciplina del gruppo di imprese e riflessi sulle procedure concorsuali*, *Fall.*, 2004, 1164 ss. Con particolare riferimento ai flussi informativi nel gruppo in crisi si v. BENEDETTI, *I flussi informativi nella crisi del gruppo*, in *Giur. comm.*, 2017, 271 ss.

<sup>15</sup> In tal senso si v. Tribunale di Lucca, 4 luglio 2017, n. 1367. In senso analogo si v. Tribunale Napoli, 19 luglio 2019, n. 7315; Tribunale di Torino, 18 marzo 2016; Tribunale di Bologna, 9 marzo 2016, n. 1030; Tribunale di Roma, 15 settembre 2015, n. 18159; Tribunale di Milano, 28 luglio 2015; Tribunale di Milano, 4 giugno 2015; Tribunale di Napoli, 8 agosto 2014; Tribunale di Prato, 13 giugno 2013;

---

Coerentemente con quanto specificato dalla sopra richiamata giurisprudenza sulla necessità di valutare la configurazione della società per azioni nel caso di specie prima di applicare in via automatica la disciplina sui finanziamenti anomali, anche la dottrina che condivide la tesi dell'applicabilità in astratto dell'art. 2467 cod. civ. alle società per azioni chiuse ha cura di specificare come tale disciplina non troverebbe applicazione *tout court* bensì solo al ricorrere di determinate condizioni che rendono, nel caso specifico, la società finanziata assimilabile ad una s.r.l., quantomeno con riferimento ai poteri "informativi" e "gestori" dei soci.

È stato cioè evidenziato come sarebbe consentita solo una "estensione selettiva [della regola della postergazione, ndr.] a titolari di partecipazioni di controllo o comunque qualificate di società azionarie – prevalentemente a base ristretta – che, anche in relazione alla partecipazione (di diritto o di fatto) alla gestione sociale, godano di quella consapevolezza della situazione patrimoniale e finanziaria della società beneficiaria del finanziamento che permette di riconoscere la sussistenza dell'*eadem ratio* ai fini dell'applicazione della regola della postergazione ai finanziamenti da questi effettuati nelle condizioni «anomale» di cui al capoverso dell'art. 2467<sup>(16)</sup>. Da ciò peraltro deriverebbe un'inversione dell'onere probatorio rispetto alla regola generale, posto che laddove la società finanziata sia una società azionaria sarà a carico di chi sostiene la postergazione del finanziamento soci provare la sussistenza degli elementi fattuali che consentano di giustificare, nel caso di specie, l'applicazione di una regola formalmente applicabile alle sole s.r.l. <sup>(17)</sup>.

Tale ricostruzione si fonda, secondo quanto chiarito in una pronuncia del Tribunale di Pistoia del 2008 che sembrerebbe aver dato avvio a tale linea interpretativa (poi seguita dalle varie Corti di merito, anche a seguito dell'*endorsement* della Cassazione), proprio sulla disciplina dell'art. 2497-*quinquies* cod. civ. in materia di gruppi, disposizione dalla quale sarebbe lecito inferire la portata "generale" della regola della postergazione legale <sup>(18)</sup>.

Occorre peraltro dare conto anche di un orientamento contrario all'applicazione della regola della postergazione legale alle società azionarie. In particolare, secondo

---

Tribunale di Venezia, 8 marzo 2011; Tribunale di Venezia, 10 febbraio 2011; Tribunale di Udine, 21 febbraio 2009, n. 324; Tribunale di Pistoia, 21 settembre 2008, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 562 ss., con nota di MAUGERI, *I finanziamenti "anomali" dell'azionista*. In sostanza, la questione dell'applicabilità della disciplina sui finanziamenti anomali alle s.p.a. ha trovato un punto di svolta con la sentenza Cass. 7 luglio 2015, n. 14056, su cui si v. *supra* nt. 8. Di recente, nello stesso senso si v. Cass. 20 giugno 2018, n. 16291, in *NGCC*, 2018, 1785 ss., con nota di JARACH, *Applicabilità della postergazione prevista dall'art. 2467 cod. civ. alle s.p.a. chiuse*; nonché, con riferimenti anche a profili concorsuali, Cass. 21 giugno 2018, n. 16348, in *Fall.*, 2019, con nota di D'AIELLO, *Ancora sui finanziamenti dei soci: tra interpretazione estensiva e trattamenti riduttivi*. In tema di applicabilità dell'art. 2467 cod. civ. alle società cooperative si v. Cass. 20 maggio 2016, n. 10509, in *Giur. comm.* 2017, 461 ss., con nota di CUSA, *L'applicazione dell'art. 2467 c.c. alle cooperative*; e in *Giur. comm.* 2017, 470 ss., con nota di GENCO, *Finanziamenti dei soci e regime di postergazione del credito nelle società cooperative: l'art. 2467 c.c. non si applica*.

<sup>16</sup> ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» e postergazione*, cit., spec. 1358.

<sup>17</sup> ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» e postergazione*, cit., spec. 1359.

<sup>18</sup> Si v. Tribunale di Pistoia, 21 settembre 2008, su cui si v. nt. 15.



---

quanto rilevato, la norma si sarebbe “*prestata ad un equivoco ermeneutico, essendo stata indebitamente estesa, da una parte della dottrina e – limitatamente però alle società chiuse in fase di liquidazione – da una parte della giurisprudenza, alla società per azioni, dimenticando che il presupposto della norma, e della parallela disposizione dell’art. 2497-quinquies, è la possibilità di una ingerenza nella gestione assente nell’azionaria non eterodiretta e fisiologica invece nella S.r.l. (...) e nei gruppi (...), e dimenticando altresì la posizione negativa, sul punto, della Cassazione*” (19).

Con riferimento alla nozione di “finanziamento” la norma richiama i finanziamenti “*in qualsiasi forma effettuati*” e, pertanto, secondo quanto ampiamente condiviso, rientrerebbero nell’ambito della definizione non solo i contratti di credito ma ogni atto che comporti una attribuzione patrimoniale accompagnata dall’obbligo di restituzione e, pertanto, ogni apporto finalizzato ad incrementare il patrimonio sociale in senso “aziendalistico”. La norma sarebbe pertanto idonea ad intercettare non solo le dazioni di denaro bensì anche tutte quelle operazioni di “*sostegno finanziario*” a favore della società quali, ad esempio, le garanzie prestate in favore della società o di un creditore della stessa, la rinuncia all’incasso di dividendi, l’acquisto di un bene della società con patto di riscatto o con contratto di *sale e lease back*, la cessione *pro solvendo* di un credito della società verso terzi (20).

Per quanto attiene alla corretta qualificazione della tipologia di versamenti dei soci – ossia se si tratti di “finanziamento”, anche in senso ampio, ovvero di altra tipologia di apporto, secondo quanto sopra specificato –, occorre avere riguardo alla volontà

---

<sup>19</sup> MONTALENTI, *L’abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, spec. 901. Tale posizione, nell’ambito della giurisprudenza di merito, è stata sostenuta dal Tribunale di Bergamo con una pronuncia del 15 ottobre 2014, secondo cui la disciplina della postergazione sarebbe applicabile alle sole s.r.l. e non alle s.p.a., pur se con ristretta base azionaria. Nello stesso senso si v. la recente sentenza del Tribunale di Milano del 16 novembre 2017, n. 11552, in *Soc.* 2019, 173 ss., con nota di CASSANI, *Non applicabilità dell’art. 2467 c.c. alle società per azioni*. In senso contrario all’applicazione alle s.p.a. della disciplina sui finanziamenti anomali si v. anche Cass. 24 luglio 2007, n. 16393, in cui viene messo in risalto il fatto che l’art. 2467 cod. civ. è applicabile alle sole s.r.l. e viene esclusa l’applicazione della disciplina sui finanziamenti “anomali” ad un finanziamento di un socio di s.p.a., rilevando come questa non facesse parte di alcun gruppo. Tale pronuncia tuttavia, come autorevolmente messo in luce, si rivelerebbe “*difficilmente utilizzabile come precedente contrario alla estensione dell’art. 2467 oltre il terreno dei finanziamenti dei soci di S.r.l. o dei finanziamenti endogrupo*”; così MAUGERI, *I finanziamenti “anomali” dell’azionista*, cit., spec. 565. Esprime dubbi sulla valenza di tale pronuncia come precedente in cui riconoscere una posizione a favore della tesi dell’esclusione dell’applicabilità dell’art. 2467 cod. civ. alle società azionarie anche ABRIANI, *Finanziamenti «anomali» e postergazione*, cit., spec. 1358, nt. 20.

<sup>20</sup> Sul punto si v. la recente pronuncia della Cassazione n. 3017 del 31 gennaio 2019 in *Soc.*, 2019, 803 ss., con nota di CODAZZI, *Una pronuncia della Cassazione su finanziamenti cd. “indiretti” e presupposti della postergazione ex art. 2467 c.c.* Si v. inoltre, con particolare riferimento all’ambito soggettivo di applicazione della norma ma anche in merito ai presupposti oggettivi della postergazione, Tribunale Pescara, 22 settembre 2016, in *Giur. comm.*, 2018, 348 ss., con nota di FERRO, *Sull’applicabilità analogica della disciplina dei finanziamenti «anomali» a soggetti estranei alla compagine sociale*. Sull’inapplicabilità della disciplina della postergazione ai versamenti in conto futuro aumento capitale si v. di recente Cass. 3 dicembre 2018, n. 31186, in *Soc.*, 2019, 263 ss., con nota di MIRAMONDI, *Versamenti in conto futuro aumento di capitale: tra diritto al rimborso e postergazione*.



---

delle parti (socio e società) secondo i criteri ermeneutici di cui agli artt. 1362 ss. cod. civ. ricorrendo, ove necessario, anche ad indici esterni che possano consentire di interpretare correttamente tale volontà <sup>(21)</sup>. In particolare, si è rilevato che nei casi dubbi tale volontà andrebbe “ricostruita prendendo in considerazione una serie di indici tra cui le modalità concrete di attuazione del finanziamento, le finalità pratiche perseguite, gli interessi sottesi, il carattere oneroso o meno del contributo nonché la denominazione utilizzata nell’iscrizione a bilancio” <sup>(22)</sup>.

Sempre con riferimento all’ambito oggettivo di applicazione della disciplina della postergazione, occorre rilevare come esso sia circoscritto ai finanziamenti c.d. “anomali”, ossia quelli che siano stati concessi (i) “in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell’indebitamento rispetto al patrimonio netto” ovvero (ii) “in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento”.

Da un punto di vista generale, mentre la dottrina ha cercato di delineare autonomamente il contenuto dei due criteri normativi per valutarne la reciproca interdipendenza e la concreta operatività, la giurisprudenza ha invece preferito offrire una ricostruzione sostanzialmente unitaria dei due presupposti, rilevando come “(...) il legislatore ha voluto individuare una nozione unitaria di crisi, che finisce per coincidere con il rischio di insolvenza, idoneo a fondare una sorta di “concorso potenziale” tra tutti i creditori della società(...)”, sulla scorta del rilievo per cui “(...) detta interpretazione assicura carattere oggettivo ai presupposti indicati dalla norma in commento, posto che l’“eccessivo squilibrio dell’indebitamento rispetto al patrimonio” risulterebbe altrimenti di opinabile lettura, come posto in evidenza da autorevole dottrina, e che in tal modo viene adeguatamente chiarito il riferimento a situazioni nelle quali “sarebbe stato ragionevole un conferimento”, che evoca un comportamento “ragionevole” (e dunque socialmente tipico) del terzo finanziatore, il quale, appunto in presenza di una crisi dell’impresa, non sarebbe normalmente disposto a finanziarla (...)” <sup>(23)</sup>.

---

<sup>21</sup> Sui criteri da adottare per la qualificazione dei versamenti dei soci si v. Cass. 3 dicembre 2014, n. 25585, in *Giur. comm.*, 2016, 585 ss., con nota di SCANO, *La Cassazione ritorna sui criteri da adottare per la qualificazione dei versamenti dei soci*. Sul punto si v. inoltre TANTINI, *I versamenti dei soci alla società*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004, 775 ss.

<sup>22</sup> Così DE CAMPO, *Lo strano caso della postergazione dei finanziamenti dei soci*, in *Soc.*, 2015, commento a Tribunale di Milano, 4 dicembre 2014, spec. 844. Peraltro, è stato messo in luce come il criterio dell’iscrizione in bilancio ai fini della qualificazione dell’apporto è esclusivamente residuale, come ampiamente condiviso dalla dottrina e dalla giurisprudenza. Sul punto si v., *ex multis*, Cass. 23 febbraio 2012, n. 2758, in *Giur. comm.*, 2012, 1218, con nota di RUFINI, *Finanziamenti dei soci a favore della società e mancati interventi del legislatore*; Cass. 31 marzo 2006, n. 7692; Cass. 24 luglio 2007, n. 16393.

<sup>23</sup> In questi termini Tribunale di Milano, 6 febbraio 2015, n. 1658, in *BBTC*, 2017, 513 ss., con nota di MECATTI, *Finanziamenti soci e società sottocapitalizzata al momento della costituzione*; nello stesso senso Tribunale di Roma, 6 febbraio 2017, in *Giur. it.*, 2017, 1139 ss., con nota di CAGNASSO, *Aumento di capitale e compensazione con crediti postergati del socio di s.r.l.*; Tribunale di Napoli, 24 novembre 2017, in *BBTC*, 2018, 556 ss., con nota di MESSORI, *Finanziamenti postergati dei soci di s.r.l.*; Tribunale di Milano, 15 gennaio 2014. Per ampi riferimenti sulle diverse posizioni della dottrina

---

Del resto il legislatore aveva ben chiare le difficoltà di individuare criteri idonei a distinguere gli apporti dei soci da trattare come “anomali” e quelli invece assimilabili a quelli di un terzo; e pertanto, “*non potendosi in via generale individuare parametri quantitativi*”, la soluzione è stata quella di valorizzare il criterio della ragionevolezza “*con il quale si tenga conto della situazione della società e la si confronti con i comportamenti che nel mercato sarebbe appunto ragionevole aspettarsi*” (24). In sostanza, come messo autorevolmente in luce, con riferimento al criterio della “ragionevolezza” il paradigma di riferimento per valutare il finanziamento di un socio dovrebbe essere quello del mercato, essendo necessario, al fine di valutare sotto tale profilo il rilascio di un finanziamento, “*stabilire se un creditore indipendente avrebbe erogato il finanziamento secondo i medesimi termini e alle stesse condizioni riconosciute alla società dal socio*” (25).

Da ultimo occorre rilevare che, anche sotto il profilo dell’operatività (nei termini di cui *infra*), la norma sui finanziamenti anomali presenta incertezze e si è creato, sia in dottrina sia in giurisprudenza, un ampio dibattito che vede contrapposte due diverse tesi, l’una “sostanzialista” e l’altra “processualista”.

Secondo un primo orientamento (tesi sostanzialista), la norma opererebbe come condizione di inesigibilità del credito e, pertanto, i soci non avrebbero diritto al rimborso dei finanziamenti prestati fintanto che la situazione di eccessivo squilibrio nell’indebitamento (o in cui sarebbe stato ragionevole un conferimento) non cessi, venendo tale situazione a rappresentare “*un fatto impeditivo del diritto alla restituzione del finanziamento operato dal socio in favore della società, rilevabile dal giudice d’ufficio, in quanto oggetto di un’eccezione in senso lato*” (26). Come è stato rilevato, “*che l’art. 2467 c.c., a dispetto della sua collocazione nel codice civile, abbia una evidente vocazione concorsuale, non è mai stato posto in dubbio*” (27); ciononostante, la regola della postergazione legale contenuta nell’art. 2467 cod. civ. non contiene alcun riferimento ad uno scenario concorsuale.

Secondo un opposto orientamento, la postergazione legale potrebbe essere applicata esclusivamente in ipotesi concorsuali o liquidatorie posto che l’art. 2467, comma 1, cod. civ., obbligando il socio a restituire solo le somme rimborsate dalla società nell’anno precedente la dichiarazione di fallimento, sembrerebbe presupporre che,

---

si v. DE CAMPO, *Lo strano caso della postergazione dei finanziamenti dei soci*, cit., spec. 845.

<sup>24</sup> Relazione al d.l.gs. 17 gennaio 2003, n. 6.

<sup>25</sup> Così MAUGERI, *Sottocapitalizzazione della s.r.l. e “ragionevolezza” del finanziamento soci*, cit., spec. 177, ove, all’esito di un confronto con altri ordinamenti, vengono anche individuati alcuni indici per riempire di contenuto il canone della ragionevolezza.

<sup>26</sup> Cass. 15 maggio 2019, n. 12994. Nello stesso senso Cass. 13 luglio 2012, n. 12003. In dottrina, per la tesi “sostanzialista”, si v. MAUGERI, *Finanziamenti “anomali” dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, in QGC, Milano, 2005, 97 ss.; BALP, *I finanziamenti dei soci “sostitutivi” del capitale di rischio: ricostruzione della fattispecie e questioni interpretative*, cit., 364 ss.

<sup>27</sup> D’AIELLO, *Finanziamenti anomali dei soci: postergazione legale e concorso dei creditori*, in *Fall.*, 2020, commento a Cassazione 15 maggio 2019, n. 12994, spec. 51.

---

oltre tale termine, il rimborso delle somme sarebbe legittimo <sup>(28)</sup>.

È evidente come le conseguenze applicative dell'adesione all'una ovvero all'altra posizione abbiano rilevanti effetti pratici posto che, ad esempio, aderendo alla posizione "sostanzialista", gli amministratori sarebbero tenuti a rifiutare il rimborso dei finanziamenti ai soci fintanto che lo stato di crisi non venga superato ovvero fintanto che i creditori non vengano pagati.

## **4. La sospensione temporanea della disciplina sui finanziamenti anomali. Alcune considerazioni conclusive**

Il legislatore italiano ha adottato diverse disposizioni, per lo più di natura transitoria, finalizzate a garantire sostegno finanziario alle imprese nel contesto del perdurare della pandemia da Covid-19 mediante meccanismi volti a far fronte, nell'immediato, ad esigenze di rafforzamento patrimoniale delle medesime imprese, in un periodo caratterizzato da una severa riduzione dell'attività e, dunque, del volume d'affari e dei ricavi.

In termini più ampi, come è stato evidenziato <sup>(29)</sup>, gli interventi del legislatore italiano si possono ricondurre a tre grandi macrocategorie e, segnatamente, (i) disposizioni finalizzate a consentire il regolare svolgimento della vita sociale, (ii) disposizioni volte ad assicurare maggiore trasparenza negli assetti proprietari delle società quotate e a prevenire eventuali manovre speculative sui titoli delle stesse e (iii) previsioni, quali quelle sopra richiamate in materia di finanziamenti anomali, finalizzate a garantire sostegno finanziario alle imprese nel contesto attuale e ad "impedire o contenere liquidazioni o insolvenze a catena" <sup>(30)</sup>.

Si pensi ad esempio, con riferimento alla prima categoria, alle disposizioni contenute nell'art. 106 del d.l. 17 marzo 2020, n. 18, convertito in legge, con modificazioni,

---

<sup>28</sup> D'AIELLO, *Finanziamenti anomali dei soci: postergazione legale e concorso dei creditori*, cit., spec. 52. Per la tesi "processualista" si v., tra gli altri, PORTALE, *I «finanziamenti» dei soci nelle società di capitali*, cit., spec. 681; VITTONI, *Questioni in tema di postergazione dei finanziamenti soci*, cit., spec. 926; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 467 ss. In giurisprudenza, si v. Tribunale di Firenze, 26 aprile 2010, ove viene chiarito che "l'art. 2467 cod. civ. è dettato appositamente per le procedure di insolvenza, come provato dal fatto che la norma prevede l'espressa revocabilità dei pagamenti avvenuti nell'anno precedente alla dichiarazione di fallimento e come si deduce dal fatto che la postergazione presuppone il concorso dei creditori sui beni del debitore, giacché, al di fuori del concorso, non v'è motivo di trattare il credito del socio in maniera diversa dall'ordinario (vale a dire, con pagamento dell'intero importo e alla naturale scadenza)".

<sup>29</sup> VENTORUZZO, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19*, Soc., 2020, 525 ss.

<sup>30</sup> VENTORUZZO, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19*, cit., spec. 536.

---

dall' art. 1, comma 1, l. 24 aprile 2020, n. 27, il quale prevede talune semplificazioni relative alle modalità di svolgimento degli eventi assembleari nelle società di capitali, tra cui la possibilità di convocazione dell'assemblea di bilancio entro 180 giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale, nonché la facoltà di esprimere il voto per corrispondenza o in via elettronica e di intervenire in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, indipendentemente dalla presenza di specifiche disposizioni statutarie ovvero di disposizioni difformi <sup>(31)</sup>.

La seconda categoria comprende, tra l'altro, talune disposizioni temporanee di natura regolamentare adottate dalla Consob con le quali è stato introdotto, per taluni emittenti ad azionariato particolarmente diffuso, un regime di trasparenza rafforzata in relazione all'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti *ex art. 120, comma 2, del testo unico della finanza e delle "dichiarazioni di intenzioni" ex art. 120, comma 4-bis, del medesimo testo unico* <sup>(32)</sup>, nonché previsto il divieto di assumere o incrementare posizioni nette corte su taluni titoli azionari negoziati sul MTA organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. – ai sensi dell'articolo 20 del Regolamento UE n. 236/2012 – indicati dalla Consob <sup>(33)</sup>.

Nella terza categoria, quella delle disposizioni finalizzate a garantire sostegno finanziario alle imprese, devono ricomprendersi, oltre alla regola della sospensione temporanea della disciplina sui finanziamenti anomali, anche ulteriori disposizioni che potrebbero essere lette congiuntamente a tale regola <sup>(34)</sup>. Si tratta in particolare delle seguenti disposizioni di cui al d.l. 8 aprile 2020, n. 23 convertito, con modificazioni, dalla l. 5 giugno 2020, n. 40 recante *"misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali"* (il "Decreto"):

- l'art. 6, a mente del quale: *"1. A decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto e fino alla data del 31 dicembre 2020 per le fattispecie verificatesi nel corso degli esercizi chiusi entro la predetta data non si applicano gli articoli 2446, commi secondo e terzo, 2447, 2482-bis, commi quarto, quinto e sesto, e 2482-ter del codice civile. Per lo stesso periodo non opera la causa di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484,*

---

<sup>31</sup> Sul tema delle assemblee nella normativa emergenziale adottata in questi mesi si v., in luogo di molti, BUSANI, *Assemblee e Cda in audio-video conferenza durante e dopo COVID-19*, in *Soc. 2020*, 393 ss.

<sup>32</sup> Si vedano al riguardo le delibere Consob n. 21304 del 17 marzo 2020, n. 21326 e n. 21327 del 9 aprile 2020.

<sup>33</sup> A tale riguardo, si veda la delibera Consob 21303 del 17 marzo 2020.

<sup>34</sup> Deve peraltro osservarsi che tale categoria comprende anche le misure di sostegno finanziario diretto alle imprese, tra le quali si rammentano (i) la norma che consente a SACE S.p.A., *"al fine di assicurare la necessaria liquidità alle imprese con sede in Italia, colpite dall'epidemia COVID-19, diverse dalle banche e da altri soggetti autorizzati all'esercizio del credito"*, di concedere garanzie per finanziamenti sotto qualsiasi forma fino al 31 dicembre 2020, al ricorrere di determinate condizioni (art. 1, comma 1, del Decreto), nonché (ii) la conferma delle misure di potenziamento del Fondo di Garanzia per le PMI (art. 13 del Decreto).

- 
- primo comma, numero 4), e 2545-duodecies del codice civile”;*
- l'art. 7, a mente del quale: “1. *Nella redazione del bilancio di esercizio in corso al 31 dicembre 2020, la valutazione delle voci nella prospettiva della continuazione dell'attività di cui all'articolo 2423-bis, comma primo, n. 1), del codice civile può comunque essere operata se risulta sussistente nell'ultimo bilancio di esercizio chiuso in data anteriore al 23 febbraio 2020, fatta salva la previsione di cui all'articolo 106 del decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 aprile 2020, n. 27, di seguito citato anche come “decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18”. Il criterio di valutazione è specificamente illustrato nella nota informativa anche mediante il richiamo delle risultanze del bilancio precedente. 2. Le disposizioni di cui al comma 1 si applicano anche ai bilanci chiusi entro il 23 febbraio 2020 e non ancora approvati (...)*”.

Con riferimento all'art. 7 del Decreto occorre evidenziare che la norma prevede una sorta di *fictio* di continuità aziendale per i bilanci relativi all'esercizio 2020 ovvero relativi a periodi precedenti chiusi al 23 febbraio 2020 ma non ancora approvati <sup>(35)</sup>. La disposizione presenta certamente benefici, derivanti dalla preservazione di imprese sostanzialmente “sane” dal coinvolgimento in vicende concorsuali ma, al contempo, espone al rischio di copertura di situazioni in cui l'assenza di continuità aziendale si sarebbe comunque verificata indipendentemente dal contesto attuale. Per quanto riguarda invece l'art. 6 del Decreto, questo esclude l'applicazione delle norme in materia di riduzione del capitale per perdite rilevanti, tanto per le società azionarie quanto per le s.r.l. In particolare, fino al 31 dicembre 2020 è prevista *(i)* la sospensione sia degli obblighi di riduzione del capitale in caso di perdita superiore al terzo rinviata a nuovo dall'esercizio precedente ma non ancora riassorbita sia di quelli di riduzione e contestuale aumento del capitale – ovvero di trasformazione della società – se la perdita, superiore al terzo, abbia portato il capitale al di sotto del minimo legale (artt. 2447 e 2482-ter cod. civ.) e *(ii)* l'esclusione dell'applicazione della causa di scioglimento per riduzione o perdita del capitale sociale di cui agli articoli 2484 n. 4 cod. civ. e 2545-*duodecies* cod. civ. (in quest'ultimo caso, con riferimento alle società cooperative).

L'art. 6 del Decreto non sospende invece l'obbligo degli amministratori <sup>(36)</sup> di convocare comunque l'assemblea dei soci in caso di perdite cui consegua una riduzione oltre il terzo del capitale sociale, sebbene fino al 31 dicembre 2020 l'assemblea non sarà tenuta ad adottare i provvedimenti di legge (*i.e.* riduzione del capitale, ricapitalizzazione ovvero liquidazione ovvero ancora, a seconda dei casi, trasformazione).

---

<sup>35</sup> Per gli specifici problemi interpretativi connessi all'applicazione della norma si v. VENTORUZZO, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19*, cit., 528 ss.

<sup>36</sup> Per una disamina della disposizione con particolare riferimento al profilo degli obblighi degli amministratori si v. D'ATTORRE, *Disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale ed obblighi degli amministratori di società in crisi*, in *Fall.*, 2020, 597 ss.

---

Una volta delineato il contesto entro il quale la norma sulla sospensione della disciplina dei finanziamenti anomali si innesta, dovrebbe risultare più agevole comprenderne anche il razionale. A tale proposito, occorre anzitutto evidenziare come la relazione illustrativa al Decreto abbia chiarito, con riferimento alla disciplina in osservazione, che *“l’esigenza di incentivare i canali necessari per assicurare un adeguato rifinanziamento delle imprese rende opportuna la temporanea disattivazione dei meccanismi di postergazione dei finanziamenti effettuati dai soci o da chi esercita attività di direzione e coordinamento (...). Nell’attuale situazione congiunturale, tuttavia, l’applicazione di tali meccanismi (...) risulta eccessivamente disincentivante a fronte di un quadro economico che necessita invece di un maggior coinvolgimento dei soci nell’accrescimento dei flussi di finanziamento”*.

Come evidenziato la norma, il cui fine è quello di incentivare (o meglio non disincentivare) i soci dal sostenere finanziariamente la società partecipata *“si pone su un piano parzialmente diverso dalle altre”* due norme brevemente richiamate, ossia gli artt. 6 e 7 del Decreto, pur avendo in comune con esse l’obiettivo di consentire alle imprese il superamento di una situazione di crisi <sup>(37)</sup>. Mentre *“le regole su continuità e perdite, infatti, mirano a eliminare temporaneamente obblighi che potrebbero bloccare l’attività d’impresa (...) la sospensione della postergazione dei finanziamenti soci vorrebbe invece, come detto, incidere su specifici comportamenti sterilizzando un potenziale disincentivo a una condotta attiva che se da un lato offre ossigeno alle società finanziate, dall’altro può pregiudicare i creditori”* <sup>(38)</sup>.

In sostanza, viene sollevato il dubbio che, nel momento attuale, sarebbe forse stato opportuno prevedere, più che un incentivo ad un comportamento dei soci che potrebbe risolversi in una lesione per i creditori, una facilitazione delle modalità di supporto patrimoniale consone alle esigenze di una società che versi in una situazione di squilibrio patrimoniale, posto che l’opzione prescelta dal legislatore implicherebbe, secondo alcuni, *“la scommessa che l’intervento dei soci, pur messi sullo stesso piano degli altri creditori, abbia costi minori rispetto ai suoi benefici”* <sup>(39)</sup>.

Occorre tuttavia evidenziare come la norma in osservazione, facilitando il supporto finanziario alle imprese da parte dei soci mediante apporti svincolati dalle rigidità della disciplina sul capitale sociale, potrebbe quindi risolversi in uno strumento effettivamente funzionale a supportare finanziariamente le imprese bisognose tramite finanziamenti da parte di soggetti che non sarebbero stati disposti a conferire capitale di rischio o comunque una provvista subordinata.

Sebbene, infatti, la sospensione temporanea della regola della postergazione legale si ponga in apparente contrasto con le esigenze di tutela del ceto creditorio, a ben

---

<sup>37</sup> VENTORUZZO, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19*, cit., spec. 534.

<sup>38</sup> VENTORUZZO, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19*, cit., spec. 534.

<sup>39</sup> VENTORUZZO, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19*, cit., spec. 534.



---

vedere essa per certi versi le riafferma, consentendone il miglior perseguimento in tempo di crisi. Se infatti la scelta di favorire il finanziamento dell'impresa mediante erogazioni non perfettamente congrue rispetto alle esigenze patrimoniali della beneficiaria potrebbe prestare il fianco alle sopra richiamate critiche, tale soluzione potrebbe sotto altro profilo rivelarsi più protettiva per la continuità aziendale e, dunque, inevitabilmente positiva anche per i creditori.

Il mantenimento della continuità dell'impresa, infatti, evitando di determinare lo scioglimento di quest'ultima, meglio potrebbe garantire l'interesse – non solo dei creditori sociali, ma anche, più in generale – di tutti coloro che, a vario titolo, sono coinvolti nei rapporti con l'impresa nella dinamica della sua attività (cc.dd. *stakeholders*), in considerazione del fatto che uno scenario liquidatorio o concorsuale potrebbe penalizzare tali soggetti, inclusi i creditori.

Ciò peraltro non preclude la possibilità che il legislatore, in un contesto peculiare quale quello che stiamo vivendo, decida di adottare *ulteriori* strumenti volti ad agevolare le operazioni di supporto finanziario delle imprese, anche mediante apporti di capitale di rischio; tali strumenti potrebbero essere rappresentati, ad esempio, da semplificazioni in materia di aumento di capitale (con particolare riferimento alle previsioni a tutela delle minoranze), in materia di operazioni con parti correlate nonché in materia di fiscalità degli investimenti azionari <sup>(40)</sup>.

---

<sup>40</sup> Le proposte sono di VENTORUZZO, *Continuità aziendale, perdite sul capitale e finanziamenti soci nella legislazione emergenziale da Covid-19*, cit., spec. 536-537. Si consideri peraltro che, di recente, la Consob con delibera del 10 giugno 2020 n. 21396, ha introdotto, in via temporanea, un regime parzialmente derogatorio della disciplina in materia di operazioni con parti correlate finalizzato a semplificare il ricorso alla disciplina dell'esenzione per l'approvazione di operazioni con parti correlate di carattere "urgente".

# ASSEMBLEE SOCIETARIE “A PORTE CHIUSE”: QUALI INDICAZIONI PER IL FUTURO?

Lorenzo Locci

**Abstract:** La disciplina speciale e temporanea dettata dal legislatore italiano per consentire lo svolgimento delle assemblee societarie nel rispetto dei divieti imposti dal legislatore al fine di contenere la diffusione della pandemia da Covid-19 ha introdotto talune previsioni che sembrano suscettibili di sopravvivere - e, comunque, di fornire indicazioni valide - anche successivamente al periodo emergenziale.

Fra queste, assumono particolare rilevanza le disposizioni funzionali a consentire la partecipazione dei soci “a distanza” mediante mezzi elettronici rispettosi del principio di collegialità dei lavori assembleari. Strumenti, questi ultimi, che gli emittenti saranno chiamati a tenere in sempre maggiore considerazione in ragione del rapido sviluppo delle nuove tecnologie.

The temporary provisions introduced in order to allow companies to hold shareholders' meetings in compliance with the legislative prescriptions aimed at mitigating the spread of the Covid-19 pandemic seem to contain indications which may survive the crisis.

Among these, the provisions aimed at allowing the “remote” attendance of shareholders through electronic instruments which respect the principle of collegiality of the meeting are particularly relevant. Indeed, issuers will be called to take into further consideration such instruments in the future, in view of the fast development of new technologies.

**Parole chiave:** Covid-19, assemblee, diritto di voto, partecipazione a distanza, nuove tecnologie, *corporate governance*, doveri degli amministratori.

**Sommario:** 1. Premessa - 2. L'espressione del voto in via elettronica o per corrispondenza e l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione - 2.1. (*Segue*): la possibilità di imporre ai soci la partecipazione a distanza ai lavori assembleari - 2.2. (*Segue*): la compresenza del presidente e del segretario nel luogo di convocazione dell'assemblea - 3. Il ricorso al rappresentante designato - 3.1. (*Segue*): la compressione dei diritti dei soci - 4. Conclusioni.

## 1. Premessa

Le misure di distanziamento sociale e le limitazioni alla libertà di movimento disposte per contrastare la diffusione della pandemia da Covid-19 e tutelare il bene della

---

salute hanno indotto il legislatore italiano<sup>1</sup> a dettare norme speciali e temporanee volte a disciplinare le modalità di svolgimento delle assemblee societarie convocate durante lo stato di emergenza<sup>2</sup>.

In particolare, l'art. 106 del d.l. 17 marzo 2020, n. 18 (c.d. "*Cura Italia*") - convertito, con modificazioni, dalla legge 24 aprile 2020 n. 27 e successivamente modificato e integrato - ha introdotto talune "*norme in materia di svolgimento delle assemblee di società ed enti*" in deroga alla disciplina vigente, rimuovendo limiti normativi e statutari all'utilizzo degli strumenti di partecipazione "a distanza" all'assemblea<sup>3</sup>.

Sebbene le previsioni contenute nell'art. 106 del d.l. n. 18/2020 stiano per giungere a scadenza - poiché le stesse si applicano "*alle assemblee convocate entro il 31 luglio 2020 ovvero entro la data, se successiva, fino alla quale è in vigore lo stato di emergenza sul territorio nazionale relativo al rischio sanitario connesso all'insorgenza dell'epidemia da Covid-19*"<sup>4</sup> - si rende opportuno valutare se (e, eventualmente, in che misura) esse possano trovare applicazione anche dopo che l'emergenza sanitaria sia conclusa.

La questione appare rilevante sulla base delle seguenti considerazioni.

In primo luogo, va osservato che la disciplina in esame è tipologicamente trasversale e, quindi, suscettibile di applicazione diffusa, atteso che essa riguarda tutte "*le società per azioni, le società in accomandita per azioni, le società a responsabilità limitata, le società cooperative e le mutue assicuratrici*" (cfr. art. 106, comma 2, del d.l. n. 18/2020).

Inoltre, secondo l'orientamento prevalente (su cui v. *infra*), le previsioni in esame sono applicabili per analogia alle adunanze dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo, ampliandosi in tal modo la platea dei "soggetti" potenzialmente interessati dalla loro applicazione.

Pertanto, durante la tornata assembleare da poco conclusa, alcuni emittenti - soprattutto bancari e assicurativi - hanno adottato decisioni in materia di distribuzione dei dividendi (su cui v. *infra*) che potrebbero comportare la riconvocazione delle assemblee nella seconda parte dell'anno, con la conseguenza che gli operatori potrebbero trovarsi ad affrontare i temi posti dalla nuova disciplina anche in una nuova occasione prima della fine dell'esercizio corrente.

A ciò si aggiunga che l'eventuale sopravvivenza di tali previsioni emergenziali - o,

---

<sup>1</sup> Per una panoramica delle soluzioni normative adottate negli ordinamenti esteri al fine di consentire lo svolgimento di assemblee "virtuali" durante l'emergenza sanitaria cfr. ZETSCHÉ, SØRENSEN, CONSIGLIO e YEBOAH-SMITH, *Covid-19 Crisis and Company Law. Towards Virtual Shareholder Meetings*, 2020, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>2</sup> Cfr. la Delibera del Consiglio dei Ministri del 31 gennaio 2020, con la quale "*è dichiarato, per 6 mesi dalla data del presente provvedimento, lo stato di emergenza in conseguenza del rischio sanitario connesso all'insorgenza di patologie derivanti da agenti virali trasmissibili*".

<sup>3</sup> Il d.l. n. 18/2020 - recante "*Misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19*" è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana del 17 marzo 2020, n. 70 ed. straordinaria, ed è entrato in vigore il giorno stesso della sua pubblicazione (cfr. art. 127).

<sup>4</sup> Cfr. l'art. 106, comma 7, del d.l. n. 18/2020.

---

comunque, l'affermazione delle tendenze che da esse traggono origine - potrebbe determinare l'esigenza di una revisione permanente degli statuti sociali attualmente vigenti.

Infine, le modalità di partecipazione e di espressione del voto "a distanza" potrebbero incoraggiare un maggior numero di soci a partecipare all'assemblea, con la conseguenza che tali strumenti - ove effettivamente adottati - potrebbero incidere sugli esiti delle votazioni assembleari nelle società caratterizzate da una compagine sociale "polverizzata".

Tenuto conto di quanto precede, il presente contributo ricostruisce sinteticamente la disciplina speciale prevista dall'art. 106 del d.l. n. 18/2020, con l'obiettivo di individuare le regole e/o i principi che potrebbero sopravvivere all'emergenza sanitaria.

## **2. L'espressione del voto in via elettronica o per corrispondenza e l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione**

L'art. 106 del d.l. n. 18/2020 - dopo aver disposto, al comma 1, la posticipazione del termine per l'approvazione del bilancio di esercizio<sup>5</sup> - prescrive che *"con l'avviso di convocazione delle assemblee ordinarie o straordinarie le società per azioni, le società in accomandita per azioni, le società a responsabilità limitata, le società cooperative e le mutue assicuratrici possono prevedere, anche in deroga alle diverse disposizioni statutarie, l'espressione del voto in via elettronica o per corrispondenza e l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione; le predette società possono altresì prevedere che l'assemblea si svolga, anche esclusivamente, mediante mezzi di telecomunicazione che garantiscano l'identificazione dei partecipanti, la loro partecipazione e l'esercizio del diritto di voto, ai sensi e per gli effetti di cui agli articoli 2370, quarto comma, 2479-bis, quarto comma, e 2538, sesto comma, del codice civile, senza in ogni caso la necessità che si trovino nel medesimo luogo, ove previsti, il presidente, il segretario o il notaio"*.

La norma sopra riportata consente alle società di cui trattasi di prevedere nell'avviso di convocazione:

- (a) la possibilità che i soci esprimano il voto in assemblea mediante mezzi elettronici o per corrispondenza e che gli stessi possano intervenire in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, *anche in deroga alle diverse disposizioni statutarie;*

---

<sup>5</sup> La norma - come integrata dalla legge di conversione - prevede, infatti, che *"in deroga a quanto previsto dagli articoli 2364, secondo comma, e 2478-bis, del codice civile o alle diverse disposizioni statutarie, l'assemblea ordinaria è convocata entro centottanta giorni dalla chiusura dell'esercizio. È facoltà delle società cooperative che applicano l'articolo 2540 del codice civile di convocare l'assemblea generale dei soci delegati entro il 30 settembre 2020"*.

---

(b) la possibilità che l'assemblea si svolga *in via esclusiva* mediante mezzi di telecomunicazione, e dunque senza che il socio possa partecipare fisicamente ai lavori assembleari;

(c) la possibilità che il presidente e il segretario (o il notaio) non si trovino nel medesimo luogo.

Con riferimento al punto *sub* (a) che precede, viene in rilievo l'art. 2370, comma 4, cod. civ. ai sensi del quale, tra l'altro, "*lo statuto può consentire l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione ovvero l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica*". La previsione appena citata - la cui applicabilità alle s.r.l. è discussa in dottrina<sup>6</sup> - condiziona l'utilizzo di siffatti strumenti di voto "a distanza" alla sussistenza di una previsione statutaria in tal senso. Allo stesso modo, anche l'art. 2538, comma 6, cod. civ. - dettato per le società cooperative - dispone che "*l'atto costitutivo può prevedere che il voto venga espresso per corrispondenza, ovvero mediante altri mezzi di telecomunicazione*". La portata innovativa dell'art. 106, comma 2, del d.l. n. 18/2020 sta, dunque, nel consentire l'impiego di tali strumenti di intervento e di esercizio del voto "da remoto" (già noti al nostro ordinamento) anche in presenza di clausole statutarie che ne impediscano o limitino l'utilizzo, ovvero in assenza di una esplicita previsione statutaria che lo consenta.

Attraverso il ricorso al voto per corrispondenza il socio si esprime prima dello svolgimento dell'assemblea, in deroga al principio di collegialità dei (e quindi di reciproco orientamento nei) lavori assembleari. Tale modalità di espressione del voto è analiticamente regolata dagli artt. 140 e ss. del Regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "Regolamento Emittenti"), ove è previsto, tra l'altro, che "*il voto per corrispondenza è esercitato, secondo le modalità indicate nell'avviso di convocazione dell'assemblea, mediante l'invio di una scheda di voto, predisposta in modo da garantire la riservatezza del voto fino all'inizio dello scrutinio e contenente l'indicazione della società emittente, degli estremi della riunione assembleare, delle generalità del titolare del diritto di voto con la specificazione del numero di azioni possedute e delle proposte di deliberazione, l'espressione del voto, la data e la sottoscrizione*" (cfr. art. 140, comma 2, Regolamento Emittenti).

Per quanto riguarda l'espressione del voto in via elettronica, occorre distinguere tra il voto espresso *prima* dell'assemblea - si tratta in tal caso di un voto "per corrispondenza" espresso mediante comunicazione elettronica, tanto che l'art. 143-*ter*, comma 1, del Regolamento Emittenti richiama per tale fattispecie le norme previste per il voto per corrispondenza<sup>7</sup> - dal voto espresso tramite strumenti elettronici *durante* lo svolgimento dell'assemblea.

---

<sup>6</sup> Per l'opinione negativa cfr. BUSANI, *Assemblee e Cda in audio-video conferenza durante e dopo COVID-19*, in *Soc.*, 2020, p. 396 ss.; per l'opinione positiva cfr. MAGLIULO, *Quel che resterà del verbale assembleare dopo il Covid-19*, in *Notariato*, 2020, p. 250, ove ampi riferimenti.

<sup>7</sup> La norma prevede, infatti, che "*all'esercizio del voto espresso prima dell'assemblea, ai sensi dell'articolo 143-bis, comma 1, lettera c), si applicano gli articoli 141, commi 1, 2 e 3, e 143, commi 2 e 3*".

---

La distinzione è rilevante e presuppone la considerazione per cui le modalità di espressione del voto appena menzionate non possono in ogni caso prescindere dall'effettivo svolgimento della riunione assembleare; in altre parole, l'assemblea non può essere sostituita dall'espressione del voto a distanza (tanto per corrispondenza quanto tramite strumenti elettronici)<sup>8</sup>.

In quest'ottica, un'assemblea tenuta mediante mezzi di telecomunicazione che garantiscano ai soci il potere di intervenire in tempo reale alla discussione - ad es. tramite videoconferenza, *conference call*, piattaforme audio-video passive accompagnate dalla possibilità di intervenire a distanza (tramite, ad es. *email* o telefono) e di votare in via telematica<sup>9</sup> - rappresenta una modalità di svolgimento dei lavori assembleari rispettosa del principio di collegialità<sup>10</sup>, fermo restando che tale soluzione appare agevolmente percorribile, ad oggi, solo da società caratterizzate da una compagine sociale numericamente contenuta<sup>11</sup>.

---

<sup>8</sup> In arg. cfr. MORARA, *Svolgimento delle assemblee cooperative e distanziamento sociale, con specifico riferimento al rappresentante designato*, in *Soc.*, 2020, p. 548, ove si legge, tra l'altro, che "è diffusa l'opinione secondo la quale il voto per corrispondenza o in forma elettronica possa essere - appunto - una modalità alternativa di votazione alla assemblea solo se l'assemblea in sé viene effettivamente svolta di persona o (più verosimilmente) anche esclusivamente con mezzi di telecomunicazione. Non può, al contrario, essere una modalità di svolgimento dell'assemblea: in altre parole, l'assemblea non può essere sostituita dalle votazioni per corrispondenza. Come si esprime l'art. 2370, comma 4, c.c. al proposito, i mezzi di telecomunicazione riguardano "l'intervento" in assemblea, la corrispondenza e la via elettronica riguardano l'"espressione del voto"

<sup>9</sup> Cfr. sul punto la Faq Assonime n. 1, *Partecipazione in assemblea con mezzi di telecomunicazione - Quali sono i mezzi di telecomunicazione per lo svolgimento delle assemblee "a porte chiuse"?*, disponibile all'indirizzo [www.assonime.it](http://www.assonime.it), ove si legge, tra l'altro, che "la norma non indica espressamente i mezzi di telecomunicazione utilizzabili dalle società, ma enuncia i principi inderogabili che devono rispettare gli strumenti di telecomunicazione al fine di assicurare il regolare svolgimento dell'assemblea. In particolare, la partecipazione a distanza attraverso mezzi di telecomunicazione deve essere strutturata in modo da consentire l'identificazione dei partecipanti, la loro partecipazione e l'esercizio del diritto di voto. La predisposizione della modalità di telecomunicazione dovrebbe inoltre assicurare l'efficace svolgimento dei compiti del presidente (in termini non solo di accertamento dell'identità dei partecipanti ma anche di conduzione dei lavori e di proclamazione dei risultati) e del soggetto verbalizzante, così come l'efficace partecipazione del rappresentante designato. Nello stesso senso anche l'articolo 143-bis del Regolamento Emittenti non indica le concrete modalità tecniche di partecipazione ma prevede disposizioni di carattere generale lasciando autonomia agli emittenti di scegliere i mezzi elettronici in considerazione delle proprie particolari esigenze, della struttura interna, anche dimensionale, delle società, nonché del livello di sviluppo tecnologico raggiunto nella pratica purché siano rispettati i principi in materia assembleare. Non è chiaro se la nozione di partecipazione assunta dal legislatore nell'articolo 106 riguardi solo quella attiva, in cui il socio possa intervenire nella discussione, oppure anche quella passiva in cui il socio si limiti all'ascolto della discussione. È però vero che solo quella attiva appare in linea con le finalità del metodo collegiale. È comunque da ritenere che sia ammissibile utilizzare congiuntamente più mezzi di telecomunicazione (ad esempio streaming e contatto telefonico) per realizzare le finalità assembleari".

<sup>10</sup> Sul punto cfr. MAGLIULO, *La (non) necessaria compresenza del presidente e del segretario degli organi societari*, in *Riv. not.*, 2020, p. 4 ss., ove si legge che "tale modalità di svolgimento della riunione assembleare, infatti, se rettamente applicata, non snatura il metodo assembleare, ma lo adatta ai moderni mezzi di telecomunicazione, che consentono di ottenere una sostanziale equiparazione tra una riunione effettiva ed una riunione "virtuale"

<sup>11</sup> Così MORARA, *Svolgimento delle assemblee cooperative e distanziamento sociale*, cit., p. 548; cfr. anche le domande presentate dagli azionisti ai sensi dell'art. 127-ter del d.lgs. n. 58/1998 prima



---

Diversamente, nel caso in cui ai soci sia consentito esprimere il voto *esclusivamente prima dell'assemblea* - e, dunque, sia nell'ipotesi di voto per corrispondenza (tramite scheda di voto in forma cartacea ovvero mediante mezzi elettronici), sia nell'ipotesi di conferimento della delega di voto al rappresentante designato (su cui si v. *infra*) - il principio di collegialità viene sacrificato e i diritti di partecipazione dei soci vengono compressi (ciò che è avvenuto nella quasi totalità dei casi nella tornata assembleare appena conclusa).

## **2.1 (Segue): la possibilità di imporre ai soci la partecipazione a distanza ai lavori assembleari**

La possibilità introdotta dall'art. 106, comma 2, del d.l. n. 18/2020 di svolgere l'assemblea *esclusivamente* mediante mezzi di telecomunicazione - e ciò, come detto, anche in assenza di una previsione statutaria che lo consenta - solleva taluni interrogativi rilevanti sia sul piano teorico che pratico.

In primo luogo, ci si domanda se, una volta che la previsione in esame abbia cessato la propria efficacia, sarà ancora possibile imporre ai soci di prendere parte ai lavori assembleari mediante tali strumenti di partecipazione "a distanza" pur nel silenzio dello statuto.

Sul punto, la Massima n. 187 del Consiglio Notarile di Milano datata 11 marzo 2020 sembra dare una risposta negativa, evidenziando la differenza fra la posizione del socio - la cui partecipazione all'assemblea e l'espressione del voto rappresentano l'esercizio di un *diritto* - rispetto alla posizione dei consiglieri di amministrazione e dei componenti degli altri organi delle società di capitali, i quali, partecipando ai lavori dei rispettivi organi di appartenenza, esercitano una *funzione* o un *potere-dovere*. Ne consegue - secondo i notai milanesi - che mentre le norme procedurali che regolano lo svolgimento dell'assemblea sono funzionali a tutelare un diritto dei soci, diversamente quelle che disciplinano il funzionamento dell'organo di amministrazione o di controllo sono finalizzate a "*garantire un efficiente svolgimento dei lavori collegiali*". Da ciò deriva l'orientamento per cui "*se di norma non è possibile imporre ai soci la partecipazione mediante mezzi di telecomunicazione (tranne per quanto*

---

dell'assemblea di Unicredit S.p.A. del 9 aprile 2020, ove si legge, tra l'altro, che "*UniCredit ha valutato un eventuale svolgimento dell'assemblea con partecipazione dei soci mediante mezzi di telecomunicazione, confrontandosi anche con soggetti esterni (ad es. Autorità di Vigilanza e del mercato, notai e altri emittenti quotati). All'esito di tali approfondimenti è emerso come questa soluzione, per una società quotata delle dimensioni di UniCredit e con un azionariato molto diffuso, non sia percorribile, non solo per ragioni tecniche (ad es. predisposizione di Hub dedicati, distribuiti in una o più città, con presenza, in ognuno di questi siti, di almeno un delegato del notaio per l'identificazione gli azionisti e un rappresentante della società che gestisce il sistema di votazione, a garanzia dell'immediata e corretta registrazione del voto), ma prima ancora perché in contrasto con l'esigenza di tutela della salute individuale e collettiva. Infatti, è evidente come i collegamenti audio-video presso Hub dedicati avrebbe riproposto tutti i rischi sanitari di un'assemblea "ordinaria" ed è questo il motivo per cui UniCredit, e tutte le più grandi società quotate, hanno deciso di optare per la soluzione del Rappresentante Designato*".

---

*avviene nel periodo emergenziale che ha dato vita al d.l. 18/2020), ciò è invece possibile per i membri del consiglio di amministrazione e degli altri organi collegiali delle società di capitali, proprio perché essi non esercitano un diritto a soddisfacimento di un loro interesse, bensì svolgono un potere-dovere finalizzato a realizzare gli interessi della società”.*

Si tratta, a ben vedere, di una soluzione condivisibile, poiché la stessa appare rispettosa sia del dato normativo - l'art. 2370, comma 4, cod. civ. afferma espressamente “*lo statuto può consentire l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione*” - sia dell'esigenza di tutelare il diritto dei soci a partecipare all'assemblea, posto che questi ultimi potrebbero non essere dotati di un livello di alfabetizzazione digitale tale da consentire loro di usufruire efficacemente di tali strumenti, oppure potrebbero non disporre delle apparecchiature necessarie, ovvero, ancora, potrebbero risiedere in luoghi non raggiunti da una connessione sufficientemente potente per sostenere il collegamento da remoto<sup>12</sup>.

Al contrario, non sembra lesivo dei diritti dei soci l'orientamento secondo cui “*nelle società per azioni ‘chiuse’, anche in assenza di una specifica previsione statutaria, deve ritenersi possibile l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, a condizione che siano in concreto rispettati i principi del metodo collegiale [...] e fermo il diritto del socio di intervenire fisicamente in assemblea*”<sup>13</sup>. In tal caso, infatti, sarebbe rimessa ai soci la scelta in merito alle modalità di partecipazione ai lavori assembleari.

Sembra affermarsi, in tal modo, una tendenza verso una “interpretazione evolutiva” del dettato statutario, nel senso che la partecipazione ai lavori assembleari mediante mezzi di telecomunicazione sarebbe consentita - ove abbinata alla possibilità per i soci di partecipare fisicamente alla riunione - in tutti i casi in cui lo statuto tace al riguardo, mentre essa sarebbe esclusa solamente laddove lo statuto neghi espressamente l'utilizzo di tali strumenti.

## **2.2 (Segue): la compresenza del presidente e del segretario nel luogo di convocazione dell'assemblea**

Un'ulteriore indicazione che sembra deporre in favore della menzionata tendenza verso l'affermarsi di una “interpretazione evolutiva” degli statuti sociali emerge con riferimento al tema della necessaria compresenza del presidente e del segretario (o del notaio) presso il luogo di convocazione dell'assemblea.

Prima dell'emergenza sanitaria sarebbe stato difficile accettare che l'assemblea potesse svolgersi con il presidente e il segretario situati in due luoghi diversi in quanto un simile scenario sarebbe stato considerato lesivo del principio di collegialità dei

---

<sup>12</sup> In arg. cfr. MORARA, *Svolgimento delle assemblee cooperative e distanziamento sociale*, cit., p. 546.

<sup>13</sup> Cfr. gli *Orientamenti del Comitato Triveneto dei Notai in materia di Atti Societari* (massima H.B.39).

---

lavori assembleari. Al contrario, si sta oggi affermando un'interpretazione - accolta dall'art. 106, comma 2, del d.l. n. 18/2020, ma precedentemente avanzata dal Consiglio Notarile di Milano con la citata Massima n. 187 - in forza della quale il presidente dell'assemblea e il segretario (o il notaio) possono trovarsi in due luoghi diversi; e ciò a prescindere dalle norme speciali dettate dall'emergenza sanitaria connessa alla diffusione del Covid-19<sup>14</sup>.

Nello specifico, l'orientamento notarile in parola afferma il principio per cui, qualora un'assemblea sia convocata in un luogo fisico e lo statuto consenta ai partecipanti di collegarsi a distanza mediante mezzi di telecomunicazione, tale modalità di partecipazione da remoto può essere impiegata anche dal presidente dell'assemblea, la cui presenza fisica nel luogo di convocazione della riunione non è strettamente necessaria per lo svolgimento dei compiti "ordinatori" ad esso spettanti (a differenza di quella del segretario o del notaio, che è invece richiesta ai fini della verbalizzazione della dell'assemblea)<sup>15</sup>.

Corollario di quanto precede è che la clausola statutaria (assai diffusa nella prassi<sup>16</sup>)

---

<sup>14</sup> Infatti, la Massima citata nel corpo del testo è stata dettata con riferimento al "regime normativo generale applicabile alle s.p.a.", fermo restando che anche le previsioni speciali e temporanee introdotte dal decreto "Cura Italia" sono "suscettibili di essere affrontate alla luce del medesimo orientamento interpretativo".

<sup>15</sup> Cfr. la Massima n. 187 del Consiglio Notarile di Milano, ove si legge, tra l'altro, che "la presenza sia del presidente che del segretario non può essere ritenuta necessaria - alla luce del regime legale - in quanto, oltre a mancare una norma che espressamente lo imponga, non si ravvisano ostacoli a che la funzione di direzione dei lavori assembleari da parte del presidente sia adeguatamente svolta "a distanza", mediante i mezzi di telecomunicazione consentiti dallo statuto, senza la presenza fisica del presidente nel luogo di convocazione". In arg. cfr. anche MAGLIULO, *La (non) necessaria compresenza del presidente e del segretario degli organi societari*, cit., p. 9 ss., secondo il quale nemmeno la presenza del segretario o del notaio sarebbe necessaria ai fini del regolare svolgimento dell'assemblea, ben potendo essere presente fisicamente nel luogo di convocazione il solo presidente.

<sup>16</sup> La diffusione di tali clausole statutarie nella prassi è dovuta alla genesi delle stesse; cfr. la ricostruzione svolta nella Massima n. 187 del Consiglio Notarile di Milano, ove si legge, tra l'altro, che "prima della riforma del 2003, la legge non prevedeva espressamente la facoltà di partecipare alle riunioni assembleari e consiliari delle s.p.a. mediante mezzi di telecomunicazione, pur senza escluderlo espressamente. In tale quadro normativo, si registrò un primo orientamento favorevole da parte del tribunale di Milano, con una "massima" del 1997 in sede di volontaria giurisdizione, con riferimento alle riunioni del consiglio di amministrazione. Da tale orientamento nacque una formulazione della clausola statutaria in parola, spesso riproposta in modo tratlazio anche dopo la riforma del 2003, nella quale si prevede la compresenza del presidente e del segretario. Analogamente, per le assemblee, la clausola statutaria che viene per lo più riprodotta negli statuti attuali nasce da un'interpretazione anteriore alla riforma del 2003. A differenza che per le riunioni consiliari, tuttavia, la giurisprudenza volontaria si era assestata nel senso di negare la possibilità stessa dell'intervento mediante mezzi di telecomunicazione (così una massima del tribunale di Milano del 29 novembre 2000). Fu invece la prima massima di questa Commissione (massima n. 1 in data 16 gennaio 2001) che sovvertì tale orientamento, sostenendo che "È lecita la clausola statutaria che prevede la possibilità che l'assemblea ordinaria e straordinaria di una società di capitali si svolga con intervenuti dislocati in più luoghi, contigui o distanti, audio/video collegati (...) dovendosi ritenere svolta la riunione nel luogo ove saranno presenti il presidente e il soggetto verbalizzante". Tale interpretazione, velocemente affermata nella prassi societaria e poi recepita nell'art. 2370, comma 4, c.c., diede vita al "modello" di clausola statutaria di gran lunga più diffuso negli statuti di s.p.a. e s.r.l., che sostanzialmente riproduce, quasi per intero, la predetta massima notarile".

---

in forza della quale lo svolgimento dei lavori assembleari mediante mezzi di telecomunicazione è consentito a patto che presidente e segretario si trovino nello stesso luogo fisico di convocazione dell'assemblea non avrebbe una portata realmente limitativa, trattandosi di una regola funzionale, di norma, a consentire la “*formazione contestuale del verbale di assemblea*”<sup>17</sup>. Pertanto, posto che sembra essersi “*affievolita*” la duplice esigenza di garantire l'immediata redazione del verbale assembleare nel corso della riunione nonché la sua sottoscrizione da parte del presidente e del segretario<sup>18</sup>, allora - secondo i notai milanesi - clausole del tenore suindicato “*non impediscono lo svolgimento della riunione assembleare con l'intervento di tutti i partecipanti mediante mezzi di telecomunicazione, potendosi in tal caso redigere successivamente il verbale assembleare, con la sottoscrizione del presidente e del segretario, oppure con la sottoscrizione del solo notaio in caso di verbale in forma pubblica*”.

Ma v'è di più. Secondo l'orientamento espresso dal Consiglio Notarile di Milano con la predetta Massima n. 187, ogniqualvolta l'assemblea venga convocata prevedendo che i soci possano parteciparvi esclusivamente mediante mezzi di comunicazione - circostanza, quest'ultima, resa possibile durante il periodo emergenziale dalle previsioni speciali di cui all'art. 106 del d.l. n. 18/2020 - è ben possibile che nell'avviso di convocazione manchi l'indicazione del luogo fisico della riunione; ciò in quanto “*non esiste la possibilità nemmeno astratta che vi sia la partecipazione “fisica” di alcun soggetto*”, posto che i lavori assembleari si svolgono interamente *online*. Ne deriva che, in tale limitata ipotesi, anche il segretario verbalizzante (o il notaio) potrà assistere alla riunione assembleare mediante mezzi di telecomunicazione, dando atto dell'intero procedimento decisionale sulla base di quanto percepito tramite gli stessi.

Da ultimo, il Consiglio Notarile di Milano ha avuto cura di precisare che le indicazioni appena riportate trovano applicazione *mutatis mutandis* anche per le riunioni del

---

<sup>17</sup> Secondo MAGLIULO, *La (non) necessaria compresenza del presidente e del segretario degli organi societari*, cit., p. 15, la clausola statutaria che prevedesse che il presidente ed il segretario o il notaio debbano trovarsi nel medesimo luogo potrebbe anche essere “*finalizzata ad introdurre una misura cautelativa e prudenziale diretta, da un lato, a consentire un maggiore coordinamento fra l'attività del presidente e quella del segretario e, dall'altro, ad evitare che eventuali disfunzioni dei sistemi telematici utilizzati possano compromettere l'efficienza della verbalizzazione*”; in tal caso, l'Autore ritiene che sia più difficile superare la previsione statutaria così delineata dall'autonomia statutaria, ferma la possibilità di tenere l'assemblea senza la compresenza del presidente e del segretario “*laddove tale circostanza sia approvata nella medesima assemblea con il quorum necessario per le modificazioni statutarie*”.

<sup>18</sup> Così si esprime la citata Massima n. 187, secondo cui “*da un lato, la nuova formulazione dell'art. 2375, comma 3, c.c., prevede espressamente che il verbale possa essere redatto successivamente, “senza ritardo, nei tempi necessari per la tempestiva esecuzione degli obblighi di deposito o di pubblicazione”. Dall'altro, si è altresì affermato il principio interpretativo in forza del quale “il verbale redatto da notaio possa essere sottoscritto dal solo notaio verbalizzante e (...) non sia richiesta a pena di invalidità la sottoscrizione del presidente dell'assemblea” (massima di questa Commissione n. 45 in data 19 novembre 2004)*”; sulla funzione del verbale d'assemblea cfr. SACCO GINEVRI, *Sulla necessità di indicare il nome del rappresentante del socio nel verbale di assemblea di s.p.a.* (nota a Trib Salerno, 16 aprile 2007), in *Giur. comm.*, II, 2009, pp. 719 ss.

---

consiglio di amministrazione e degli altri organi collegiali previsti dalla disciplina delle società di capitali e cooperative, con la conseguenza che sarà ammissibile un avviso di convocazione solo con l'indicazione dei mezzi di comunicazione e senza indicazione di un luogo fisico presso il quale si svolgerà la riunione. In tal caso - al pari di quanto affermato con riferimento all'assemblea per il periodo di vigenza della disciplina emergenziale - non sarà necessaria la presenza di alcun soggetto in alcun luogo; e ciò a prescindere dall'applicabilità della disciplina speciale in commento e nonostante eventuali clausole statutarie che prevedano la presenza del presidente e del segretario nello stesso luogo<sup>19</sup>.

### 3. Il ricorso al rappresentante designato

In aggiunta a tutto quanto precede, l'art. 106, commi 4 e 5, del d.l. n. 18/2020 consente alle società con azioni quotate, alle società ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione e alle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante di "*designare per le assemblee ordinarie o straordinarie il rappresentante previsto dall'articolo 135-undecies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, anche ove lo statuto disponga diversamente*". Inoltre, è previsto che le società in questione "*possono altresì prevedere nell'avviso di convocazione che l'intervento in assemblea si svolga esclusivamente tramite il rappresentante designato ai sensi dell'articolo 135-undecies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58; al predetto rappresentante designato possono essere conferite anche deleghe o subdeleghe ai sensi dell'articolo 135-novies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in deroga all'art. 135-undecies, comma 4, del medesimo decreto*".

La novità più rilevante che è stata introdotta dalla norma in commento è rappresentata dalla possibilità di prevedere nell'avviso di convocazione che l'intervento in assemblea si svolga *esclusivamente* tramite il rappresentante designato dalla società ai sensi dell'art. 135-undecies del d.lgs. n. 58/1998<sup>20</sup>. Ciò significa che, nelle società che intendano avvalersi di tale disposizione, all'assemblea parteciperà fisicamente (o mediante mezzi di telecomunicazione)<sup>21</sup> - in rappresentanza di tutti gli azionisti - il

---

<sup>19</sup> Cfr. la Massima n. 187, cit. In arg. cfr. anche BUSANI, *Assemblee e Cda in audio-video conferenza durante e dopo COVID-19*, cit., pp. 406 ss.; contra IRRERA, *Le assemblee (e gli altri organi collegiali) delle società ai tempi del Coronavirus*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, a cura di Irrera, in Quaderni di RES, 2020, pp. 76 ss.

<sup>20</sup> Ai sensi dell'art. 135-undecies, comma 1, del d.lgs. n. 58/1998, "*salvo che lo statuto disponga diversamente, le società con azioni quotate designano per ciascuna assemblea un soggetto al quale i soci possono conferire, entro la fine del secondo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea, anche in convocazione successiva alla prima, una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno. La delega ha effetto per le sole proposte in relazione alle quali siano conferite istruzioni di voto*".

<sup>21</sup> Cfr. in questo senso le "*Faq relative alla Comunicazione Consob n. 3/2020 in merito alle assemblee delle società con azioni quotate*" pubblicate in data 29 aprile 2020.



---

solo rappresentato designato. In tale contesto, il presidente dell'assemblea si limiterà a leggere le proposte di deliberazione (formulate prima dell'assemblea), a cui farà seguito l'espressione complessa di voto da parte del rappresentante designato, senza che vi sia alcuna discussione sulle materie poste all'ordine del giorno.

Ne deriva, quindi, che l'individuazione del rappresentante designato dalla società quale modalità esclusiva di espressione del voto costituisce una significativa deroga al funzionamento del procedimento assembleare, giustificata dall'emergenza sanitaria in corso. In particolare, l'effetto di questa disposizione “rende sostanzialmente impraticabile la possibilità del socio di presentare individualmente proposte di delibera durante l'adunanza assembleare”<sup>22</sup>, con la conseguenza - sottolineata dalla Consob - che “tutte le proposte di deliberazione su ciascun punto all'ordine del giorno [dovranno essere] pubblicate prima della stessa assemblea, in tempo utile per permettere agli azionisti di esercitare il diritto di voto attraverso la delega al rappresentante designato (in tempo utile per eventuali adeguamenti al relativo modulo di delega)”<sup>23</sup>.

In questa prospettiva, la stessa Consob ha richiamato l'attenzione degli emittenti, in primo luogo, sull'importanza che l'ordine del giorno sia formulato in modo *analitico* per consentire agli azionisti di votare attraverso il conferimento di deleghe al rappresentante designato su ciascuna delle materie su cui è richiesta una decisione assembleare<sup>24</sup>.

Tale esigenza di analiticità ha condotto la grande maggioranza degli emittenti a distinguere il punto all'ordine del giorno relativo all'approvazione del bilancio di esercizio da quello concernente la distribuzione del dividendo. Infatti, la decisione di scindere la votazione sui predetti argomenti ha consentito agli emittenti di tenere conto degli eventi sopravvenuti fra il momento della pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea e lo svolgimento della stessa.

Si fa riferimento, in particolare, alla circostanza per cui i consigli di amministrazione di alcuni emittenti hanno ritirato la proposta di distribuzione del dividendo originariamente formulata al fine, tra l'altro, di poter accedere in futuro ai finanziamenti bancari assistiti dalla garanzia SACE ai sensi del d.l. n. 23/2020 (c.d. “*decreto liquidità*” - successivamente convertito ad opera della legge di conversione n. 40 del 5 giugno 2020)<sup>25</sup>. Lo stesso è accaduto, ad esempio, per gli emittenti bancari, chiamati

---

<sup>22</sup> Cfr. sul punto la Faq Assonime n. 5, *Avviso di convocazione - In caso di scelta del rappresentante designato “in via esclusiva”, quali aspetti deve considerare la società circa le proposte che i singoli soci posso presentare individualmente in assemblea?*, disponibile all'indirizzo [www.assonime.it](http://www.assonime.it)

<sup>23</sup> Cfr. la comunicazione Consob n. 3/2020 del 10 aprile 2020, disponibile all'indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>24</sup> Cfr. la comunicazione Consob n. 3/2020, cit.

<sup>25</sup> Ciò è accaduto, ad esempio, in CIR S.p.A., ove il consiglio di amministrazione riunitosi in data 20 aprile 2020 ha deliberato di ritirare la proposta di distribuzione del dividendo approvata con delibera consiliare del 9 marzo 2020, “*sia con l'intento di preservare la liquidità disponibile, sia allo scopo di consentire alle Società del gruppo di accedere eventualmente alle agevolazioni finanziarie di cui al (...) decreto liquidità*”. Nella medesima prospettiva, sempre CIR S.p.A. ha deliberato, in pari data, di ritirare anche la proposta relativa all'autorizzazione ad acquistare e disporre di azioni proprie approvata con la medesima delibera consiliare del 9 marzo 2020; cfr. il verbale dell'assemblea



---

a conformarsi alle raccomandazioni in materia di distribuzione del dividendo formulate dalla BCE e poi riprese dalla Banca d'Italia<sup>26</sup>.

Si delinea in tal modo un'altra tendenza evolutiva, consistente nel riconoscimento in capo agli amministratori di un *potere reattivo* di adattamento della proposta originariamente formulata - esercitabile anche oltre i termini di legge - funzionale a consentire a questi ultimi di tenere conto delle circostanze sopravvenute nel periodo intercorrente fra la convocazione dell'assemblea e il suo svolgimento.

### 3.1 (Segue): la compressione dei diritti dei soci

Come anticipato, il ricorso al rappresentante designato quale modalità esclusiva di partecipazione "a distanza" ai lavori assembleari degli emittenti quotati rende impraticabile il diritto del socio di presentare proposte individuali di delibera sulle materie all'ordine del giorno ai sensi dell'art. 126-bis del d.lgs. n. 58/1998<sup>27</sup>.

Tale compressione delle prerogative dei soci - resa possibile dalla normativa qui in commento - ha indotto la Consob ad utilizzare lo strumento della *moral suasion* per "riespandere" - anche oltre i limiti di legge - il diritto degli azionisti sacrificato dalla disciplina emergenziale. In particolare con la menzionata comunicazione n. 3/2020, l'Autorità ha affermato che *"le società possono prevedere nell'avviso di convocazione un adeguato termine per la presentazione di proposte individuali di delibera sulle materie all'ordine del giorno da parte di coloro ai quali spetta il diritto di voto, da pubblicare sul sito internet della società; tale termine dovrà essere individuato in modo tale da consentire ai soci l'esercizio del voto per delega tramite il rappresentante designato su ciascuna proposta di delibera pubblicata"*.

Alcuni emittenti hanno accolto l'invito formulato dalla Consob prevedendo, nei rispettivi avvisi di convocazione, che i singoli soci - a prescindere dalla percentuale di capitale sociale da essi detenuta - potessero formulare proposte sui punti all'ordine del giorno da far pervenire normalmente nel termine di quindici giorni precedenti

---

ordinaria di CIR S.p.A. tenutasi in data 8 giugno 2020 e disponibile all'indirizzo [www.cirgroup.it](http://www.cirgroup.it). Si noti, infatti, che l'art. 1 del decreto liquidità consente alle imprese di accedere al finanziamento bancario usufruendo di garanzie rilasciate dalla SACE S.p.A. a condizione tuttavia che l'impresa beneficiaria, *"nonché ogni altra impresa con sede in Italia che faccia parte del medesimo gruppo cui la prima appartiene, comprese quelle soggette alla direzione e al coordinamento da parte della medesima, non approvi la distribuzione di dividendi o il riacquisto di azioni nel corso dell'anno 2020"*.

<sup>26</sup> È il caso, ad esempio, di Intesa Sanpaolo S.p.A., il cui c.d.a. - riunitosi in data 31 marzo 2020 - ha deliberato di sospendere la proposta di distribuzione di dividendi sottoposta agli azionisti in data 25 febbraio 2020 e di proporre all'assemblea ordinaria convocata per il 27 aprile 2020 l'assegnazione a riserve dell'utile dell'esercizio 2019; e ciò in ottemperanza alla comunicazione della Banca Centrale Europea del 27 marzo 2020 in merito alla politica dei dividendi nel contesto conseguente all'epidemia da COVID-19; cfr. la relazione al punto 1 all'ordine del giorno dell'assemblea di Intesa Sanpaolo S.p.A. del 27 aprile 2020, disponibile all'indirizzo [www.group.intesanpaolo.com](http://www.group.intesanpaolo.com).

<sup>27</sup> Si osserva, a tal proposito, che la stessa Consob ha avuto modo di precisare che "non risulta possibile la presentazione di proposte individuali direttamente in sede assembleare tramite lo stesso rappresentante designato"; cfr. la comunicazione Consob n. 3/2020, cit.

---

l'assemblea<sup>28</sup>, senza peraltro richiedere espressamente che tali proposte fossero accompagnate dalla relazione prevista dall'art. 126-*bis*, comma 4, del d.lgs. n. 58/1998<sup>29</sup>. A ben vedere, la posizione assunta dalla Consob denota un "orientamento difensivo" dei diritti dei singoli azionisti che dovrebbe indurre gli emittenti a tenere in massima considerazione le istanze di partecipazione dei soci nelle valutazioni concernenti le decisioni circa le modalità di svolgimento delle future assemblee.

Peraltro, ciò emerge anche dal tenore delle domande pervenute agli emittenti prima dell'assemblea ai sensi dell'art. 127-*ter* del d.lgs. n. 58/1998. In tale sede, infatti, gli azionisti non hanno mancato di segnalare che l'individuazione del rappresentante designato quale modalità esclusiva di partecipazione all'assemblea comporta l'annullamento di ogni possibilità di dibattito e colloquio tra i soci, a differenza di quanto sarebbe avvenuto laddove la società avesse consentito la partecipazione e il voto in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione ai sensi dell'art. 106, comma 2, del d.l. n. 18/2020<sup>30</sup>.

Tuttavia, nella tornata assembleare appena conclusa, pochi emittenti - e comunque di ridotte dimensioni - hanno optato per il ricorso ai mezzi di telecomunicazione elettronici quale modalità di partecipazione all'assemblea<sup>31</sup>. Come anticipato, le ragioni dello scarso impiego di tali strumenti vanno individuate principalmente nelle difficoltà di carattere tecnico e organizzativo che gli emittenti di grandi dimensioni avrebbero incontrato nell'apprestare soluzioni idonee a consentire a migliaia di azionisti di collegarsi simultaneamente all'assemblea; e ciò sia nel caso in cui la partecipazione fosse avvenuta mediante una apposita piattaforma *online* accessibile da parte degli intervenienti, sia attraverso l'allestimento da parte della società di sedi distaccate, collegate telematicamente alla sede "principale".

---

<sup>28</sup> Sul punto, la citata comunicazione Consob n. 3/2020 precisa che "*alcune società hanno individuato come termine adeguato per la presentazione di proposte individuali di delibera sulle materie all'ordine del giorno quello di 15 giorni antecedenti la data dell'assemblea, termine mutuato da quello previsto dall'art. 126-bis, comma 2, del TUF per la pubblicazione delle proposte di delibera sulle materie all'ordine del giorno presentate da minoranze qualificate titolari di almeno un quarantesimo del capitale sociale*".

<sup>29</sup> Cfr., ad esempio, l'avviso di convocazione dell'assemblea di Hera S.p.A., tenutasi in data 29 aprile 2020, ai sensi del quale, tra l'altro, "*in relazione al fatto che l'intervento in Assemblea è previsto esclusivamente tramite il Rappresentante Designato, al fine di consentire ai Soci di conferire complete istruzioni di voto, gli aventi diritto al voto possono formulare alla Società, per iscritto, proposte di deliberazione e/o votazione sulle materie all'ordine del giorno dell'Assemblea entro il 13 aprile 2020 ore 15,00 a mezzo messaggio di posta elettronica certificata (...). Ciascuna proposta di deliberazione dovrà indicare l'argomento all'ordine del giorno al quale si riferisce e riportare la specifica proposta di deliberazione. Ciascun proponente dovrà comunicare la propria quota di partecipazione e indicare i riferimenti della comunicazione dell'intermediario attestante la legittimazione a partecipare all'assemblea. La Società provvederà a pubblicare sul proprio sito entro il 14 aprile 2020 le proposte di delibera formulate dai Soci*".

<sup>30</sup> Cfr., ad esempio, le domande formulate dall'azionista D&C Governance Technologies S.r.l. prima dell'assemblea di Intesa Sanpaolo S.p.A. del 27 aprile 2020, disponibili all'indirizzo [www.group.intesanpaolo.com](http://www.group.intesanpaolo.com).

<sup>31</sup> Si tratta, ad esempio, della società Eukedos S.p.A., quotata sul MTA, e della società Digital 360 S.p.A., quotata sul mercato AIM Italia.

---

Nel primo caso, infatti, si sarebbe posto il tema di valutare, tra l'altro, le conseguenze sul piano dello svolgimento e della validità dell'assemblea di una eventuale interruzione del collegamento durante la riunione<sup>32</sup>, mentre nel secondo caso si sarebbero riproposte le difficoltà legate al divieto di assembramenti dovuto all'emergenza sanitaria.

## 4. Conclusioni

Quanto precede induce ad una sintetica riflessione conclusiva.

Le misure introdotte dal legislatore nazionale per consentire lo svolgimento delle assemblee societarie con modalità rispettose degli obblighi di distanziamento sociale funzionali a contrastare la diffusione della pandemia sembrano conferire nuova attualità alle considerazioni svolte in Italia all'indomani del recepimento della prima direttiva sui diritti degli azionisti (*i.e.*, la direttiva n. 2007/36/CE, successivamente modificata ad opera della direttiva n. 2017/828/UE).

Come noto, la direttiva n. 2007/36/CE ha introdotto alcune previsioni volte a potenziare i diritti degli azionisti e ad incentivare il loro effettivo esercizio dando seguito ai principi di carattere programmatico individuati nel piano d'azione per "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea"<sup>33</sup>. Quest'ultimo, nell'ottica del perseguimento dell'obiettivo di carattere generale di "rafforzare i diritti degli azionisti e la protezione dei terzi", individuava nelle moderne tecnologie uno strumento utile a "contribuire in maniera significativa all'esercizio effettivo dei diritti dei soci e dei terzi", con la conseguenza che "il diritto delle società dovrebbe consentire ed incoraggiare quanto più possibile le imprese ad

---

<sup>32</sup> La questione è stata oggetto della Faq Assonime n. 6, *Partecipazione in assemblea con mezzi di telecomunicazione - Quali sono gli effetti di un'eventuale interruzione di collegamento durante l'assemblea?*, disponibile all'indirizzo [www.assonime.it](http://www.assonime.it), ove si legge, tra l'altro, che "occorre distinguere il caso d'impossibilità di collegamento audio-video fin dall'inizio della riunione assembleare, dall'ipotesi in cui il collegamento venga meno nel corso dei lavori. Nel primo caso, se l'impossibilità di collegamento audio-video è presente fin dall'inizio della riunione, e appaia manifesta l'impossibilità di risolvere il malfunzionamento tecnico in tempi congrui, l'assemblea non può costituirsi ed è opportuno procedere alla sua riconvocazione per deliberare validamente sui punti all'ordine del giorno, a meno che non si tratti di assemblea di prima convocazione e nell'avviso sia indicato il giorno della seconda convocazione. In tal caso non sarà necessaria la riconvocazione e l'assemblea potrà avere luogo nella data di seconda convocazione. Nell'ipotesi in cui il collegamento venga meno nel corso dei lavori assembleari, il presidente può sospendere la riunione e, nel caso in cui sia possibile rimediare all'interruzione del collegamento in tempi congrui, i lavori assembleari potranno proseguire dopo l'interruzione. Nel caso in cui, invece, l'interruzione causata da malfunzionamento dei mezzi di telecomunicazione si protragga e non sia possibile rimediare in tempi congrui al difetto di collegamento, possono avere luogo due ipotesi: (i) è possibile sciogliere l'assemblea per impossibilità di funzionamento, con la conseguente necessità di riconvocazione, facendo eventualmente salva la parte di lavoro svolta e le delibere già approvate; (ii) oppure rinviare l'assemblea ad altra data per la sua prosecuzione".

<sup>33</sup> Si tratta Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo recante "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire" del 21 maggio 2003.

---

*utilizzare le moderne tecnologie dell'informazione e della comunicazione nelle loro diverse relazioni con i soci e con i terzi*".

Muovendo da tali considerazioni la direttiva n. 2007/36/CE sottolineava, tra l'altro, che *"le società non dovrebbero incontrare ostacoli giuridici nell'offrire ai propri azionisti mezzi di partecipazione elettronica all'assemblea. L'esercizio del voto, per corrispondenza o con mezzi elettronici, senza intervenire fisicamente all'assemblea, non dovrebbe essere soggetto a restrizioni diverse da quelle necessarie per la verifica dell'identità e per la sicurezza delle comunicazioni. Tuttavia, ciò non dovrebbe impedire agli Stati membri di adottare norme intese ad assicurare che i risultati del voto rispecchino le intenzioni degli azionisti in ogni circostanza, comprese le norme destinate a far fronte a situazioni in cui si verificano o si sono rivelate nuove circostanze dopo che un azionista ha espresso il suo voto per corrispondenza o con mezzi elettronici"* (cfr. il considerando n. 9). In questa prospettiva, l'art. 8 della direttiva ha previsto che *"gli Stati membri consentono alle società di offrire ai loro azionisti qualsiasi forma di partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici"* (ndr. enfasi aggiunta) <sup>34</sup>.

Il recepimento in Italia della direttiva n. 2007/36/CE è avvenuto con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, cui si deve, tra l'altro, l'attuale formulazione dell'art. 2370, comma 4, cod. civ., a mente del quale - lo si rammenta - *"lo statuto può consentire l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione ovvero l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica"* (ndr. enfasi aggiunta); la norma italiana replica, dunque, l'approccio adottato dal legislatore europeo, lasciando all'autonomia statutaria e organizzativa dell'emittente la decisione se consentire la partecipazione virtuale alle assemblee.

Tuttavia, a distanza di pochi anni dalla introduzione della norma appena menzionata, non è mancato chi - rilevando la scarsa diffusione di previsioni statutarie che consentissero la partecipazione assembleare dei soci mediante mezzi elettronici - ha ricollegato tale circostanza alla *"naturale resistenza dei gruppi di comando all'introduzione di tecniche di espressione del voto, che potrebbero favorire la coagulazione delle minoranze attorno ad una proposta ostile agli amministratori o agli azionisti strategici"* <sup>35</sup>. Né l'autodisciplina sembra fornire un contributo determinante in tal

---

<sup>34</sup> Ai sensi dell'art. 8 della direttiva n. 2007/36/CE, in particolare, *"gli Stati membri consentono alle società di offrire ai loro azionisti qualsiasi forma di partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici, in particolare in una o più delle seguenti forme: a) trasmissione in tempo reale dell'assemblea; b) comunicazione a due vie, in tempo reale, che consenta agli azionisti di intervenire in assemblea da un'altra località; c) un meccanismo per esercitare il diritto di voto, prima dell'assemblea o durante il suo svolgimento, senza che sia necessario designare un rappresentante fisicamente presente alla stessa. 2. Il ricorso a mezzi elettronici per consentire agli azionisti di partecipare all'assemblea può essere soggetto solo ai requisiti e ai vincoli necessari per assicurare l'identificazione degli azionisti e la sicurezza delle comunicazioni elettroniche e solo nella misura in cui detti requisiti e vincoli siano proporzionati al raggiungimento di tali obiettivi. La presente disposizione non pregiudica le norme giuridiche che gli Stati membri hanno adottato o possono adottare riguardo al processo decisionale della società ai fini dell'introduzione o dell'attuazione di qualsiasi forma di partecipazione con mezzi elettronici"*.

<sup>35</sup> Cfr. in questi termini CIAN, *Intervento e voto in assemblea: le nuove tecnologie come mezzo per*

---

senso, posto che la versione vigente del Codice di Autodisciplina promosso dal Comitato per *Corporate Governance* di Borsa Italiana S.p.A. (ed. 2018) si limita a raccomandare - con previsione peraltro non riprodotta nella nuova versione del Codice di *Corporate Governance* del gennaio 2020 - che “*il consiglio di amministrazione promuove iniziative volte a favorire la partecipazione più ampia possibile degli azionisti alle assemblee e a rendere agevole l'esercizio dei diritti dei soci*” (cfr. il principio 9.P.1).

In considerazione di tutto quanto precede, la circostanza che durante la crisi da Covid-19 pochissimi emittenti abbiano optato per la modalità di partecipazione all'assemblea mediante mezzi elettronici preferendo avvalersi del rappresentante designato potrebbe essere per alcuni aspetti riconducibile - oltre che alle menzionate difficoltà di carattere organizzativo e tecnico - anche a una latente ritrosia degli emittenti a consentire l'impiego di strumenti potenzialmente suscettibili di ampliare eccessivamente la base del consenso e rendere pertanto più incerto l'esito delle votazioni.

Ciò posto, la rapida evoluzione delle nuove tecnologie e la loro penetrazione nel diritto societario - si pensi, tra l'altro, alle modalità di voto basate su tecnologie *blockchain*<sup>36</sup> - renderà sempre meno agevole giustificare il mancato impiego degli strumenti di partecipazione e voto “a distanza” in virtù di difficoltà di ordine tecnico/organizzativo.

Ne deriva che, in prospettiva - e tenuto conto del menzionato “orientamento difensivo” dei diritti degli azionisti che è stato assunto dalla Consob durante la stagione assembleare segnata dal Covid-19 - potrebbero delinearci nuovi profili di attenzione per gli amministratori che, pur potendo, decidano comunque di non avvalersi di tutti i mezzi tecnici a loro disposizione per predisporre assetti organizzativi idonei a consentire l'effettiva partecipazione dei soci all'adozione delle decisioni societarie.

---

*promuovere l'attivismo degli investitori istituzionali?*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2014, I, p. 425, ove si legge altresì che “*in effetti, l'affidamento allo statuto (...) e così alla maggioranza della facoltà di prevedere la partecipazione a distanza o il voto in absentia implica (...) l'attribuzione di tale potere proprio ai soci portatori di un interesse normalmente contrapposto all'esercizio di tale facoltà*”; cfr. anche CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni “orizzontale”*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2015, I, pp. 155 ss.

<sup>36</sup> In arg. cfr. ABRIANI, *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2020, pp. 261 ss.; ENRIQUES e ZETSCHKE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, 2019, disponibile su *www.ssrn.com*, pp. 13 ss.

# IL NEO-FORMALISMO DEI CONTRATTI FINANZIARI ALLA PROVA DEL COVID

Gian Luca Greco

**Abstract:** L'emergenza coronavirus ha limitato le attività produttive e la libertà di circolazione dei cittadini. Per assicurare la continuità nell'erogazione dei servizi finanziari, il legislatore italiano ha introdotto una modalità semplificata di conclusione dei contratti finanziari, basata essenzialmente sull'utilizzo dell'indirizzo di posta elettronica del potenziale cliente. Lo scritto espone dubbi interpretativi e evidenzia la presenza di rischi legali, di non conformità e reputazionali che potrebbero essere superati promuovendo la diffusione del Sistema Pubblico di Identità Digitale (SPID).

**Abstract:** The coronavirus emergency has limited the productive activities and the freedom of movement of citizens. To ensure continuity in the provision of financial services, the Italian legislator introduced a simplified method of concluding financial contracts, essentially based on the use of the email address of the potential customer. The paper exposes interpretative doubts and highlights the presence of legal, non-compliance and reputational risks that the promotion of the Public Digital Identity System (SPID) could overcome.

**Parole chiave:** Covid, Informatica giuridica, contratti bancari, servizi di investimento, firma elettronica, SPID. *ERC Panels:* SH1\_4, SH1\_14. ITALIAN SSD IUS/05

**Sommario:** 1. Profili generali (cenni) – 2. Formalismo nei contratti finanziari e legislazione emergenziale, passando per il Codice dell'Amministrazione Digitale – 3. Spunti critici in ordine (abbastanza) sparso - 3.1. Semplificazione per molte (attività delle banche) ma non per tutte: il sospetto di amnesia per il credito immobiliare ai consumatori - 3.2. La geometria variabile del perimetro soggettivo e lo strano caso dei professionisti e delle micro-imprese – 3.3 Punti oscuri e rischi significativi del nuovo processo di conclusione dei contratti a distanza - 4. Alcune note a chiusura: dall'emergenza COVID-19 allo SPID

## 1. Profili generali (cenni)

Il formalismo contrattuale è ormai da decenni tratto caratterizzante nell'ambito dei servizi bancari, di investimento, di pagamento. Insomma, nella prestazione dei servizi finanziari intesi in senso ampio.

Agli inizi degli anni Novanta il legislatore italiano introduce l'obbligo di forma scritta per i contratti (intendendosi per essi i contratti-quadro e non i successivi atti



---

dispositivi)<sup>1</sup> relativi alle attività svolte dalle società di intermediazione mobiliare<sup>2</sup>, nonché ai servizi ed operazioni esercitati dalle banche<sup>3</sup>.

Le conseguenze dell'inosservanza del suddetto obbligo non erano state previste dalle ormai abrogate l. 1/1991 e l. 154/1992, ma la giurisprudenza senza troppe esitazioni si era poi andata orientando verso il riconoscimento di una fattispecie di nullità "virtuale" ex art. 1418, comma 1, c.c.<sup>4</sup>.

Nel passaggio al TUB e al TUF è invece espressamente introdotta la sanzione di nullità del contratto laddove esso non sia redatto per iscritto<sup>5</sup>. Trattasi di un regime di nullità di protezione, poiché la nullità può essere fatta valere solo dal cliente e può operare solo a suo vantaggio<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> In tal senso, per quel che concerne la prestazione dei servizi di investimento, si vedano tra le altre: Cass. 19759/2017; Cass. 16053/2016; Cass. 3950/2016; Cass. 384/2012; Cass. 28432/2011.

<sup>2</sup> Cfr. artt. 6, lett. c) e 8, lett. a) (per la gestione di patrimoni, in particolare), l. 1/1991. L'obbligo in parola è stato poi ribadito all'art. 18 del d.lgs. 415/1996 e, infine, agli artt. 23 e 24 (per la gestione di patrimoni) del d.lgs. 58/1998 (di seguito anche "TUF"), ove ad oggi è disciplinato.

<sup>3</sup> Cfr. dapprima art. 3, l. 154/1992 e art. 21, l. 142/1992 (per il credito al consumo). Oggi si veda: art. 117 (per servizi e operazioni bancarie); art. 120-*noviesdecies* (per credito immobiliare ai consumatori); art. 125-*bis* (per credito ai consumatori); art. 126-*quinquies* (per servizi di pagamento), d.lgs. 385/1993 (di seguito anche "TUB").

<sup>4</sup> Sulla distinzione tra i rimedi per violazioni di norma di validità del contratto e norme di comportamento delle parti si veda soprattutto Cass. 19024/2005 nonché le sentenze gemelle Cass. S.U. 26724/2007 e Cass. S.U. 26725/2007.

<sup>5</sup> La Corte di Cassazione si è inizialmente orientata, in via prevalente e a sezione semplice, per la nullità del contratto-quadro concluso con scambio di corrispondenza, quando viene prodotto in giudizio il solo modulo sottoscritto dal cliente, sia per quel che concerne la prestazione di servizi di investimento (Cass. 3623/2016; 5919/2016; 7068/2016; 8395/2016; 8396/2016; 10331/2016), che con riguardo a servizi bancari (Cass. 36/2017; *contra* Cass. n. 4564/2012). Le Sezioni Unite (Cass. S.U. 898/2018; Cass. S.U. 1200/2018; Cass. S.U. 1201/2018; Cass. S.U. 1653/2018) hanno successivamente ribaltato tale interpretazione, ritenendo che «il requisito della forma scritta del contratto-quadro relativo ai servizi di investimento, disposto dall'art.23 del d.lgs. 24/2/1998, n. 58, è rispettato ove sia redatto il contratto per iscritto e ne venga consegnata una copia al cliente, ed è sufficiente la sola sottoscrizione dell'investitore, non necessitando la sottoscrizione anche dell'intermediario, il cui consenso ben si può desumere alla stregua di comportamenti concludenti dallo stesso tenuti». Sul recente arresto delle Sezioni Unite cfr., per tutti, NATOLI R., *Una decisione non formalistica sulla forma: per le Sezioni Unite il contratto quadro scritto, ma non sottoscritto da entrambe le parti, è valido*, in *Società*, n. 4, 2018, p. 491; MIRONE A., *Le Sezioni Unite e il contratto c.d. mono-firma*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 2018, p. 275; PAGLIANTINI S., *Forma o modalità di un'informazione materializzata? Le SS.UU. ed una interpretazione normalizzatrice dell'art. 23 T.U.F.*, in *Contratti*, 2018, p. 143; DI MAJO A., *Contratto di investimento mobiliare: il "balletto" delle forme*, in *Giur. it.*, 2018, p. 569.

<sup>6</sup> Cfr. art. 23, comma 3, TUF e art. 127, comma 2, TUB. Nel 2010 l'art. 127 del TUB è stato riformato, prevedendosi la rilevabilità d'ufficio delle nullità da parte del giudice, con il limite che esse possono operare solo «a vantaggio del cliente». Si assiste quindi ad una riformulazione della norma tesa a definire un regime di nullità di protezione, in linea con quanto previsto dall'art. 36, comma 3, del Codice del Consumo: in tal modo si intende superare le incertezze della dottrina in merito alla rilevabilità d'ufficio ed alle conseguenze della nullità sulla sfera patrimoniale delle parti (sul punto si consenta il rinvio a GRECO G.L., *Commento all'art. 127*, in F. Belli, M. Porzio, M. Rispoli, V. Santoro (a cura di), *Commentario al testo unico bancario, Addenda di aggiornamento ad d.lgs. 141/2010 e 218/2010*, Milano, 110). La giurisprudenza di legittimità (Cass. S.U., 12 dicembre 2014, n. 26242 e n. 26243, con nota di DELLI PRISCOLI L., *Rilevabilità d'ufficio delle nullità di protezione, contraente debole e tutela del mercato*, *Giur. comm.*, 2015, 976) ha poi chiarito come dovrebbe coniugarsi il potere-

---

È stato giustamente osservato che il neo-formalismo negoziale, ossia la prescrizione di requisiti formali, tanto sul piano del mezzo quanto del contenuto, «sembra cozzare con il ridotto formalismo che ha storicamente caratterizzato il diritto commerciale»<sup>7</sup>. L'esigenza di tutelare il contraente debole che ispira il neo-formalismo, grazie al quale l'ordinamento intenderebbe minimizzare le asimmetrie informative tra intermediario e cliente<sup>8</sup>, scava una dicotomia tra diritto del consumatore e diritto commerciale<sup>9</sup> e sembra individuare un mercato separato per i consumatori e per i produttori o fornitori di servizi<sup>10</sup>.

In realtà, è necessario ben ponderare benefici e costi del formalismo, tenendo presente che i primi sono proporzionali all'orientamento sulle scelte del cliente (ad esempio, un investitore non professionale) legato ad un eventuale squilibrio di informazioni o forza contrattuale, mentre i secondi possono condurre ad abusi del diritto in conseguenza di comportamenti opportunistici su profili meramente formali<sup>11</sup>.

Come evidenziato nella giurisprudenza più recente<sup>12</sup>, la nullità per violazione dell'obbligo formale opera in termini sanzionatori per l'intermediario, per cui deve essere comminata nel rispetto del principio di proporzionalità, che assume una vera e propria "rilevanza cardine" nell'ordinamento<sup>13</sup>.

Per tale motivo occorre verificare, nelle singole fattispecie che si pongono all'inter-

---

dovere del giudice di rilevare d'ufficio le nullità con la previsione per cui, nelle nullità di protezione, l'invalidità della clausola opera solo a vantaggio del cliente. Sulla scia della giurisprudenza unionista (in particolare, Corte di Giustizia, 4 giugno 2009, C-243/08, *Pannon*), secondo le Sezioni Unite il giudice ha l'obbligo di rilevare sempre una nullità negoziale. Laddove si tratti di nullità speciale, se la parte "protetta" propone domanda di accertamento della nullità, il giudice è tenuto ad accertare e statuire sulla nullità di contratto, con la conseguenza che l'accertamento è idoneo al giudicato sulla nullità negoziale. Laddove la parte "protetta" non proponga domanda di accertamento, invece, il giudice rigetta o accoglie la domanda originaria pronunciandosi solo su di essa: pur essendo stata rilevata, la nullità non viene accertata né dichiarata in motivazione, neanche in via incidentale, per cui non si pone alcun problema di giudicato.

<sup>7</sup> SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, p. 230. In argomento cfr. anche, tra gli altri, IRTI N., *Idola libertatis. Tre eccezioni sul formalismo giuridico*, Milano, 1985; LENER R., *Forma contrattuale e tutela del contraente non qualificato*, Milano, 1996; PERLINGIERI P., *Note critiche sul rapporto tra forma negoziale e autonomia*, in *La forma degli atti nel diritto civile. Studi in onore di Michele Giorgianni*, Napoli, 1988, p. 569 ss.

<sup>8</sup> Come di recente ha avvertito la Suprema Corte (Cass. S.U. 898/2018), «la nullità per difetto di forma è posta nell'interesse del cliente, così come è a tutela di questi la previsione della consegna del contratto (...). Si coglie quindi la chiara finalità della previsione della nullità, volta ad assicurare la piena indicazione al cliente degli specifici servizi forniti (...), considerandosi che è l'investitore che abbisogna di conoscere e di potere all'occorrenza verificare nel corso del rapporto il rispetto delle modalità di esecuzione e le regole che riguardano la vigenza del contratto, che è proprio dello specifico settore del mercato finanziario. Va da sé che la finalità protettiva nei confronti dell'investitore si riverbera in via mediata sulla regolarità e trasparenza del mercato del credito».

<sup>9</sup> ZENO-ZENCOVICH V., *Il diritto europeo dei contratti (verso la distinzione fra diritto commerciale e diritto dei consumatori)*, in *Giur. it.*, 1993, p. 57 ss.

<sup>10</sup> SARTORI F., *Le regole di condotta*, cit., p. 232 s.

<sup>11</sup> In questo senso già SARTORI F., *Le regole di condotta*, cit., p. 237.

<sup>12</sup> Cfr. ancora Cass. S.U. 898/2018.

<sup>13</sup> In questo senso cfr. anche Cass. S.U. 16601/2017, che si è espressa nell'ambito della responsabilità civile, ai fini del riconoscimento di sentenza straniera comminatoria di danni punitivi.

---

prete e con quella che potremmo definire la “*Rule 5*”, se il rimedio della nullità sia effettivamente necessario per il conseguimento degli interessi pubblici rilevanti, ossia da un lato la tutela del cliente e, dall’altro lato, la stabilità, il buon funzionamento e la competitività del sistema finanziario<sup>14</sup>.

## **2. Formalismo nei contratti finanziari e legislazione emergenziale, passando per il Codice dell’Amministrazione Digitale**

La situazione di emergenza conseguente all’epidemia di COVID-19 ha comportato, nella fase più critica, il blocco di gran parte delle attività produttive e la pesante limitazione di alcune libertà fondamentali dei cittadini, tra le quali la libertà di circolazione.

In tale contesto i servizi bancari e finanziari sono stati riconosciuti quali servizi essenziali e, dunque, sono stati sottratti al temporaneo divieto di esercizio che in altri settori è stato imposto. Ciò nonostante, la vigorosa spinta al lavoro a distanza che le autorità hanno impresso e la necessità di osservare severe misure di distanziamento fisico hanno provocato un rallentamento significativo delle attività svolte nelle filiali bancarie e la sostanziale impossibilità di svolgere attività fuori sede.

Per temperare tali difficoltà e assicurare la continuità nell’erogazione dei servizi finanziari e nell’offerta dei prodotti alla clientela da parte di banche e altri intermediari, il legislatore è intervenuto in due distinte occasioni sulle modalità di conclusione dei contratti finanziari, a distanza di poco più di un mese l’una dall’altra.

L’art. 4 del d.l. 8 aprile 2020, n. 23 (c.d. “Decreto Liquidità”) detta disposizioni speciali semplificate per la sottoscrizione dei contratti e per le comunicazioni relative ai servizi bancari, finanziari e di pagamento disciplinati dal TUB.

Promosso dalle associazioni di categoria, che avevano tempestivamente evidenziato i limiti oggettivi del provvedimento sopra ricordato, il d.l. 19 maggio 2020, n. 34 (c.d. “Decreto Rilancio”) ha poi esteso (art. 36) le modalità semplificate già previste dal Decreto Liquidità alle attività e ai servizi di investimento nonché al collocamento di prodotti finanziari e quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari<sup>15</sup>. Sul piano generale, la semplificazione apportata dai decreti suddetti è rappresentata da un allargamento, pur temporaneo, delle modalità tecniche di sot-

---

<sup>14</sup> Sul punto cfr. art. 5 Trattato UE, art. 5 TUB e art. 5 TUF.

<sup>15</sup> Per quanto qui non se ne tratti, occorre ricordare che l’art. 36, comma 2, del Decreto Rilancio prevede che la disciplina prevista per i contratti bancari, finanziari, di pagamento e di prestazione dei servizi di investimento si applichi anche ai fini dell’art. 165 del d.lgs. 209/2005 e dell’art. 1888 c.c. per quel che riguarda i contratti di assicurazione. Sul punto ci limitiamo a segnalare che per tali contratti la forma scritta non è però prescritta *ad substantiam* ma *ad probationem*. In dottrina si rinvia, tra gli altri, a CANDIAN A.D., *Forma e assicurazione*, Milano, 1988, *passim*; LANDINI S., *Formalità e procedimento contrattuale*, Milano, 2008, *passim*; LANDINI S., *Commento sub art. 1888*, in D. Valentino (a cura di), *Commentario del Codice Civile*, diretto da E. Gabrielli, vol. IV, 2011, p. 76 ss.

---

toscrizione del documento informatico<sup>16</sup>, al fine di definirne la validità ed efficacia probatoria.

In particolare, viene in rilievo l'art. 20, comma 1, primo periodo, del d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82 (c.d. "Codice dell'amministrazione digitale" o "CAD"), ai sensi del quale il documento informatico soddisfa il requisito della forma scritta e ha l'efficacia prevista dall'art. 2702 c.c. quando vi è apposta una firma digitale, un altro tipo di firma elettronica qualificata o una firma elettronica avanzata o comunque è formato, previa identificazione informatica dell'autore della firma, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall'Agenzia per l'Italia Digitale (di seguito anche "AgID") ai sensi dell'art 71 del CAD<sup>17</sup>, in modo da garantirne la sicurezza, integrità e immodificabilità e, in maniera manifesta e inequivoca, la sua riconducibilità all'autore<sup>18</sup>.

L'art. 4 del Decreto Liquidità e l'art. 36 del Decreto Rilancio equiparano alla firma digitale, ad altra firma elettronica qualificata o avanzata e alla firma conforme ai requisiti fissati dall'AgID l'espressione del consenso prestato dal cliente mediante un inedito processo, che prevede fundamentalmente l'utilizzo di un indirizzo di posta elettronica non certificata e di un documento di riconoscimento del contraente.

In estrema sintesi, il soggetto che voglia concludere un contratto per accedere ai servizi bancari, finanziari, di pagamento e di investimento prestati dall'intermediario dovrà esprimere il proprio consenso mediante un messaggio inviato dal proprio indirizzo di posta elettronica ordinaria (ovvero con altro strumento idoneo). Il consenso dovrà fare riferimento ad un determinato contratto individuato in modo certo e dovrà essere accompagnato dalla copia di un documento di riconoscimento in corso di validità: si può ipotizzare, ad esempio, che tanto il testo contrattuale quanto il documento di riconoscimento siano allegati al messaggio di posta elettronica con cui è stato espresso il consenso. Infine, il messaggio di posta elettronica e i suddetti allegati dovranno essere conservati con modalità che assicurino sicurezza, integrità e immodificabilità.

I Decreti Liquidità e Rilancio prescrivono anche specifiche modalità di adempimento degli obblighi di consegna della copia del contratto e della documentazione informativa (ad esempio, del documento di sintesi, del modulo contenente le "Informazioni europee di base sul credito ai consumatori" o del prospetto informativo), che consistono nella messa a disposizione dei predetti documenti su supporto durevole (ad esempio, su file in formato .pdf), seguita dalla consegna tradizionale alla prima

---

<sup>16</sup> Ossia, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. p) del d.lgs. 82/2005, «il documento elettronico che contiene la rappresentazione informatica di atti, fatti o dati giuridicamente rilevanti».

<sup>17</sup> Ai sensi dell'art. 71 del CAD, l'AgID adotta, aggiorna o modifica le Linee guida contenenti le regole tecniche e di indirizzo per l'attuazione del CAD.

<sup>18</sup> L'art. 20, comma 1, del CAD prevede inoltre che, laddove non sia apposta una firma digitale, elettronica qualificata o avanzata o, ancora, conforme ai requisiti stabiliti dall'AgID, «l'idoneità del documento informatico a soddisfare il requisito della forma scritta e il suo valore probatorio sono liberamente valutabili in giudizio, in relazione alle caratteristiche di sicurezza, integrità e immodificabilità. La data e l'ora di formazione del documento informatico sono opponibili ai terzi se apposte in conformità alle Linee guida».

---

occasione utile successiva al termine dello stato di emergenza.

Infine, le modalità semplificate per la conclusione dei contratti possono essere utilizzate dal cliente anche per esercitare il diritto di recesso previsto dalla legge.

### **3. Spunti critici in ordine (abbastanza) sparso**

Il processo sopra sinteticamente rappresentato avrà presumibilmente vita breve, non potendo essere utilizzato, con l'efficacia di cui all'art. 20, comma 1, primo periodo, del CAD, oltre il 31 luglio 2020 (data nella quale terminerà, salvo ulteriori proroghe, il periodo di emergenza decretato dal Consiglio dei Ministri il 31 gennaio 2020). Per tale ragione non è detto che gli intermediari ne facciano largo uso, in quanto è tutt'altro da escludersi che i costi necessari per consentirne l'adozione nell'organizzazione aziendale superino i benefici che dovrebbero provenirne.

In secondo luogo, anche se nell'auspicio del legislatore il processo descritto nei decreti emergenziali dovrebbe semplificare la modalità di sottoscrizione del documento informatico rappresentato dal contratto relativo alla prestazione di servizi bancari, finanziari, di pagamento e di investimento, in concreto emergono profili di sostanziale incertezza, che potrebbero rivelarsi addirittura critici al momento dell'eventuale produzione in giudizio del contratto così formato<sup>19</sup>.

#### **3.1. Semplificazione per molte (attività delle banche) ma non per tutte: il sospetto di amnesia per il credito immobiliare ai consumatori.**

Tanto il Decreto Liquidità quanto il Decreto Rilancio hanno affrontato il tema dell'accesso "a distanza" ai servizi bancari, finanziari, di pagamento e di investimento, introducendo innanzi tutto una modalità alternativa di conclusione dei contratti in via telematica, rispetto a quanto previsto dal CAD, che si sostanzia nella produzione di un documento informatico che comunque soddisfi il requisito della forma scritta e abbia l'efficacia di scrittura privata ai sensi dell'art. 2702 c.c.<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> Per consolidata giurisprudenza formatasi sulla questione della capitalizzazione degli interessi bancari, la prescrizione decennale delle operazioni a valere su di un conto corrente inizia a decorrere dalla estinzione del rapporto. Una posizione analoga si rinviene ormai anche per quel che riguarda le operazioni ed i contratti quadro per la prestazione di servizi di investimento su strumenti finanziari. Di conseguenza, è assai probabile che la "prova di resistenza" giudiziale dei contratti conclusi con le modalità semplificate di cui ai Decreti Liquidità e Rilancio sarà effettuata nei tribunali anche tra molti anni, quando i giudici potrebbero avere un lontano ricordo dei tempi del COVID-19 e delle difficoltà allora sperimentate, non trovando così ragione per discostarsi da un vaglio di conformità ispirato all'abituale rigore formalistico.

<sup>20</sup> È stato osservato, in proposito (BONFANTI B., *La stipulazione dei contratti bancari via e-mail. A proposito dell'art. 4 del «decreto liquidità»*, 7 maggio 2020, in [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it)), che l'interpretazione sistematica della [suddetta] norma esclude l'attribuzione degli effetti disposti dall'art. 2702 c.c.

---

Il legislatore ha quindi rinviato a tale modalità alternativa ai fini del rispetto di alcune norme speciali del TUB e del TUF in ordine all'obbligo di forma scritta del contratto.

In particolare, nell'art. 4 del Decreto Liquidità si fa espresso riferimento agli art. 117, 125-*bis*, 126-*quinquies* e 126-*quinquiesdecies* del TUB, che rispettivamente disciplinano (perlopiù con rinvio all'art. 117) i contratti bancari e finanziari (tra cui, ad esempio, il conto corrente, il deposito, i finanziamenti nelle varie forme tecniche, i crediti di firma, le garanzie ricevute), il credito ai consumatori, i servizi di pagamento e, infine, il servizio di trasferimento dei conti di pagamento.

Occorre notare che, sorprendentemente, non vi è alcun riferimento all'art. 120-*noviedecies*, che prevede, tra l'altro, l'applicabilità dell'art. 117 ai contratti di credito immobiliare ai consumatori.

Potrebbe in proposito ritenersi che l'omissione sia voluta, trattandosi di contratti che in larghissima parte sono stipulati con scrittura privata a sottoscrizione autenticata *ex art. 2703 c.c.* (se non con atto pubblico), al fine di ottemperare alle vigenti norme in materia di iscrizione ipotecaria<sup>21</sup>. Non vi è dubbio, infatti, che un notaio non potrebbe autenticare la sottoscrizione nell'ipotesi in cui il consenso sia espresso mediante una semplice mail inviata dall'indirizzo di posta elettronica ordinaria del cliente.

Ciò detto, non risulta però che i contratti di credito immobiliare ai consumatori debbano essere immancabilmente assistiti da garanzia ipotecaria. A ben vedere, infatti, l'art. 120-*quinquies*, comma 1, lett. c) del TUB definisce come "contratto di credito" un contratto con il quale è concesso un credito sotto forma di dilazione di pagamento, di prestito o di altra facilitazione finanziaria non solo «quando il credito è garantito da un'ipoteca sul diritto di proprietà o su altro diritto reale avente a oggetto beni immobili residenziali» ma anche quando «è finalizzato all'acquisto o alla conservazione del diritto di proprietà su un terreno o su un immobile edificato o progettato».

Ne consegue che può qualificarsi come credito immobiliare ai consumatori, ad esempio, anche un credito non garantito da ipoteca, quale un finanziamento chirografario o, magari, assistito da altra garanzia reale (come un pegno) o personale (ad esempio, una fideiussione o una garanzia bancaria), purché diretto a finanziare la

---

all'indirizzo di posta elettronica non certificato», in quanto risulterebbe impossibile «procedere alla verifica dell'*e-mail ex art. 216 c.p.c.*, in assenza di scritture tra le quali poter effettuare una comparazione». Di conseguenza, l'Autore conclude per l'applicazione dell'art. 20, comma 1, secondo periodo (e non primo periodo, come recita l'art. 4 del Decreto Liquidità) del CAD, per cui il documento informatico formato secondo la norma in commento sarebbe, per quel che concerne il requisito della forma scritta e il valore probatorio, liberamente valutabile in giudizio, tenendo conto delle concrete caratteristiche di sicurezza, integrità e immutabilità. Contro tale interpretazione depone anzitutto la lettera della norma (replicata nell'art. 36 del Decreto Rilancio), corroborata dal fatto che la comparazione *ex art. 216 c.p.c.* assume connotati peculiari, in generale, per tutti i documenti informatici, compresi quelli sottoscritti con firma elettronica qualificata o avanzata, per esempio, sui quali non si possono nutrire dubbi circa l'efficacia di scrittura privata *ex art. 2702 c.c.*

<sup>21</sup> Cfr. art. 2835 c.c.



---

compravendita (ma non la ristrutturazione, *ex art. 120-sexies*) di un immobile, anche da edificare, o di un terreno.

Per quel che concerne queste ipotesi non vi è alcun obbligo di autenticazione della firma sulla scrittura privata relativa al finanziamento e/o alla garanzia: di conseguenza, non vi sarebbero impedimenti giuridici (ma, semmai, potremmo ragionarne in termini di opportunità o di rischio legale, su cui si veda *infra*) all'utilizzo della modalità semplificata di espressione del consenso del cliente disciplinata dall'art. 4 del Decreto Liquidità.

Il dato formale dell'omessa indicazione dell'art. 120-*quinquies* nell'ambito della suddetta norma potrebbe dunque essere superato con una lettura sostanziale della disposizione, avvalorata dalla circostanza che, anche in questo caso, l'obbligo di forma scritta è prescritto mediante rinvio all'art. 117, con riferimento al quale non vi sono dubbi che la nuova modalità semplificata possa essere applicabile. D'altra parte, il tradizionale rigore con il quale si muove la giurisprudenza laddove si discuta di formalismo contrattuale nei servizi bancari e finanziari non induce certo ad avventurarsi in tentativi di fuga in avanti, spingendo invero ad osservare prudenza e a prestare attenzione ad altre modalità di conclusione del contratto.

### **3.2. La geometria variabile del perimetro soggettivo e lo strano caso dei professionisti e delle micro-imprese**

Circa il perimetro soggettivo delle nuove norme si osserva una sensibile differenza tra quanto previsto dal Decreto Liquidità per i contratti bancari, finanziari e di pagamento, e quanto, invece, dal Decreto Rilancio con riguardo alle attività e ai servizi di investimento nonché al collocamento di prodotti finanziari e quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari.

L'art. 36 del Decreto Rilancio si riferisce al "cliente" senza alcuna specificazione, disponendo dunque, seguendo le categorie del TUF e dei relativi provvedimenti secondari, che la nuova modalità semplificata possa essere adottata per la conclusione dei contratti con investitori al dettaglio (consumatori o meno) e investitori professionali (di diritto o a richiesta), comprese le controparti qualificate<sup>22</sup>.

La scelta di non escludere la categoria degli investitori professionali è decisamente discutibile, dato che appare quanto meno singolare che essi non siano già in possesso di una firma digitale, qualificata o elettronica avanzata, con cui ottemperare in pieno agli obblighi formali previsti dal TUF sulla base di quanto previsto dall'art. 20, comma 1, primo periodo del CAD<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> Cfr. Relazione Illustrativa, Decreto Rilancio, p. 70, ove si afferma esplicitamente che la disciplina in commento «si applica ai rapporti contrattuali relativi a tutte le categorie di clienti».

<sup>23</sup> Tanto è vero che la Relazione Illustrativa al Decreto Rilancio (*ibidem*) precisa che la disciplina in deroga «opera principalmente nell'interesse della clientela al dettaglio, potenzialmente più esposta alle limitazioni imposte dalla crisi nell'accesso ai servizi finanziari, in quanto non sempre in possesso delle dotazioni e strumentazioni informatiche e telematiche necessarie alla conclusione a distanza

---

Per quel che riguarda i contratti bancari, finanziari e di pagamento, invece, il legislatore ha previsto che la nuova modalità semplificata sia applicabile nei soli rapporti con i clienti al dettaglio<sup>24</sup>.

In assenza di una definizione della sopra nominata categoria nel Decreto Liquidità, pare corretto riferirsi alla nozione di “clientela al dettaglio” riportata nelle Disposizioni in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari e di correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti, emanate da Banca d’Italia in data 29 luglio 2009 in attuazione del Titolo VI del TUB. Tra i clienti al dettaglio rientrano, in particolare, i consumatori, le persone fisiche che svolgono attività professionale o artigianale, gli enti senza finalità di lucro, le micro-imprese<sup>25</sup>.

Il perimetro soggettivo della clientela che può accedere alle semplificazioni introdotte dal Decreto Liquidità è certo definito secondo logiche più coerenti rispetto alla dichiarata finalità di favorire l’accesso ai servizi da parte di persone «non sempre in possesso delle dotazioni e strumentazioni informatiche e telematiche necessarie alla conclusione del contratto a distanza»<sup>26</sup>.

D’altra parte, è noto che tanto i professionisti iscritti agli albi ed elenchi istituiti con legge dello Stato, quanto le imprese costituite in forma societaria hanno da tempo l’obbligo, ai sensi del d.l. 185/2008, convertito in l. 2/2009, di dotarsi e rendere pubblico un indirizzo di posta elettronica certificata (PEC). Parimenti, molti ordini professionali e Camere di Commercio richiedono agli iscritti, anche in forma di imprese individuali, l’utilizzo di una firma digitale per accedere a servizi essenziali<sup>27</sup>.

La categoria dei clienti al dettaglio è quindi assai eterogenea, per quel che concerne l’effettivo possesso di strumenti informatici idonei alla contrattazione a distanza, e di ciò il Decreto Liquidità non pare tenerne conto, allineando verso il basso il profilo tecnologico della potenziale clientela.

Certo, dal punto di vista degli intermediari pare rappresentare un’opportunità aggiuntiva, piuttosto che un ostacolo, la possibilità che la nuova modalità semplificata sia utilizzabile anche laddove i clienti possano avvalersi di modalità più avanzate di espressione del consenso (quale la firma digitale) o di servizi di trasmissione (come la posta certificata).

Questa considerazione non tiene però conto del fatto che i processi aziendali per la contrattazione a distanza devono essere quanto più possibile standardizzati, richiedendo significativi investimenti tanto per la costruzione quanto per la manutenzio-

---

dei relativi contratti».

<sup>24</sup> Cfr. art. 4, Decreto Liquidità.

<sup>25</sup> Trattasi delle imprese che possiedono i requisiti previsti dalla raccomandazione della Commissione europea 2003/361/CE del 6 maggio 2003, ovvero i requisiti individuati con decreto del Ministro dell’economia e delle finanze attuativo delle misure adottate dalla Commissione europea ai sensi dell’articolo 84, lettera b), della direttiva 2007/64/CE. Nello specifico, è ricompresa in tale categoria l’impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro.

<sup>26</sup> Cfr. Relazione Illustrativa, Decreto Liquidità, p. 5.

<sup>27</sup> Cfr. art. 3-bis, commi 01 e 1, del CAD.

---

ne: la molteplicità dei canali di operatività a distanza accresce dunque i costi ed i relativi rischi, disincentivandone l'adozione da parte degli intermediari.

Inoltre, non tutti i canali presentano i medesimi rischi legali e di non conformità e, come vedremo *infra*, la modalità di manifestazione del consenso introdotta dai decreti emergenziali mostra significative criticità aggiuntive rispetto a quelle previste dal CAD, che avrebbero potuto essere almeno in parte evitate laddove il legislatore avesse impedito alle categorie sicuramente dotate di strumenti tecnologicamente più avanzati e sicuri (firma digitale e PEC) di potersene avvalere.

### **3.3 Punti oscuri e rischi significativi del nuovo processo di conclusione dei contratti a distanza**

Il processo di espressione del consenso alla stipula del contratto (e all'eventuale recesso dallo stesso) introdotto dall'art. 4 del Decreto Liquidità e dall'art. 36 del Decreto Rilancio è assolutamente speculare, per cui sarà commentato senza distinguere tra le due disposizioni.

In primo luogo, si è dell'avviso che le modalità semplificate per la conclusione dei contratti non debbano essere necessariamente adottate dagli intermediari, bensì rappresentino un'opportunità per favorire l'accesso di nuova clientela in presenza di norme eccezionali di distanziamento sociale e limitazione alla libertà di circolazione. Se è vero che il legislatore ha inteso assicurare la continuità dei servizi bancari e finanziari (in senso ampio), non vi è alcun elemento normativo che, anche implicitamente, porti a ritenere che l'intermediario sia soggetto ad un obbligo a contrarre, laddove il cliente abbia inoltrato una proposta contrattuale secondo il processo introdotto dai decreti emergenziali.

Dottrina e giurisprudenza escludono infatti che l'intermediario sia, in linea di principio, tenuto a prestare un proprio servizio a potenziali clienti, ribadendo che l'accettazione di una proposta contrattuale possa essere valutata discrezionalmente nell'ambito della propria autonomia imprenditoriale<sup>28</sup>.

Nel contesto emergenziale di cui si discute, peraltro, la nuova relazione sarebbe instaurata necessariamente a distanza, apportando un ulteriore fattore di rischio (quanto meno in termini di identificazione e, più in generale, di adeguata verifica) che deve essere attentamente ponderato dall'intermediario e che potrebbe legittimare un rifiuto all'apertura del rapporto nel caso in cui sussista il sospetto, per esempio, di una possibile truffa (per furto d'identità, tipicamente) o si riscontri un alto rischio di riciclaggio<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> In dottrina cfr. PORTALE G.B., *Tra responsabilità della banca e "ricommercializzazione" del diritto commerciale*, in S. Maccarone e A. Nigro (a cura di), *Funzione bancaria, rischio e responsabilità della banca*, Milano, 1981, p. 263 ss.; più problematica la posizione di NIGRO A., *Attività bancaria e vincoli a contrattare delle banche*, in *Foro it.*, n. 10, 1985, p. 311 ss. Nel senso del testo cfr., tra le altre, ABF, Collegio di Coordinamento, decisione n. 6182 del 29 novembre 2013.

<sup>29</sup> La vigente disciplina di contrasto al riciclaggio del denaro e al finanziamento del terrorismo (d.lgs. 231/2007 e relative disposizioni attuative) prevede che i soggetti obbligati valutino l'applicazione di misure rafforzate di adeguata verifica della clientela connesse ad un rischio elevato di riciclaggio o

---

Quest'ultima considerazione deve essere confermata, in ultima analisi, anche per il conto di pagamento di base, o "conto di base", nonostante in questo caso il TUB preveda che «tutti i consumatori soggiornanti legalmente nell'Unione europea, senza discriminazioni e a prescindere dal luogo di residenza» abbiano diritto all'apertura di un conto di base<sup>30</sup>.

A fronte di tale diritto sussiste un obbligo di offerta del conto di base a carico di banche, Poste Italiane s.p.a. e di tutti gli altri prestatori di servizi di pagamento abilitati ad offrire servizi a valere su un conto di pagamento<sup>31</sup>.

A ben vedere, però, il diritto al conto con caratteristiche di base non è assoluto, ma deve inserirsi nelle casistiche e modalità indicate dal TUB<sup>32</sup>. A tal proposito, l'intermediario può rifiutare l'apertura di tale tipologia di conto non solo quando il cliente non risulti consumatore o sia già titolare di un conto di pagamento, ma anche quando non può assicurarsi il rispetto degli obblighi previsti dalle disposizioni antiriciclaggio<sup>33</sup>.

Va da sé, quindi, che anche laddove un consumatore utilizzi le modalità semplificate di conclusione del contratto previste dai decreti emergenziali per richiedere l'apertura di un conto di base, l'intermediario potrebbe trovarsi costretto a rifiutare la proposta per ragioni connesse agli adempimenti antiriciclaggio.

Un ulteriore aspetto critico è individuabile nella genericità di alcune indicazioni inserite nei Decreti Liquidità e Rilancio.

Facciamo riferimento, in primo luogo, alla disposizione secondo cui il cliente può esprimere il consenso utilizzando il proprio indirizzo di posta elettronica «o con altro strumento idoneo», senza che la legge fornisca alcun elemento per la valutazione dell'idoneità di tale strumento.

Ricordando che la posta elettronica è sostanzialmente un sistema di comunicazione informatico, può allora ritenersi che il portale web di un intermediario sia un'alternativa valida, permettendo al cliente di comunicare con l'intermediario mediante l'*upload* dei documenti richiesti (documento di riconoscimento e testo contrattuale) e la compilazione di un *format* semplificato per la manifestazione del consenso alla conclusione del contratto.

Se è vero che un siffatto portale web non consente di verificare che colui che procede all'inserimento dei dati e dei documenti sia effettivamente la persona che intende richiedere il nuovo servizio finanziario, altrettanto può dirsi per il messaggio inviato da un generico indirizzo di posta elettronica ordinaria, che non dà modo al destinatario di aver alcuna certezza sull'identità del mittente.

---

di finanziamento del terrorismo anche nel caso in cui sia richiesta l'apertura di rapporti continuativi non assistiti da procedure di identificazione elettronica sicure e regolamentate ovvero autorizzate o riconosciute dall'Agenzia per l'Italia digitale (art. 24, comma 2).

<sup>30</sup> Cfr. art. 126-*noviesdecies*, comma 2, TUB.

<sup>31</sup> Cfr. art. 126-*noviesdecies*, comma 1, TUB.

<sup>32</sup> Cfr. ancora art. 126-*noviesdecies*, comma 2, TUB.

<sup>33</sup> Così argomentando dall'art. 126-*vicies*, comma 1, TUB.

---

Questa considerazione introduce anche la questione dell'identificazione del nuovo cliente ai fini della disciplina antiriciclaggio. Laddove il cliente non sia già stato identificato di persona dall'intermediario in occasione dell'apertura di un precedente rapporto (per esempio, un deposito a risparmio), occorrerà procedere con un'identificazione a distanza, per la quale non è sufficiente il mero invio della copia del documento di riconoscimento e del tesserino sanitario (o codice fiscale): la vigente normativa prevede infatti che l'intermediario effettui riscontri ulteriori sui dati acquisiti rispetto all'accertamento dell'autenticità e della validità dei documenti di identità, secondo modalità ritenute opportune in relazione al rischio specifico della relazione<sup>34</sup>. Tra le modalità suggerite da Banca d'Italia, pur a titolo esemplificativo, non è ricompreso l'invio di un messaggio da un indirizzo di posta elettronica ordinaria<sup>35</sup>, per cui l'intermediario dovrebbe integrare il processo di conclusione del contratto con una fase ulteriore rispetto a quanto previsto dai decreti emergenziali, ovvero assumersi il rischio (anche sanzionatorio) che la procedura sia giudicata carente dal punto di vista della legislazione antiriciclaggio.

Anche per quel che concerne i profili civilistici della manifestazione del consenso vi sono molte incertezze.

Viene in rilievo, innanzi tutto, la questione dell'approvazione specifica delle clausole onerose *ex artt.* 1341 e 1342 c.c. e di ogni pattuizione contrattuale per la quale ciò è richiesto dalla disciplina speciale (come per quel che concerne, ad esempio, la clausola di *ius variandi ex art.* 118 TUB). Nell'aderire alla tesi per cui anche in un documento informatico è richiesta una forma di manifestazione del consenso che contempra la specifica approvazione di talune clausole (oltre che l'approvazione del regolamento contrattuale)<sup>36</sup>, ci si chiede come sia possibile conciliare tale esigenza con la modalità semplificata rappresentata dal messaggio di posta elettronica. A tal scopo l'intermediario potrebbe probabilmente adottare un sistema *point&click* all'interno di un messaggio di posta elettronica che preveda molteplici *check box* in corrispondenza di ciascun consenso contrattuale richiesto, a cui il cliente deve rispondere manifestando la propria approvazione mediante la valorizzazione di tali

---

<sup>34</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Disposizioni in materia di adeguata verifica della clientela e per il contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo*, 30 luglio 2019, Parte Seconda, Sez. VIII.

<sup>35</sup> *Ibidem*. In particolare, la Banca d'Italia prevede, a titolo esemplificativo, che i soggetti destinatari degli obblighi di adeguata verifica adottino le seguenti modalità: «contatto telefonico su utenza fissa (*welcome call*); invio di comunicazioni a un domicilio fisico con ricevuta di ritorno; bonifico effettuato dal cliente attraverso un intermediario bancario e finanziario con sede in Italia o in un paese comunitario; richiesta di invio di documentazione controfirmata; verifica su residenza, domicilio, attività svolta, tramite richieste di informazioni ai competenti uffici ovvero mediante incontri *in loco*, effettuati avvalendosi di personale proprio o di terzi».

<sup>36</sup> In argomento cfr., per tutti, FINOCCHIARO G., *Il contratto nell'era dell'intelligenza artificiale*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, n. 2, 2018, p. 441 ss. e, in giurisprudenza, Corte di Giustizia UE, 21 maggio 2015, causa C-322/14, secondo la quale la «procedura di accettazione mediante "clic" delle condizioni generali di un contratto di vendita [...] concluso elettronicamente, che contengano una clausola attributiva di competenza, costituisce una comunicazione elettronica che permette di registrare durevolmente tale clausola, ai sensi di tale disposizione, allorché consente di stampare e di salvare il testo di dette condizioni prima della conclusione del contratto».

---

*check box* con un *click* o un carattere speciale<sup>37</sup>.

Problematica risulta essere anche la conclusione di contratti a più di due parti (i c.d. rapporti cointestati o pluri-intestati). Dato che nella prassi ogni casella di posta elettronica è attribuita ad uno ed un solo soggetto, l'utilizzo della modalità semplificata richiederebbe la gestione di più consensi, mediante tanti messaggi quanti sono le controparti dell'intermediario.

Infine, desta molte perplessità la circostanza che l'obbligo di consegna di copia del contratto, previsto all'art. 117, comma 1, TUB e dall'art. 23, comma 1, del TUF, e della documentazione informativa obbligatoria debba essere adempiuto non solo con la messa a disposizione mediante supporto durevole<sup>38</sup>, ma anche procedendo ad un'ulteriore consegna dei medesimi documenti (in formato cartaceo, non essendo diversamente specificato dalla legge) non appena terminato lo stato di emergenza.

Tale disposizione è assai singolare e contrasta con quanto è normalmente previsto nel caso di conclusione dei contratti tramite strumenti informatici o telematici: in tale occasione, infatti, è previsto che la consegna possa avvenire attraverso lo strumento informatico o telematico impiegato per la conclusione del contratto, purché su supporto durevole. Anche l'attestazione di consegna – che è separata rispetto alla sottoscrizione del contratto – può essere acquisita mediante il medesimo strumento<sup>39</sup>. Tenuto conto del fatto che la conclusione del contratto con le modalità semplificate prescritte dai decreti emergenziali avviene senz'altro con l'utilizzo di strumenti informativi o telematici (quali i messaggi e-mail), non si vede perché anche la consegna dei documenti contrattuali e informativi non debba avvenire a titolo definitivo su supporto durevole consegnato mediante lo stesso canale di comunicazione a distanza, che dovrebbe consentire anche l'acquisizione da parte dell'intermediario dell'attestazione di consegna.

L'introduzione dell'obbligo aggiuntivo della consegna della documentazione in formato cartaceo alla prima occasione utile comporta un aggravio procedurale significativo per gli intermediari e minaccia la certezza giuridica delle relazioni già concluse ed operative durante lo stato di emergenza.

---

<sup>37</sup> Per essere conforme ai requisiti previsti dai Decreti Liquidità e Rilancio, il messaggio di posta elettronica del cliente dovrà inoltrare riportare, in allegato, copia del documento di riconoscimento e del testo contrattuale.

<sup>38</sup> Definito dalle Disposizioni di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari nonché di correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti, emanate da Banca d'Italia il 29 luglio 2009 e successivamente più volte modificate, nonché dall'art. 1, comma 6-*octiesdecies* del TUF, come qualsiasi strumento che permetta al cliente di memorizzare informazioni a lui personalmente dirette in modo che possano essere agevolmente recuperate durante un periodo di tempo adeguato ai fini cui sono destinate le informazioni stesse e che consenta la riproduzione immutata delle informazioni memorizzate.

<sup>39</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Disposizioni di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*, 29 luglio 2009, Sez. III, par. 2; sez. V, par. 2.2; sez. VI, par. 3.2, 4.1.1-*bis*, 5 e 6; sez. VI-*bis*, par. 5.2 e 7; sez. VII, par. 4.2, 5 e 6.



---

## 4. Alcune note a chiusura: dall'emergenza COVID-19 allo SPID

Quanto sin qui detto pare mettere in discussione l'efficacia delle nuove disposizioni, tese a superare le difficoltà operative imposte dall'epidemia e a consentire l'accesso a servizi finanziari essenziali a persone che ne sono sprovviste. Basti pensare ai lavoratori nel settore dell'agricoltura, abituati ad essere pagati in contanti, che hanno bisogno di un conto di pagamento per poter ricevere le indennità di disoccupazione o di cassa integrazione guadagni.

Alcuni degli ostacoli sopra ricordati avrebbero potuto però essere più facilmente superati ricorrendo a strumenti informatici già sperimentati, di utilizzo non eccessivamente complesso e, soprattutto, ben integrati nell'ordinamento vigente.

Per tale via potrebbero essere minimizzati, se non azzerati, i rischi legali, di non conformità e reputazionali nei quali l'intermediario potrebbe incorrere avvalendosi di modalità che, seppur semplificate, presentano numerosi profili critici, che potrebbero anche favorire l'insorgere di liti giudiziali dall'esito incerto.

Ci si riferisce, in particolare, all'utilizzo della firma elettronica generata con processo avente i requisiti fissati dall'AgID, ai sensi dell'art. 20, comma 1-*bis*, primo periodo, del CAD. Il documento informatico formato attraverso tale processo, previa identificazione informatica del suo autore, soddisfa infatti, fuor di dubbio, il requisito della forma scritta indispensabile per la valida conclusione di un contratto finanziario.

Sul punto è perentoria la stessa AgID, confortata da un parere reso dal Consiglio di Stato<sup>40</sup>: le Linee Guida adottate dall'Agenzia, ai sensi dell'art. 71 del CAD, «hanno carattere vincolante e assumono valenza *erga omnes*»<sup>41</sup>.

Nel marzo 2020 l'AgID ha emanato le Linee Guida che consentono di firmare documenti *online* con SPID (Sistema Pubblico di Identità Digitale)<sup>42</sup>, in conformità all'art. 20 del CAD: ai cittadini è stata quindi messa a disposizione in forma gratuita un ulteriore strumento digitale (oltre alla firma digitale, alla firma avanzata elettronica avanzata e a quella qualificata) con cui è possibile firmare atti e contratti con lo stesso valore giuridico e gli stessi effetti della firma autografa.

SPID può essere richiesto ad un Identity Provider (IdP)<sup>43</sup> da qualsiasi persona fisica

---

<sup>40</sup> Cfr. Consiglio di Stato, Parere reso sullo schema di decreto legislativo del correttivo al CAD, n. 2122/2017 del 10 ottobre 2017.

<sup>41</sup> Cfr. AgID, *Linee Guida contenenti le Regole Tecniche per la sottoscrizione elettronica di documenti ai sensi dell'art. 20 del CAD*, determinazione n. 157/2020 del 23 marzo 2020, p. 4.

<sup>42</sup> Ai sensi dell'art. 64, comma 2-*ter*, del CAD, «il sistema SPID è costituito come insieme aperto di soggetti pubblici e privati che, previo accreditamento da parte dell'AgID, secondo modalità definite con il decreto di cui al [art. 64] comma 2-*sexies* [del CAD], identificano gli utenti per consentire loro l'accesso ai servizi in rete». La «identità digitale» è definita nell'art. 1, comma u-*quater*, del CAD come «la rappresentazione informatica della corrispondenza tra un utente e i suoi attributi identificativi, verificata attraverso l'insieme dei dati raccolti e registrati in forma digitale secondo le modalità fissate nel decreto attuativo dell'articolo 64 [del CAD]».

<sup>43</sup> Trattasi dei «gestori dell'identità digitale», di cui all'art. 64, comma 2-*sexies*, del CAD. Gli Identity

---

che sia in possesso di un indirizzo e-mail (anche non PEC), di un telefono cellulare, di un documento di identità valido e della tessera sanitaria con il codice fiscale. Quasi tutti gli IdP prevedono la possibilità di riconoscimento da remoto mediante webcam, con l'utilizzo di un PC, di un tablet o di uno smartphone, con tempi dichiarati per il rilascio di SPID stimati complessivamente in circa 15/20 minuti. Alcuni IdP non prevedono alcun costo neanche con il riconoscimento da remoto, nel periodo di emergenza COVID-19.

Secondo le Linee Guida di AgID, SPID permette all'utente di sottoscrivere un documento anche in più punti, nell'ambito di un'unica sessione di autenticazione. Consente inoltre a utenti distinti di sottoscrivere il medesimo documento, in tempi e con sessioni di autenticazione SPID distinte<sup>44</sup>. È previsto peraltro che gli IdP possano offrire ai firmatari il servizio di conservazione dei documenti firmati.

Le modalità semplificate di cui ai decreti emergenziali si rivolgono evidentemente alle persone che non sono già in possesso di una firma elettronica "forte" ma hanno comunque disponibilità di una connessione internet e di un indirizzo di posta elettronica ordinaria. Quest'ultima circostanza induce a ritenere che siano anche in possesso di uno smartphone, oggi ormai diffusissimo in tutte le fasce di età, a cui è sempre associata una webcam.

Per tutta la popolazione dotata di tali apparecchiature digitali ottenere SPID è una soluzione fattibile e sicura, poco più complicata che gestire una mail con i relativi allegati. I portali degli IdP sono infatti piuttosto intuitivi e le attività richieste dal processo di rilascio non vanno oltre il caricamento di documenti fotografati e una videochiamata.

Dal punto di vista dell'intermediario, la gestione della conclusione di un contratto con SPID rappresenta certo un investimento non banale, soprattutto in termini organizzativi. D'altra parte, si tratta di un investimento che, a differenza di quello ipotizzabile per l'utilizzo della modalità semplificata, spiega la sua efficacia ben al di là del periodo di emergenza e con un grado di sicurezza assolutamente analogo a quello ottenibile con la firma digitale. Infatti, sebbene i decreti-legge emergenziali equiparino, sul piano giuridico, la "firma" ottenuta al termine del processo che si basa sul messaggio di posta elettronica a SPID, quest'ultimo non presenta alcuna delle criticità poste in luce in relazione alla modalità semplificata introdotta dai Decreti Liquidità e Rilancio.

Per quel che riguarda la disciplina antiriciclaggio, SPID potrebbe consentire di assolvere all'obbligo di identificazione del cliente anche senza la sua presenza fisica<sup>45</sup>, in alternativa a quanto previsto per l'operatività a distanza. L'utilizzo di una procedura

---

Provider, una volta accreditati dall'AgID, hanno il compito di identificare gli utenti per consentire loro l'accesso in rete. Ad oggi, secondo quanto indicato nel sito internet dell'AgID, gli Identity Provider presso i quali i cittadini possono richiedere SPID sono nove: Aruba, Infocert, Intesa ID, Lepida, Namirial, Poste ID, Sielte ID, SpidItalia, Tim ID.

<sup>44</sup> Cfr. AgID, *Linee Guida*, cit., p. 5.

<sup>45</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Disposizioni in materia di adeguata verifica*, cit., Parte Seconda, Sez. III.

---

di identificazione elettronica riconosciuta dall'AgID evita altresì la sussistenza di un fattore di alto rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, facilitando l'instaurazione dei rapporti con la nuova clientela<sup>46</sup>.

Anche sul piano civilistico il ricorso a SPID supererebbe le perplessità legate alla difficoltà di gestione dei consensi multipli, necessari, ad esempio, per assicurare il rispetto del requisito dell'approvazione specifica di disposizioni contrattuali onerose e per la conclusione di contratti multilaterali. Le Linee Guida dell'AgID prevedono infatti che SPID consenta di sottoscrivere il medesimo documento informatico in più punti nonché da più utenti.

Infine, l'introduzione di un processo di sottoscrizione a mezzo SPID eviterebbe la consegna della copia del contratto in forma cartacea, in quanto sostituita in via permanente da quella su supporto durevole, come è di norma previsto nell'operatività da remoto.

In conclusione, sono certo apprezzabili gli sforzi compiuti dal legislatore per facilitare la conclusione a distanza di contratti finanziari durante il periodo emergenziale. D'altra parte, la soluzione individuata nei decreti-legge non è priva di incertezze e rischi, che temiamo siano superabili solo con un'interpretazione giurisprudenziale dei requisiti di forma contrattuale attenta, come auspicabile, al principio di proporzionalità nella tutela degli interessi pubblici rilevanti.

In quest'ottica sarebbe stato preferibile promuovere la diffusione di sistemi più sicuri, dal punto di vista tecnologico e giuridico.

Destinato a diventare il sistema di autenticazione grazie al quale il cittadino e l'impresa possono dotarsi di un'identità digitale, oggi SPID viene rilasciato anche a distanza e può essere utilizzato per la sottoscrizione qualificata di documenti informatici.

Durante il periodo emergenziale, il blocco di gran parte delle attività produttive e la pesante limitazione della libertà di circolazione hanno costretto imprese e famiglie a compiere insperati progressi nella strada della digitalizzazione. Occorre essere audaci e cogliere l'occasione per incentivare l'utilizzo di strumenti – quali le identità digitali - che in futuro, anche al di là della crisi pandemica, possono rendere i rapporti contrattuali più rapidi e sicuri.

---

<sup>46</sup> Cfr. art. 24, comma 2, lett. b), n. 3, del d.lgs. 231/2007.

# LE NOVITÀ IN MATERIA DI APPALTI PUBBLICI DURANTE L'EMERGENZA COVID-19

Roberta lo Conte

**Abstract:** Il sistema degli appalti pubblici è attualmente al centro dell'emergenza COVID-19 proprio a causa dell'urgenza di garantire alle strutture pubbliche, la fornitura di materiali e servizi sanitari necessari per fronteggiare la crisi. Tale settore sarà anche interessato da interventi di ripresa dell'economia del Paese in quanto strettamente correlato al tema della spesa pubblica. Durante l'emergenza le regole ordinarie contenute nel d.lgs. 50/2016 (Codice dei Contratti pubblici) sono state derogate da quelle speciali contenute in particolare nel c.d. Decreto "Cura Italia" con la finalità di far fronte agli acquisti in via d'urgenza e all'apertura di nuovi canali di produzione. Tutti i contratti di servizi, lavori e forniture (tranne alcune eccezioni come le prestazioni a distanza o di servizi essenziali) restano così soggetti alle nuove disposizioni predisposte dal Governo.

*The public procurement system is currently at the center of the COVID-19 emergency because of the urgent need to guarantee to public structures the supply of materials and health services necessary to face the crisis. This sector will also be affected by actions to recover the Country's economy as it is closely related to the issue of public spending. During the emergency, the ordinary rules contained in Legislative Decree 50/2016 (Public Contract Code) have been derogated by the special ones contained in particular in the so-called "Cura Italia" Decree the aim of which was to deal with urgent purchases and the opening of new production channels. As a consequence, all contracts for services, works and supplies (except for some exceptions such as remote services or essential services) remain subject to the new provisions adopted by the Government.*

**Parole chiave:** appalti, emergenza COVID-19, finanziamenti, Codice dei Contratti pubblici, d.l. Cura Italia, d.l. Rilancio.

**Sommario:** 1. Introduzione – 2. Le disposizioni contenute nel Decreto "Cura Italia" – 3. Gli orientamenti europei e nazionali in tema di appalti nell'emergenza COVID-19.

## 1. Introduzione

Per far fronte all'emergenza derivante dall'epidemia da COVID-19, in Gazzetta Ufficiale n. 70 del 17.03.2020 è stato pubblicato il Decreto-Legge 17 marzo 2020 n. 18, c.d. "Cura Italia" contenente "Misure di potenziamento del Servizio sanitario nazio-

---

*nale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19". Tale Decreto, convertito poi con modificazioni nella legge n. 27/2020 che non ha portato sostanziali modifiche alla disciplina degli appalti, interessa principalmente quattro punti quali il finanziamento e altre misure per il potenziamento del Sistema sanitario nazionale, della Protezione civile e degli altri soggetti pubblici impegnati sul fronte dell'emergenza; sostegno all'occupazione e ai lavoratori per la difesa del lavoro e del reddito; supporto al credito per famiglie e micro, piccole e medie imprese, tramite il sistema bancario e l'utilizzo del fondo centrale di garanzia; sospensione degli obblighi di versamento per tributi e contributi nonché di altri adempimenti fiscali ed incentivi fiscali per la sanificazione dei luoghi di lavoro e premi ai dipendenti che restano in servizio. In relazione al settore degli acquisti delle pubbliche amministrazioni, adotta prime disposizioni in tema di ritardi o inadempimenti contrattuali derivanti dall'attuazione delle misure di contenimento della pandemia e di anticipazione del prezzo in materia di contratti pubblici, ed una serie di deroghe al vigente Codice dei Contratti pubblici di cui al d.lgs n. 50/2016, riguardanti nello specifico le procedure per l'affidamento di commesse pubbliche poste in essere per fronteggiare l'attuale emergenza; la disciplina è contenuta prevalentemente nel Titolo V del d.l. 17 marzo 2020, n. 18.*

## **2. Le disposizioni contenute nel Decreto “Cura Italia”**

Diverse sono le disposizioni di interesse. L'articolo 72 disciplina le misure per l'internazionalizzazione del sistema Paese e istituisce il “Fondo per la promozione integrata” da ripartire per la promozione integrata presso il Ministero degli affari esteri e della cooperazione internazionale, al fine di potenziare gli strumenti di promozione e di sostegno all'internazionalizzazione delle varie componenti del sistema Paese, attraverso la realizzazione di una campagna straordinaria di comunicazione volta a sostenere le esortazioni italiane e l'internazionalizzazione del sistema economico nazionale nel settore agroalimentare e negli altri settori colpiti dall'emergenza derivante dalla diffusione del COVID-19, anche avvalendosi di ICE-Agenzia italiana per l'internazionalizzazione delle imprese e per l'attrazione degli investimenti, nonché attraverso il cofinanziamento di iniziative di promozione dirette a mercati esteri realizzate da altre amministrazioni pubbliche; prevede dunque la concessione di cofinanziamenti a fondo perduto nei limiti e alle condizioni previsti dalla normativa europea in materia di aiuti di Stato *de minimis*. Fino al 31 dicembre 2020, i contratti pubblici di forniture, lavori e servizi relativi agli interventi suddetti possono essere aggiudicati con la procedura di cui all'articolo 63, comma 6, del d.lgs n. 50/2016 secondo il quale vi è la possibilità per le amministrazioni aggiudicatrici di aggiudicare appalti pubblici mediante una procedura negoziata senza previa pubblicazione,

---

dandone conto con adeguata motivazione nel primo atto della procedura. Si può affermare che la disposizione si applichi a contratti di qualunque importo, sopra o sotto le soglie comunitarie, non essendo previsto nulla a riguardo.

Al fine di agevolare la diffusione del lavoro agile, di servizi in rete e l'accesso agli stessi da parte di cittadini e imprese, l'articolo 75 del Decreto consente alle amministrazioni aggiudicatrici (in deroga ad ogni disposizione di legge diversa da quella penale, fatto salvo il rispetto delle disposizioni del codice delle leggi antimafia e delle misure di prevenzione, di cui al decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159, sino al 31 dicembre 2020) di acquistare beni e servizi informatici, preferibilmente basati sul modello *cloud SaaS (software as a service)*, nonché servizi di connettività, mediante procedura negoziata senza previa pubblicazione di un bando di gara ai sensi dell'articolo 63, comma 2, lett. c) del Codice dei contratti pubblici, selezionando l'affidatario tra almeno quattro operatori economici, di cui almeno una "start-up innovativa" o una "piccola e media impresa innovativa". Presso la Presidenza del Consiglio è creato un team di esperti in materia di trasformazione tecnologica, al fine di supportare i processi di digitalizzazione della Pubblica amministrazione<sup>1</sup>. Le amministrazioni possono così stipulare il contratto previa acquisizione di una autocertificazione dell'operatore economico aggiudicatario attestante il possesso dei requisiti generali, finanziari e tecnici, la regolarità del DURC e l'assenza di motivi di esclusione secondo segnalazioni rilevabili dal Casellario Informativo di Anac. L'esecuzione del contratto stesso può avvenire anche in deroga ai termini "di garanzia" di cui all'articolo 32 del Codice dei Contratti pubblici<sup>2</sup>. Trattandosi di beni e servizi informatici, l'articolo contiene una deroga sia alle previsioni di cui all'articolo 450, comma 1, della legge 27 dicembre 2006, n. 296 e s. m. i.<sup>3</sup>, sia alle previsioni dell'articolo 512, comma 1, della legge 28/12/2015, n. 208<sup>4</sup>. Da tale disposizione ne scaturisce che in una situazione di emergenza i termini e le procedure dei bandi non possono essere rispettati: questo dà un forte impulso alla nascita dello *Smart Working* nelle PA e soprattutto alla stabilizzazione futura di questa pratica lavorativa. Nonostante ciò Banca d'Italia, ha messo in evidenza che "*l'attuazione concreta della misura sconta il ritardo della Pubblica amministrazione nel processo di digitalizzazione*"<sup>5</sup>. Secondo l'indicatore DESI della Commissione, in relazione alla

---

<sup>1</sup> Cfr. Memoria della Banca d'Italia per la Commissione 5a (Programmazione economica e Bilancio) del Senato della Repubblica sul disegno di legge A.S. 1766, conversione in legge del decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18 recante misure di potenziamento del Servizio Sanitario Nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19.

<sup>2</sup> Si presume, anche il c.d. "*stand-still*" che impedisce la stipula del contratto prima di trentacinque giorni dall'invio dell'ultima delle comunicazioni del provvedimento di aggiudicazione.

<sup>3</sup> Obbligo di ricorso al Me.Pa. o al sistema telematico messo a disposizione dalla centrale regionale di riferimento.

<sup>4</sup> Utilizzo degli strumenti di acquisto e di negoziazione di Consip Spa.

<sup>5</sup> Cit. in Memoria della Banca d'Italia per la Commissione 5a (Programmazione economica e Bilancio) del Senato della Repubblica sul disegno di legge A.S. 1766, conversione in legge del decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18 recante misure di potenziamento del Servizio Sanitario Nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19, p. 14.



---

fornitura di servizi pubblici digitali, l'Italia si trova al di sotto della media europea. Alcune elaborazioni dei dati della Rilevazione sulle forze di lavoro effettuate dalla stessa Banca d'Italia, hanno mostrato che, nel 2019, negli uffici della Pubblica Amministrazione meno dell'1% dei lavoratori ha lavorato da casa almeno una volta in un mese; i dipendenti pubblici che hanno fatto uso dello *smart working* sono in media più giovani ed occupati in professioni più qualificate; tale modalità lavorativa è poco diffusa tra le persone occupate in mansioni di ufficio più operative<sup>6</sup>. La mancanza di materiale informatico e digitale, potrebbe compensarsi con l'introduzione di procedure accelerate per il loro acquisto, previste nel Decreto.

Si è riscontrata anche la necessità di dettare misure urgenti per fronteggiare la situazione sviluppatasi nelle carceri. Fino al 31 dicembre 2020, l'articolo 86 del Decreto Cura Italia, al fine di ripristinare la piena funzionalità e garantire le condizioni di sicurezza degli istituti penitenziari danneggiati nel corso delle proteste dei detenuti anche in relazione alle notizie sulla diffusione epidemiologica a livello nazionale del COVID-19, autorizza la spesa di euro 20.000.000 nell'anno 2020 per l'affidamento diretto dei lavori di somma urgenza per la realizzazione di interventi di ristrutturazione e di ripristino della funzionalità delle strutture e degli impianti danneggiati e per l'attuazione delle misure di prevenzione previste dai protocolli di cui all'art. 2, comma 1, lettera u) del decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri in data 8 marzo 2020. A tal proposito, è autorizzata l'esecuzione dei lavori di somma urgenza con le procedure di cui all'art. 163 del Codice dei Contratti pubblici, anche in deroga ai limiti di spesa previsti (fatto salvo il limite della soglia europea di euro 5.350.000) e ai termini di presentazione della perizia giustificativa dei lavori.

Ancora, dal punto di vista giuridico, l'emergenza da COVID-19 ha un diretto impatto anche sugli adempimenti contrattuali, in quanto può rendere impossibile o eccessivamente onerosa, l'esecuzione di prestazioni ponendosi dunque come causa di esonero di responsabilità. L'articolo 91, comma 1 del Decreto introduce il nuovo principio secondo il quale *“il rispetto delle misure di contenimento previste è sempre valutata ai fini dell'esclusione, ai sensi e per gli effetti degli articoli 1218 e 1223 c.c., della responsabilità del debitore, anche relativamente all'applicazione di eventuali decadenze o penali connesse a ritardati o omessi adempimenti”*. L'articolo 1218 c.c. disciplina la responsabilità contrattuale del debitore, stabilendo che, quest'ultimo, ove non esegua esattamente la prestazione dovuta, è tenuto al risarcimento del danno, a meno che non provi che l'inadempimento o il ritardo siano dipesi da un'impossibilità sopravvenuta della prestazione, derivante da causa a lui non imputabile. L'articolo 1223 c.c., invece, prevede che il risarcimento del danno dovuto in caso di inadempimento o ritardo nell'adempimento deve comprendere sia il cd. “danno emergente” (la perdita subita dal creditore) che il “lucro cessante” (mancato guada-

---

<sup>6</sup> Cfr. Memoria della Banca d'Italia per la Commissione 5a (Programmazione economica e Bilancio) del Senato della Repubblica sul disegno di legge A.S. 1766, conversione in legge del decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18 recante misure di potenziamento del Servizio Sanitario Nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19.

---

gno). Secondo l'interpretazione consolidata, gli eventi di forza maggiore o anche un atto delle pubbliche autorità che renda oggettivamente impossibile proseguire la prestazione, rientrano tra le cause esimenti della responsabilità<sup>7</sup>. In materia di appalti pubblici, la norma afferma che il rispetto delle misure di contenimento connesse all'emergenza COVID-19 (in particolare quelle contenute nel d.l. n. 6/2020) deve essere tenuto necessariamente in conto al fine di escludere la responsabilità dell'appaltatore da parte della stazione appaltante, in sede di applicazione di eventuali decadenze e penali connesse a ritardi o omessi adempimenti in cui sia incorso l'appaltatore stesso, oltrechè sul piano risarcitorio; tale valutazione sarà effettuata dal giudice in sede di eventuali contenziosi. Tale disciplina potrebbe riferirsi anche alle obbligazioni gravanti sulla stazione appaltante in quanto la norma in esame riguarda la responsabilità del debitore ed il contratto di appalto è un contratto a prestazioni corrispettive. Probabilmente in sede di conversione del Decreto Cura Italia o nel decreto previsto per il mese di aprile, verrà inserita una norma a tutela delle attività di export delle imprese italiane, con la quale si prevede che le progressive restrizioni su molte attività economiche e le limitazioni alla circolazione del personale dipendente possano integrare una "causa di forza maggiore" in grado escludere la responsabilità del fornitore in caso di mancato o ritardato adempimento dei suoi obblighi contrattuali. In attesa, il Ministero dello Sviluppo Economico ha emesso in data 25 marzo 2020 un provvedimento con cui autorizza le Camere di Commercio ed Unioncamere a rilasciare delle attestazioni camerali su dichiarazioni delle imprese in merito alla sussistenza di cause di forza maggiore per emergenza COVID-19<sup>8</sup>. La disposizione, al comma 2, integra l'articolo 35, comma 18 del Codice dei Contratti e s.m.i. e chiarisce i dubbi interpretativi relativi alle disposizioni in materia di anticipazione del prezzo in favore dell'appaltatore di cui al medesimo articolo 35, comma 18: l'erogazione dell'anticipazione è consentita anche nel caso di consegna dei lavori in via d'urgenza, ai sensi dell'articolo 32, comma 8, del Codice stesso. Da ciò non discendono nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica. In tale modo si assicura immediata liquidità alle imprese anche nel caso di consegna anticipata dei lavori<sup>9</sup>.

Il Decreto Cura Italia interviene anche sulle donazioni dei privati. La Protezione Civile, a causa della straordinarietà dell'evento, è autorizzata ad aprire apposito conto correnti destinati esclusivamente a raccogliere le donazioni liberali di somme al fine di far fronte all'emergenza. Sino al 31 luglio 2020, l'acquisizione di forniture e servizi da parte delle aziende, agenzie e degli enti del Servizio sanitario nazionale per attività di contrasto dell'emergenza COVID-19, qualora sia finanziata in via esclusiva tramite donazioni di persone fisiche o giuridiche private<sup>10</sup>, deve avvenire mediante

---

<sup>7</sup> Cfr. F. CARINGELLA; G. DE MARZO, *Manuale di Diritto Civile, Le obbligazioni, II*, Milano 2006, pp. 485 ss.

<sup>8</sup> Cfr. Provvedimento Mise, 25 marzo 2020.

<sup>9</sup> Cfr. Relazione tecnica al d.l. n. 18/2020.

<sup>10</sup> Ex art. 793 c.c.

---

affidamento diretto, derogando all'art. 35 del Codice dei Contratti pubblici. Anche tali disposizioni non determinano nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica. Di meritevole interesse è la disposizione di cui all'articolo 103, rubricata "*Sospensione dei termini nei procedimenti amministrativi ed effetti degli atti amministrativi in scadenza*". Con la disciplina contenuta in tale norma si prevede che, ai fini del computo dei termini ordinatori e perentori, finali o endoprocedimentali, dei procedimenti amministrativi pendenti alla data del 23 febbraio 2020 ovvero iniziati successivamente a tale data, non si tenga conto del periodo di tempo compreso tra il 23 febbraio e il 15 aprile 2020. Viene ribadita poi la necessità per ciascuna Amministrazione di adottare provvedimenti organizzativi al fine di garantire la propria funzionalità. Il comma 4 del medesimo articolo, chiarisce che la disciplina di cui al comma 1, non interessa i procedimenti amministrativi funzionali "*al pagamento di stipendi, pensioni, retribuzioni per lavoro autonomo, emolumenti per prestazioni di lavoro o di opere, servizi e forniture a qualsiasi titolo, indennità di disoccupazione e altre indennità da ammortizzatori sociali o da prestazioni assistenziali o sociali, comunque denominate nonché di contributi, sovvenzioni e agevolazioni alle imprese comunque denominati*". È stata prorogata, fino al 15 giugno 2020, la validità di tutti i certificati, attestati, permessi, concessioni, autorizzazioni e atti abilitativi comunque denominati, in scadenza tra il 31 gennaio e il 15 aprile 2020<sup>11</sup>. È del 23 marzo scorso, la circolare del Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti, indirizzata ai Dipartimenti del MIT e alle società Ferrovie, Rfi e Anas, da esso vigilate, con la quale è stata data una risposta ad alcuni importanti dubbi interpretativi formulati dalle stazioni appaltanti riguardanti la corretta applicazione dell'articolo 103 del Decreto Cura Italia ed in particolare l'applicabilità o meno, nel settore dei contratti pubblici, della sospensione dei termini prevista dall'articolo citato. Con la circolare in esame si precisa che tale sospensione si applica, (ad eccezione dei casi esclusi dallo stesso articolo), a tutti i procedimenti amministrativi e, quindi anche alle procedure di appalto o di concessione disciplinate dal Codice dei Contratti pubblici (d.lgs 30 aprile 2016, n. 50). Secondo il MIT, tale interpretazione è coerente con la *ratio legis* da individuarsi, da un lato, nella necessità di garantire la partecipazione dei soggetti alle procedure di gara, nonostante la situazione emergenziale e, dall'altro, nella necessità di "*evitare che la PA, nel periodo di riorganizzazione dell'attività lavorativa in ragione dello stato emergenziale, incorra in eventuali ritardi o nel formarsi del silenzio significativo*"<sup>12</sup>. Dunque, la sospensione nel periodo indicato nella norma, si applica a tutti i termini stabiliti dalle disposizioni della *lex specialis* (ad esempio termini per la presentazione delle domande di partecipazione e/o delle offerte; termini concessi ai sensi dell'articolo 83, comma 9, del Codice dei Contratti pubblici per il

---

<sup>11</sup> Cfr. Memoria della Banca d'Italia per la Commissione 5a (Programmazione economica e Bilancio) del Senato della Repubblica sul disegno di legge A.S. 1766, conversione in legge del decreto-legge 17 marzo 2020, n. 18 recante misure di potenziamento del Servizio Sanitario Nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19.

<sup>12</sup> Cit. in Circolare Mit, 23 marzo 2020, p. 2.

---

c.d. “soccorso istruttorio”; termini stabiliti dalle commissioni di gara relativamente alle loro attività). I termini relativi alle procedure di affidamento di appalti o di concessioni, già pendenti alla data del 23 febbraio 2020 o iniziati successivamente a tale data, devono ritenersi sospesi per un periodo di 52 giorni, concluso il quale i termini cominciano a decorrere nuovamente. Il MIT chiarisce che la conclusione in tempi certi e celeri dei procedimenti amministrativi rappresenta un’esigenza ineludibile per l’intero settore dei contratti pubblici, a prescindere dall’emergenza in atto; a tal proposito invita i Dipartimenti del Ministero e le società in indirizzo a porre in essere, durante il periodo di sospensione, tutte le iniziative di carattere organizzativo ed amministrativo necessarie affinché possa pervenirsi, alla fine di questo periodo, ad una rapida conclusione delle procedure in atto. Con tale provvedimento si precisa poi che le Pubbliche Amministrazioni potranno valutare l’opportunità di rispettare i termini endoprocedimentali, finali ed esecutivi originariamente previsti, nei limiti in cui ciò sia compatibile con le varie misure di contenimento della diffusione del COVID-19<sup>13</sup> e con le modalità ordinarie di svolgimento della prestazione lavorativa nelle Pubbliche Amministrazioni<sup>14</sup>. Il 26 marzo 2020 è stata pubblicata anche una Nota da parte dell’Inail sulla sospensione dei termini per i Bandi Isi: i termini ordinatori o perentori contemplati in questi bandi sono stati sospesi dal 23 febbraio al 15 aprile 2020. A causa di ciò l’Inail sottolinea che non è consentito “*emanare un provvedimento negativo a causa del mancato rispetto dei termini contemplati per le fasi di verifica amministrativa e tecnica o impedire l’invio delle osservazioni, qualora il termine di dieci giorni sia scaduto nel predetto lasso temporale*”<sup>15</sup>. Sono interessati dalla sospensione anche i termini per acquisire le integrazioni documentali e informazioni utili alla valutazione del progetto e quelli relativi alle fasi di realizzazione e rendicontazione del progetto. Le imprese che hanno ricevuto il provvedimento di concessione prima del 23 febbraio 2020 e per le quali non si è ancora concluso l’anno per la realizzazione del progetto, possono beneficiare della sospensione presentando un’istanza motivata per ottenere la proroga del termine della fase esecutiva di un progetto che deve essere concessa in virtù di valide ragioni, eventualmente in modo più ampio rispetto al periodo di cui al d.l. n. 18/2020. L’Inail ha poi chiarito che “*i beneficiari dell’anticipazione del finanziamento devono presentare, a copertura dell’ulteriore periodo concesso, un’integrazione della garanzia fideiussoria già costituita per l’anticipazione del finanziamento stesso*”<sup>16</sup>. In relazione al comma 2 dell’articolo 103 invece, l’Inail in una Istruzione operativa del 26 marzo 2020, ha spiegato che anche i documenti unici attestanti la regolarità contributiva “Durc online” che riportano nel campo “Scadenza validità” una data compresa tra il 31 gennaio

---

<sup>13</sup> Adottate in attuazione del d.l. 23 febbraio 2020, n. 6, convertito con modificazioni dalla legge 5 marzo 2020, n. 13.

<sup>14</sup> Si veda Circolare Mit, 23 marzo 2020.

<sup>15</sup> Cit. in Nota Inail, 26 marzo 2020, p. 3.

<sup>16</sup> Cit. in Nota Inail, 26 marzo 2020, p. 4.

---

e il 15 aprile 2020, hanno conservato la loro validità fino al 15 giugno 2020<sup>17</sup>. Un accenno merita infine l'articolo 120 del Cura Italia riguardante la predisposizione di piattaforme per la didattica a distanza e che tocca anch'esso l'ambito della contrattazione pubblica. La norma assegna al Ministero dell'Istruzione tutte le risorse necessarie al fine di consentire alle istituzioni scolastiche statali di dotarsi di strumenti digitali utili per l'apprendimento a distanza e di potenziare gli strumenti già in uso dalle medesime istituzioni scolastiche e di offrire la formazione al personale scolastico sulle metodologie e le tecniche per la didattica a distanza. A tal fine, si prevede di incrementare di 85 milioni di euro per l'anno 2020 il finanziamento al Piano nazionale per la scuola digitale, introdotto con la legge 107/2015. Circa l'80% di tali stanziamenti sono destinati a mettere a disposizione in comodato d'uso, dispositivi digitali per gli studenti meno abbienti. Le istituzioni scolastiche, per l'acquisizione di piattaforme per la didattica a distanza e dei dispositivi sopra elencati, ricorrono agli strumenti di cui all'articolo 1, commi 449 e 450, della legge 27 dicembre 2006, n. 296<sup>18</sup>. Ai sensi del comma 3 di tale articolo, "*qualora non sia possibile ricorrere ai predetti strumenti, le istituzioni scolastiche provvedono anche in deroga alle disposizioni del d.lgs. 50/2016*": ciò significa che spetta alle istituzioni scolastiche valutare o meno l'adeguatezza dei prodotti presenti nelle Convenzioni-quadro<sup>19</sup>.

### **3. Gli orientamenti europei e nazionali in tema di appalti nell'emergenza COVID-19**

Dall'analisi giuridica effettuata emerge dunque la portata della disciplina d'urgenza contenuta nel Cura Italia, ampiamente derogatoria di quella contenuta nel vigente Codice dei Contratti pubblici e giustificata dalla situazione emergenziale di crisi economia e sociale che sta interessando il nostro Paese a causa della pandemia da COVID-19. Per meglio chiarire la portata di tali disposizioni, sono intervenuti alcuni orientamenti in materia sia livello comunitario che nazionale.

La Commissione Europea con una Comunicazione del 1° aprile pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, ha constatato che la situazione di crisi sanitaria richiede soluzioni celeri di approvvigionamento di beni e servizi connessi alla gestione dell'emergenza: gli acquirenti pubblici devono gestire con efficacia gli acquisti di dispositivi di protezione (mascherine, guanti, ventilatori polmonari, ecc.) nella situazione di difficoltà causata da un enorme aumento della domanda di

---

<sup>17</sup> Si veda Istruzione operativa Inail, 26 marzo 2020.

<sup>18</sup> Convenzioni-quadro Consip e Me.Pa.

<sup>19</sup> Per un approfondimento si consulti la Nota n. 562 de 28 marzo 2020 del MIUR recante Indicazioni operative per le Istituzioni scolastiche ed educative.

---

prodotti simili<sup>20</sup>. Le amministrazioni aggiudicatrici, per gli appalti al di sopra di determinate soglie, sono tenute a seguire sia i principi del Trattato, sia le regole della direttiva 2014/24/UE sugli appalti pubblici in base alla quale, gli acquirenti pubblici, tra le diverse opzioni, possono utilizzare procedure aperte o ristrette accelerate, una procedura negoziata senza previa pubblicazione o altre soluzioni alternative che potrebbero già essere disponibili sul mercato<sup>21</sup>. In tal modo le disposizioni europee garantiscono a questi soggetti la flessibilità necessaria per l'acquisto rapido di beni e servizi necessari ad affrontare lo stato di emergenza da COVID-19.

Sul piano nazionale invece, l'ANAC, con una Delibera del 1° aprile 2020, ha predisposto un elenco delle previsioni del Codice dei Contratti pubblici che permettono di procedere nell'aggiudicazione di contratti pubblici di lavori, servizi e forniture, secondo modalità semplificate e accelerate, senza incorrere in comportamenti illegittimi<sup>22</sup>.

Da ultimo, al fine di garantire maggiore liquidità alle imprese e sostenere la ripresa del settore produttivo, è intervenuto di recente il d.l. 19 maggio 2020, n. 34, c.d. Decreto Rilancio, che ha previsto sia l'esonero per le stazioni appaltanti e per gli operatori economici dal versamento a favore di ANAC dei contributi relativi alle procedure di gara avviate dalla data di entrata in vigore del decreto fino al 31 dicembre 2020<sup>23</sup>, sia l'importo dell'anticipazione del prezzo sul valore dell'appalto può essere aumentato dal 20% fino al 30% compatibilmente con le risorse disponibili.

Dalla disamina normativa effettuata, risulta evidente lo sforzo del legislatore diretto ad evitare una paralisi delle procedure di gara in corso. La situazione di emergenza che l'Italia sta attraversando, avrà delle ripercussioni anche sul futuro funzionamento del mercato degli appalti che sarà caratterizzato da un'organizzazione meno tradizionale del lavoro e dall'utilizzo prevalente di tecnologie e tecniche di comunicazione a distanza. Il settore degli appalti pubblici darà dunque un grande impulso alla ripresa economica del Paese e ciò dipenderà più che dai mezzi finanziari utilizzati, dall'attività delle amministrazioni pubbliche che dovranno lavorare da subito su una riorganizzazione interna e sulla digitalizzazione delle procedure al fine di apportare miglioramenti al settore del *procurement* pubblico<sup>24</sup>.

---

<sup>20</sup> Cfr. Commissione Europea, Comunicazione pubblicata in data 1° aprile, 108 I/01.

<sup>21</sup> Per un approfondimento si veda F. DE PEPPINO, *La disciplina degli appalti e la semplificazione del Codice dei Contratti pubblici nelle ultime riforme*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, Banca d'Italia, n. 89, 3 giugno 2020, p. 90 ss.

<sup>22</sup> Si veda ANAC, Delibera numero 290 del 01 aprile 2020, Linee guida n. 1 recanti "Indirizzi generali sull'affidamento dei servizi attinenti all'architettura e all'ingegneria".

<sup>23</sup> Si veda art. 65 d.l. Rilancio.

<sup>24</sup> Cfr. L. DONATO, *Dall'emergenza COVID-19 alla ripartenza degli appalti pubblici*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, Banca d'Italia, n. 89, 3 giugno 2020, p. 321 ss.



# NON PERFORMING LOANS FRA DIRITTO INTERNO E COMUNITARIO

CIRO ALESSIO MAURO

**Abstract:** Il problema dei crediti deteriorati, meglio conosciuti come *non performing loans*, ha negli anni assunto una spiccata centralità nel dibattito economico e finanziario sia interno che comunitario. La dogmatica giuridica è stata, infatti, chiamata a rivisitare la concezione classica dei crediti in sofferenza alla stregua dell'evoluzione del sistema di mercato che sembra muoversi verso innovative forme di *asset class*. Sono, poi, recentissimi gli interventi del legislatore con cui è stata prevista la possibilità di trasformare, a condizioni date, in credito di imposta le perdite fiscali. A margine dell'iniziativa di monitorare l'andamento dei crediti deteriorati, lo scorso 3 marzo 2020 si è registrato anche il contributo della stessa Banca d'Italia che nel dettare delle linee d'indirizzo *in subiecta materia* sembra voler riproporre interventi regolatori *ad hoc* per il perseguimento di una ancor più efficiente pianificazione del quadro normativo in tema di Npl.

**Abstract:** The problem of distressed debts, better known as non performing loans, has taken a strong centrality in the economic and financial debate, both in Europe and abroad, over the years. Legal dogmatics was, in fact, called to review the classical concept of distressed debts in light of the evolution of market, that seems to move towards innovative forms of asset class. Further, very recent legislatoris interventions have introduced the possibility of transforming, subject to certain conditions, tax losses into tax credit. In the context of the initiative to monitor the performance of distressed debts, it is worth mentioning that, on March 3, 2020, the Bank of Italy, in setting forth guidelines on captioned matter, seemed to propose *ad hoc* regulatory interventions aimed at pursuing an even more efficient planning of the Npl's regulatory framework.

**Parole chiave:** *Non performing loans*, crediti deteriorati, Direttiva, Regolamento, Decreto Cura Italia

**Sommario;** 1. I crediti deteriorati: introduzione del problema - 2. La proposta di Direttiva europea - 3. Il Nuovo Regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento Europeo - 4. Le Bad Banks nelle esperienze comunitarie - 5. Il principio statunitense della *business judgment rule* - 6. Conclusioni: Covid-19 e misure normative straordinarie

---

## 1. I crediti deteriorati: introduzione del problema

La tematica dei c.d. crediti deteriorati continua ad assumere una posizione di centralità nel dibattito interno e comunitario, a fronte del significativo *exploit* delle partite in sofferenza nel portafoglio delle banche e dei riflessi che esse hanno generato sulla stabilità e liquidità del sistema bancario e finanziario, tanto più a margine dell'emergenza sanitaria da Covid-19 e dei recenti provvedimenti che sono stati assunti *in subiecta materia*.

I *non performing loans*, quale espressione dai toni intrinsecamente ossimorici, evocano, da un lato, il concetto di credito, caratterizzato da una matrice etimologica derivante dal concetto di “fiducia” ovvero “affidamento” alla prestazione obbligatoria patrimoniale pattuita, dall'altro, il concetto di deterioramento del credito stesso, causato da svariate ragioni che ne rendono, in concreto, difficoltosa la riscossione nei confronti del debitore che si presenti come insolvente.

Quest'ultimo elemento, infatti, sembrerebbe contrapporsi alla tradizionale visione dogmatica dell'interesse creditizio, il quale non potrebbe permanere laddove risulti del tutto assente una relazione di ragionevole aspettativa alla soddisfazione della specifica obbligazione patrimoniale.

Se non fosse che gli stessi crediti deteriorati non nascono certamente come tali, ma costituiscono una modificazione dinamica (peggiorativa, da qui la denominazione di crediti “in sofferenza”) dell'obbligazione pecuniaria originaria.

Nonostante le notevoli difficoltà riscontrate nella prassi, dimostrate dai numerosi interventi legislativi sul tema e delle istituzioni dell'Unione europea, il fenomeno dei crediti deteriorati assume una rilevanza primaria sia nel panorama nazionale, sia in quello internazionale, posto che i bilanci degli enti creditizi mostrano di patire percentuali significative di crediti in sofferenza, in specie a partire dalla nota vicenda della crisi finanziaria del 2007, come noto derivata, tra le altre concause, dalla negativa incidenza dei fenomeni di cartolarizzazione dei mutui *subprime*,<sup>1</sup> nonché dall'impatto dell'imponente debito Sovrano<sup>2</sup>.

Le incertezze derivanti da tale fenomeno hanno indotto alla individuazione, nel corso degli ultimi anni, di taluni meccanismi volti a rafforzare i sistemi di vigilanza e valutazione dei rischi scaturenti dalla presenza, nei bilanci degli intermediari finanziari, di masse di crediti deteriorati.

In particolare, per il salvataggio di alcuni primari Gruppi Bancari, tra i quali si annoverano, in Italia il Monte Paschi di Siena e, oltre confine, la *Royal Bank of Scotland*, *Caixa Bank*, *etc.*, si è persino registrato l'intervento del Governo, analogamente a quanto accaduto anche in Svizzera, in Germania ed in Svezia.

---

<sup>1</sup> L'espressione è di Andrea Miglionico, *Crediti Deteriorati, Regolazioni a confronto*, Utet, 2018, pag. 1.

<sup>2</sup> Cfr. Francesco Capriglione, *I prodotti di un sistema finanziario evoluto, Quali regole per le banche?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 61. Sul tema, Cfr. *La problematica dei crediti deteriorati, rischi e opportunità*, Convegno ADDE 17, 18 ottobre 2019, Università degli studi di Napoli Parthenope, interventi di Francesco Capriglione, V. Lemma, M. Sepe, A. Sacco Ginevri.

---

L'*alert* originato dai NPL sull'ordinamento finanziario globale ha provocato l'*interpositio legislatoris* che con interventi *ad hoc* ha dato avvio ad un percorso, non più procrastinabile, mirante a favorire la dismissione delle masse critiche dei crediti deteriorati dal portafoglio delle banche al fine, tra le altre cose, di migliorarne la qualità, traguardando i meccanismi di gestione delle partite in sofferenza verso innovative forme di *asset class*.<sup>3</sup>

Invero, secondo quanto è emerso dallo studio condotto nel 2019 dalla nota società di consulenza *Ernst and young*<sup>4</sup> trova conferma la tendenza di *deleveraging* delle Banche di dismissione degli NPL, che ha migliorato l'*asset quality*<sup>5</sup> del sistema del credito<sup>6</sup>, sebbene all'oggi tale fenomeno non è ancora riuscito a smentire le preoccupazioni derivanti dai circa 88 miliardi di euro di crediti deteriorati presenti nei bilanci bancari a fine 2018.

*In subiecta materia* si sono, come detto, registrati molteplici interventi normativi di cui, senza alcuna pretesa di esaustività, possono *in brevis* menzionarsi la legge 21 giugno 2017, n. 96 che ha convertito in legge, con modificazioni, il decreto legge 24 aprile 2017, n. 50<sup>7</sup> e le cui disposizioni, come noto, si applicano esclusivamente alle operazioni di cartolarizzazione che abbiano ad oggetto la cessione di crediti, qualificati come deteriorati, da parte di banche ed intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'articolo 106 del Testo Unico Bancario aventi sede in Italia.

A ciò si aggiunga, la legislazione sulla c.d. GACS (Fondo di Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze) quale garanzia concessa dallo Stato conformemente alle decisioni della Commissione Europea, introdotta per la prima volta nell'Ordinamento interno in forza del Decreto legge 14 febbraio 2016, n. 18, convertito con modificazioni in Legge 8 aprile 2016, n. 49, al fine di agevolare lo smobilizzo dei crediti in

---

<sup>3</sup> Cfr. G. Lusignani, L. Pettinari, R. Tedeschi, Prometeia, Working paper, NPL: una nuova asset class? Agosto 2019, consultabile su: <https://www.prometeia.it/news/npl-nuova-asset-class>. La riuscita di tale innovativo modello gestionale dei crediti in sofferenza, come si vedrà nelle conclusioni, andrà verificata in relazione ai seguenti requisiti: (a) fair value, (b) i rendimenti attesi ed (c) i rischi connaturati all'operazione complessivamente considerata.

<sup>4</sup> Cfr. Qui Finanza, Banche, crediti deteriorati ridotti del 39% dal 2015, 4 febbraio 2019, consultabile su: <https://quifinanza.it/finanza/banche-crediti-deteriorati-ridotti-del-39-dal-2015/253933/>. Cfr. EY, Gli operatori bancari investitori in NPE: quali ruoli e opportunità nel nuovo mercato? Comunicato stampa, 12 maggio 2020, consultabile su: [https://www.ey.com/it\\_it/news/2020/05/gli-operatori-bancari-investitori-in-npe--quali-ruoli-e-opportun](https://www.ey.com/it_it/news/2020/05/gli-operatori-bancari-investitori-in-npe--quali-ruoli-e-opportun).

<sup>5</sup> Sulla la "*qualità del portafoglio degli attivi patrimoniali*" quale "*elemento essenziale nella valutazione del merito di credito*", Cfr. A. Miglionico, Crediti Deteriorati, Regolazioni a confronto, Studi di diritto dell'economia, Collana fondata e diretta da Francesco Capriglione, con la collaborazione di Mirella Pellegrini, Marco Sepe, Vincenzo Troiano, Utet, Milano, 2018, pag. XI.

<sup>6</sup> Cfr. Report: What to Expect From Non-Performing Loans (NPLs) Post-Crisis The financial crisis spurred by the global pandemic has caused a proliferation of loan defaults worldwide. That could mean both opportunities and challenges for sellers, issuers and banks involved in NPLs. How can they navigate the post-COVID-19 NPL landscape? consultabile su: <https://www.pwc.com/it/it/press-room/assets/docs/pwc-cs-NPL-luglio2019.pdf>.

<sup>7</sup> In particolare, contenente disposizioni urgenti in materia finanziaria, che ha modificato la legge n.130 del 30 aprile 1999 sulla cartolarizzazione ("Legge 130"), inserendo il nuovo articolo 7.1.

---

sofferenza, *rectius* i NPL.

Il *brend* della garanzia statale sui crediti deteriorati è stato poi utilizzato anche dalla Grecia che, come noto, sta via via registrando un significativo calo degli NPL, conformemente alla tendenza complessivamente invalsa nell'area Euro.

Ciò trova ulteriore conferma nello studio del 29 ottobre 2019 curato da *Moody's* ove si evidenzia una complessiva discesa degli NPL nel portafoglio delle banche europee, passati dagli originari 662,9 miliardi di euro a marzo di quest'anno, rispetto ai 714,1 miliardi della fine del terzo trimestre del 2018<sup>8</sup>.

Non da ultimo meritano menzione gli ulteriori interventi di matrice comunitaria come *infra* specificati, nonché le intercorse riforme che hanno investito il codice di rito, in specie, L. 6 agosto 132 del 2015 di modifica gli artt. 548 e 549 c.p.c. in tema di procedure esecutive di recupero del credito in danno del debitore inadempiente. La questione si è, dunque, posta rispetto alla più delicata vicenda legata agli strumenti di risanamento degli squilibri patrimoniali degli Enti creditizi ed alle conseguenti modalità di risoluzione e di gestione dei crediti deteriorati, conformemente ai principi di sana e prudente gestione cui devono ispirarsi le Banche nell'esercizio della propria attività, ivi compresa la necessità di effettuare accantonamenti anche con riguardo ai crediti che potrebbero potenzialmente deteriorarsi, provvedendo all'indicazione nel bilancio dell'ammontare delle relative stime di perdita, in linea con quanto sancito da Basilea III sui requisiti di capitale<sup>9</sup>.

Al riguardo è stato, in particolare, evidenziato come tale sistema sia caratterizzato, da un lato, da regole di c.d. di *soft law*<sup>10</sup> per ciò che attiene alla classificazione dei prestiti e, dall'altro lato, da vincolanti prescrizioni sul capitale bancario, non del tutto armonizzate tra loro<sup>11</sup>.

Invero, a testimonianza della difficoltà di rinvenire una disciplina regolamentare unitaria, circostanza che non ha certamente reso agevole l'enucleazione dei crediti in sofferenza (i quali, come nel prosieguo verrà illustrato, hanno costituito oggetto di variegata interpretazioni), depone l'emersione di una fiducia generalizzata nei confronti dei giudizi formulati dalle Agenzie di *rating*, con tutti i problemi connessi all'effettivo grado di affidabilità di siffatte valutazioni.

A seguito della pubblicazione nel luglio 2014 del rapporto dell'Autorità bancaria

---

<sup>8</sup> Cfr. Stefano Carrer Grecia, Banche schiacciate da 80 miliardi di crediti deteriorati, *IL Sole24Ore*, consultabile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/grecia-primostacolo-mitsotakis-banche-schiacciate-80-miliardi-crediti-deteriorati-ACvC3eX>. *Moody's*: la Grecia ha superato l'Italia nella vendita di crediti deteriorati. Atene ha superato Roma con 12,8 mld di euro di npl ceduti a luglio. Tra le banche europee, quelle italiane hanno lo stock più alto di non performing loans a 144,9 mld alla fine del primo trimestre (l'8,3% dei prestiti totali). Insieme a quelle spagnole e portoghesi devono continuare a ridurre i prestiti in sofferenza, 29 ottobre 2019, di Francesca Gerosa, consultabile su: <https://www.milanofinanza.it/news/moody-s-la-grecia-ha-superato-l-italia-nella-vendita-di-crediti-deteriorati-201909261339474119>.

<sup>9</sup> Cfr. A. Miglionico, op. cit. pag. 89.

<sup>10</sup> Cfr. F. Capriglione, *Fonti Normative*, in *Av. Vv.*, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di Francesco Capriglione, Padova, 2015, 32-33.

<sup>11</sup> Cfr. A. Miglionico, op. cit., pag. 90.

---

europea (EBA), è stata enucleata la definizione di “esposizioni deteriorate”, da intendersi nel senso di posizioni in sofferenza da oltre novanta giorni, caratterizzate da un debitore considerato insolvente nel rimborso del credito.

Precedentemente a detto intervento la nozione di crediti deteriorati, pur essendosi prestata a variegate opzioni interpretative, ha registrato la comune opinione secondo cui si tratta di crediti la cui riscossione è connotata da un certo margine di aleatorietà sia rispetto al *tempus* di riscossione, sia in ordine al *quantum* da rimborsare rispetto all'importo dedotto nel titolo.

Il *Basel Committee on Banking Supervision*<sup>12</sup> ha anch'esso qualificato i *non performing loans* come “*as loan that is more than 90 days past due, thus making eligible for termination*” in linea di continuità con la predicata tendenza che ascrive i *non performing loans* al paradigma dei prestiti scaduti e di difficile esigibilità.

Vieppiù, il quadro sopra descritto impone il richiamo alle Linee Guida introdotte dalla BCE nel marzo dell'anno 2017, laddove si valorizza la necessità di migliorare la qualità degli attivi delle Banche attraverso un'attività di costante monitoraggio e di vigilanza nei confronti degli “*enti creditizi ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento sui requisiti patrimoniali (Capital Requirements Regulation, CRR)2, di seguito designati con il termine “banche”*. Le indicazioni sono rivolte in generale a tutti gli enti significativi (*significant institutions, SI*) sottoposti a vigilanza diretta nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico (MVU), incluse le loro controllate internazionali.”<sup>13</sup>

È poi recentissimo il Regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 aprile 2019, il quale modifica il Regolamento (UE) 575/2013 avente ad oggetto la copertura minima delle perdite delle esposizioni deteriorate, essendosi avvertita l'esigenza di intervenire in tale delicata materia al fine di individuare una regolamentazione ancor più puntuale in relazione c.d. *non performing loans*, classificati secondo criteri predefiniti e sottoposti ad una disciplina mirata a tutelare il sistema bancario dell'Unione europea, conseguibile unicamente attraverso un coordinamento delle linee di intervento in materia di prevenzione del *default* di liquidità bancario.

## 2. La proposta di Direttiva Europea

Nel marzo del 2018, la Commissione europea ha presentato un pacchetto di misure per velocizzare il percorso di contenimento dei crediti deteriorati (*non-performing loans*) nel settore bancario.

In specie, si fa riferimento alla proposta di regolamento COM (2018) 134 (che ha poi

---

<sup>12</sup> Cfr. A. Miglionico, op. cit., pag. 89.

<sup>13</sup> Cfr. Banca Centrale Europea, Vigilanza Bancaria, Linee Guida per le Banche sui crediti deteriorati, marzo 2017, [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance\\_on\\_npl.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf).

---

effettivamente modificato il regolamento (UE) n. 575/2013 di cui *infra*), nonché alla proposta di direttiva COM (2018) 135 relativa ai gestori di crediti, agli acquirenti di crediti e al recupero delle garanzie reali.

Più in generale, trattasi di misure adottate al fine di prevenire esposizioni deteriorate, introducendo livelli comuni di copertura minima per i prestiti di nuova erogazione, nonché strumenti esecutivi accelerati per il recupero extragiudiziale dei prestiti coperti da garanzia reale, *sub specie* prevedendo che banca e debitore possano convenire anticipatamente meccanismi finalizzati al recupero del dovuto.

Le due proposte, una delle quali come visto già approvata<sup>14</sup>, hanno altresì prefigurato lo sviluppo dei mercati secondari dei crediti deteriorati, armonizzandone i requisiti ed instaurando un mercato unico della gestione del credito e della cessione a terzi di prestiti bancari nell'UE<sup>15</sup>.

Oltre alla proposta in commento (COM/2018) 135 FIN), il pacchetto di misure presentato dalla Commissione ne includeva un'altra per la regolamentazione dei requisiti patrimoniali attualmente prescritti dal Reg. UE 27-6-2013 n. 575 (CRR-Capital Requirements Regulation) e un programma per la creazione di società di gestione degli attivi a livello nazionale, AMC-*Asset Management Company*.<sup>16</sup>

In tal quadro, la proposta di Direttiva europea relativa ai gestori, agli acquirenti di crediti e al recupero delle garanzie reali<sup>17</sup> interviene nell'ottica di perseguire, in concreto, il rafforzamento dell'Unione economica e monetaria (UEM), attraverso l'integrazione del sistema finanziario europeo.

Nei *Considerando* della Direttiva in commento si coglie, infatti, l'esigenza di guardare l'Unione europea verso un sistema finanziario maggiormente integrato, in grado in concreto di migliorare la capacità reattiva della stessa UEM a fronte di *shock negativi*, al contempo, favorendo la suddivisione dei rischi tra privati a livello transfrontaliero e riducendo, per quanto possibile, l'esigenza di condivisione pubblica del rischio.

Sul piano squisitamente definitorio, la Direttiva COM2018-135FIN, qualifica i crediti deteriorati come *“prestiti per i quali il debitore non è in grado di rispettare il calendario di rimborso del capitale o degli interessi, ossia quando la rata di pagamento è scaduta da oltre 90 giorni o quando si considera improbabile che il prestito possa essere rimborsato”*,<sup>18</sup> evidenziando come sia stata la stessa crisi finanziaria a favorire

---

<sup>14</sup> Cfr. Senato della Repubblica, Ufficio Studi, Le riforme del sistema bancario a livello nazionale ed europeo, dossier, 30 marzo 2020.

<sup>15</sup> Cfr. Camera dei Deputati, Ufficio Rapporti con l'Unione Europea, Ufficio L'Unione bancaria e i mercati dei capitali, 29 gennaio 2019.

<sup>16</sup> Sulla tematica Cfr. Valeria Confortini, *Autonomia privata e realizzazione del credito garantito*, Europa e Diritto Privato, fasc. 3, Milano, Giuffrè, 2018; v. Seconda relazione sui progressi compiuti nella riduzione dei crediti deteriorati in Europa, COM (2018) 133 fin del 14-3-2018, spec. 10 s.); nonché la Proposta di direttiva riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva COM (2016) 723-2016/0359(COD).

<sup>17</sup> Cfr. Confortini, op.cit., Europa e Diritto Privato, fasc.3, 01.09.2018, pag. 1039 e ss.

<sup>18</sup> Cfr. terzo Considerando, Direttiva COM/2018/135FI, 2 e ss.



---

la degenerazione, sul fronte numerico, dei debitori insolventi, con tutto ciò che ne è conseguito in danno delle Banche.

L'UE ha, in altri termini, evidenziato come i crediti deteriorati generino per la banca plurimi effetti, tra cui si annoverano le minori entrate, il contenimento della loro capacità reddituale, nonché la produzione di perdite e, a date condizioni, la riduzione del capitale sociale, con ineludibili implicazioni per la relativa la stabilità finanziaria. Di tal che, al fine del raggiungimento di un equilibrato sistema finanziario europeo, la Direttiva prefigura mercati secondari dei crediti deteriorati ben sviluppati, cui si accompagni la promozione dei finanziamenti alle piccole medie imprese.

In tale ottica viene valorizzata la funzione della Banca nel finanziamento dell'economia europea, la quale non può prescindere dall'auspicabile potenziamento della capacità degli Istituti creditizi di erogare credito alle imprese. E ciò anche attraverso il consolidamento delle tecniche di recupero dei valori correlati alle garanzie reali sui prestiti a cui potrebbero conseguire rilevanti effetti a livello comunitario, data l'interconnessione del sistema bancario dell'UE complessivamente considerato.

Programmi, questi ultimi, che si pongono in linea di continuità con le già avviate azioni della Commissione, come ad es. il "Piano d'azione per affrontare la questione dei crediti deteriorati in Europa" adottato dal Consiglio nel luglio 2017, notoriamente, finalizzato al perseguimento di risultati effettivi. E, segnatamente, almeno in quattro ambiti, tra loro, complementari: la vigilanza bancaria e la regolamentazione, la riforma della disciplina in materia di ristrutturazione, insolvenza e recupero dei crediti, lo sviluppo di mercati secondari delle attività deteriorate, la promozione della ristrutturazione del sistema bancario.

La Direttiva contempla la figura del «gestore di crediti», da intendersi nel senso di *“qualsiasi persona fisica o giuridica, diversa da un ente creditizio o da sue filiazioni, che svolge una o più delle seguenti attività per conto del creditore: (a) controlla l'esecuzione del contratto di credito; (b) raccoglie e gestisce informazioni circa lo stato del contratto di credito, del debitore e di eventuali garanzie reali utilizzate al fine di garantire il contratto di credito; (c) informa il debitore di qualsiasi variazione dei tassi di interesse, degli oneri o dei pagamenti dovuti ai sensi del contratto di credito; (d) fa rispettare diritti e obblighi in virtù del contratto di credito per conto del creditore, in particolare gestendo i rimborsi; (e) rinegozia i termini e le condizioni del contratto di credito con i debitori, qualora essi non siano “intermediari del credito” come definiti all'articolo 4, punto 5, della direttiva 2014/17/UE, o all'articolo 3, lettera f), della direttiva 2008/48/CE;”*.<sup>19</sup>

Se sul piano strettamente programmatico la Direttiva prospetta ipotesi di riduzione e di contenimento dei *non performing loans* anche attraverso tecniche e strategie di gestione<sup>20</sup> del credito deteriorato - nella triplice direzione (1) della gestione ad

---

<sup>19</sup> Cfr. art. 3 della Direttiva COM2018-135FIN.

<sup>20</sup> Cfr. Valeria Confortini, *Autonomia privata e realizzazione del credito garantito. La proposta di Direttiva Europea relativa ai gestori di crediti, agli acquirenti di crediti e al recupero delle garanzie reali*, Europa e Diritto Privato, fasc.3, 01.09.2018, pag. 1039 e ss.

---

opera di un terzo e della dismissione tramite cessione; (2) della creazione di un mercato dei *non performing loans*; e della (3) risoluzione accelerata delle procedure di recupero del credito - dall'altro lato, pone il problema della percorribilità di tale innovativo scenario regolatorio.

*In primis*, la questione si pone in ordine all'individuazione dei potenziali operatori del mercato NPL, nonché in relazione alla regolamentazione delle procedure di scambio, diversificata nei singoli Stati membri e, dunque, non omogenea<sup>21</sup>.

Se, infatti, in alcuni Stati non si rinvergono stringenti regimi autorizzatori e di vigilanza per l'attività di acquisto, gestione e recupero dei crediti deteriorati, in altri contesti normativi si apprezzano più complessi regimi regolamentari; circostanze, queste ultime, che nell'ottica dell'armonizzazione del mercato europeo di certo non faciliterebbero l'ambizioso progetto posto a presidio della stessa Direttiva in commento<sup>22</sup>.

*In secundis*, non può sottacersi che un'ulteriore criticità potrebbe discendere dalla valutazione dei crediti deteriorati scambiati sul mercato NPL, circostanza quest'ultima strettamente connessa alle tempistiche necessarie per il recupero.

A fronte, infatti, di sistemi normativi, quelli previsti singolarmente dagli Stati membri, distinti e non uniformemente disciplinati, non si profila agevole perseguire gli obiettivi suddetti tenuto conto del diverso grado di "virtuosità" delle varie procedure esecutive, tanto da disincentivare gli operatori a far ricorso al mercato NPL<sup>23</sup>.

Un'ulteriore criticità applicativa potrebbe, verosimilmente, porsi anche con riguardo alla c.d. "*escussione extragiudiziale accelerata delle garanzie*", rispetto alla quale la proposta di Direttiva nel il Titolo V (art. 23-33) ne offre un'articolata disciplina sul punto.

La stessa Direttiva in commento ha armonizzato gli innovativi strumenti di escussione accelerata del credito deteriorato con gli ulteriori rimedi in essa previsti, tanto che nel disciplinare il suddetto rimedio estende la trasmissibilità al cessionario del credito garantito: "*Gli Stati membri assicurano che, se l'ente creditizio o la sua filiazione trasferisce un contratto di credito garantito che prevede il diritto di ricorrere al meccanismo di escussione extragiudiziale accelerata delle garanzie a un terzo, quest'ultimo acquisisce il diritto di ricorrere a tale meccanismo in caso di inadempimento dell'impresa debitrice secondo gli stessi termini e alle stesse condizioni dell'ente creditizio*".

Sempre con riferimento al paradigma dell'*Accelerated Extrajudicial Collateral Enforcement*, *AECE*, il documento in esame contempla le condizioni per il ricorso volontario all'escussione extragiudiziale accelerata delle garanzie, tra cui si segnala,

---

<sup>21</sup> Confortini, op. cit., pag. 2.

<sup>22</sup> Confortini, op. cit. pag. 4 e ss.; nel caso dell'Italia, laddove viene in rilievo il Testo Unico Bancario, come modificato dal d.lgs. 13-8-2010 n. 141 e attuato dal d.m. 2-4-2015 n. 53, nonché dalla l. l. 30-4-1999 n. 130 sulla cartolarizzazione dei crediti e dal t.u.l.p.s. in materia di svolgimento dell'attività di recupero stragiudiziale dei crediti.

<sup>23</sup> Cfr. Confortini, op. cit. 4 e ss.

---

senza pretesa di esaustività, quanto previsto all'art. 23, *lett. (a)*, ossia la necessità che l'accordo, tra creditore ed impresa debitrice, sia concordato per iscritto o mediante atto notarile, e che in esso venga dettagliatamente specificata la condizione posta a presidio dell'escussione; il legislatore comunitario ha previsto, poi, il divieto espresso (comma 2, art. 23) di cessione del credito una volta ricevuta la notificazione della intimazione ai fini della escussione.

Il documento prevede, inoltre, le modalità di escussione della garanzia e, nel dettaglio, *a)* l'asta pubblica e la *b)* vendita tra privati, rispetto ai quali strumenti resta ferma per ciascuno degli Stati membri di contemplare la possibilità che si faccia ricorso alla nomina di un notaio, un ufficiale giudiziario o un altro pubblico ufficiale per garantire una distribuzione efficiente e rapida dei proventi della vendita e il trasferimento della garanzia reale ad un acquirente, o la tutela dei diritti del debitore. Altresì, un aspetto che merita menzione è la c.d. clausola marciana<sup>24</sup> ed ossia la previsione, a carico del creditore, di versare al debitore la differenza tra l'importo del proprio credito e il valore del bene oggetto di garanzia.

La tematica del recupero dei crediti deteriorati trova una ulteriore criticità in forza della non agevole armonizzazione tra la Direttiva COM2018-135FIN e la Direttiva COM/2016-723 riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, e su cui ancora non si è trovato un unanime consenso<sup>25</sup> laddove si prevede, ad es., agli articoli 6 e 7, la possibilità del debitore di beneficiare della sospensione delle azioni esecutive “*se e nella misura in cui è necessario per agevolare le trattative sul piano di ristrutturazione.*” (art. 6, comma 1), rispetto al pure citato principio di accelerazione delle procedure di recupero posto a base della Direttiva 2018-135, che forse dovrà essere riconsiderato in sede di stesura definitiva.

### **3. Il Regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento Europeo**

In tal quadro si colloca, peraltro, il nuovo Regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento Europeo, di modifica del Regolamento n. 575/2013, afferente alla disciplina delle coperture minime delle perdite sulle esposizioni deteriorate, approvato lo scorso 17 aprile.

Più nel dettaglio, il documento citato s'inquadra nell'ambito del *single rulebook* ossia in quell'articolata serie di provvedimenti che vengono applicati a tutti gli enti finanziari ed ai prodotti finanziari nell'UE e tra cui, peraltro, ricadono (1) le disposizioni

---

<sup>24</sup> Nel sistema normativo francese il divieto di patto commissorio è stato abrogato a seguito della novella che ha interessato la tematica delle garanzie reali del 2006, mentre vige nel diritto tedesco (§ 1149 e 1229 BGB), sul punto *cfr.* G. Brianda, Le prospettive del patto commissorio tra normativa comunitaria, *lex mercatoria* e tradizione, *Contr. impr.*, 2016, 797.

<sup>25</sup> *Cfr.* Camera dei Deputati, *op. cit.* pag. 6.

---

sui requisiti patrimoniali delle banche, (2) i sistemi di garanzia dei depositi e (3) la regolamentazione sulla gestione delle banche in dissesto. Detti principi, ancora più da vicino, sono sanciti nelle Direttive n. 2013/36/UE sui requisiti patrimoniali, CRD IV, n. 2014/49/UE sul sistema di garanzia dei depositi (ora sostituita dalla CRD V), SGD, n. 2014/59/UE sul risanamento e la risoluzione delle banche, BRRD, nonché nella Direttiva n. 2015/2366/UE (cd. “PSD2”), che riforma la direttiva sui servizi di pagamento del 2007, *Payment Services Directive* - PSD.

Completano, poi, il quadro di riferimento dell’UE, il *single supervisory mechanism*, SSM, di cui al Regolamento (UE) n. 1024/2013), che come noto sancisce l’attribuzione alla BCE di compiti di vigilanza prudenziale direttamente sulle banche cd. “sistemiche” (ossia quelle con attivi superiori a 30 miliardi di euro oppure che rappresentino almeno il 20% del PIL del loro Paese), e per il tramite delle autorità di vigilanza nazionali, su tutti gli istituti di credito; nonché, il *single resolution mechanism*, SRM, sorto a seguito della approvazione del Regolamento (UE) n. 806/2014), la cui finalità riposa sull’esigenza di mitigare l’incidenza sui bilanci pubblici degli interventi di salvataggio delle banche in crisi (fenomeno, quest’ultimo, meglio conosciuto come cd. *bail-out*).

La nuova disciplina di cui al Regolamento UE 2019/630 è, del resto, proiettata ad uniformare la regolamentazione in materia di c.d. limite prudenziale all’accumulazione di NPL da parte delle Banche.

Il citato Regolamento andrà, infatti, ad integrare le già esistenti disposizioni prudenziali del CRR sui fondi propri e le aspettative di vigilanza in tema di c.d. *calendar provisioning*, pubblicate in data 15 marzo 2018 ad opera della Banca Centrale Europea nell’Addendum alle Linee Guida alle banche sui crediti deteriorati già citate nelle premesse.

Il legislatore comunitario pur prescrivendo livelli minimi di accantonamento, non sottrae ai singoli Stati membri la possibilità<sup>26</sup> di pretendere l’innalzamento dei predetti *standard* prudenziali laddove quelli previsti in sede comunitaria non siano ritenuti, in concreto, idonei a soddisfare le esigenze del singolo ente creditizio di riferimento<sup>27</sup>.

In forza del nuovo quadro disciplinatorio, dunque, ogni Ente creditizio sarà tenuto a coprire le perdite dei crediti che potrebbero andare in sofferenza, accantonando capitali con criteri che si diversificano a seconda che trattasi di crediti deteriorati garantiti e non.

Ed invero, se trattasi di crediti non assistiti da garanzia, gli stessi dovranno essere svalutati dopo tre anni dal momento in cui sono stati classificati come *non performing loans*; di converso, per quelli garantiti da garanzia reale ovvero da altre garanzie ritenute idonee, il documento ne contempla la svalutazione con gradualità ed, in specie, in un arco temporale, rispettivamente, di nove o sette anni, a partire dal terzo

---

<sup>26</sup> In forza dei propri poteri di vigilanza di cui alla Direttiva 2013/36UE.

<sup>27</sup> Cfr. VI *Considerando* del Regolamento, pag. 2.

---

anno dal momento in cui sono stati classificati *non performing*, al fine di contenere gli effetti sui bilanci e quindi sull'economia reale.

È bene, inoltre, evidenziare che nel Regolamento UE 630/2019 vengono classificate le esposizioni deteriorate che, ai sensi dell'art. 36, paragrafo 1, *lett. (m)*, sono così ripartite: (*a* le esposizioni per le quali si ritiene sia intervenuto un *default*; (*b* le esposizioni per le quali si ritiene che le stesse abbiano subito una riduzione secondo la disciplina contabile applicata; (*c* le esposizioni in prova per le quali sia stata accordata una forma di concessione; (*d* le esposizioni in forma di impegno, le quali ove utilizzate o attivate non sarebbero comunque restituite se non con l'escussione della garanzia su di esse insistente; (*e* le esposizioni in forma di garanzia, che sarebbe probabilmente attivata dalla parte garantita.

Al contempo, ai sensi dell'art. 47 *bis*, il regolatore europeo ha previsto che le esposizioni per le quali siano cessate le condizioni per essere classificate come deteriorate, sono considerate "*in prova*" nei due anni successivi alla misura di concessione accordata, purché rispetto a quello specifico debitore non si siano verificati ulteriori ritardi di pagamento oltre 30 giorni.

Per quanto attiene alle misure di concessione la nuova disciplina europea sancisce che per esse deve intendersi la modifica *in melius* dei termini e delle condizioni di pagamento e che in difetto dell'acclarato stato di difficoltà finanziaria del debitore, le stesse non sarebbero state accordate.

Trattasi di clausole finalizzate alla rimodulazione ovvero rinegoziazione del debito in maniera tale da consentire all'interessato di fuoriuscire dallo stato di criticità in cui lo stesso versa, tanto che ogni singola clausola è accompagnata dalla precisazione che, come detto, le stesse non sarebbero state accordate se il debitore non avesse inadempito al proprio impegno<sup>28</sup>.

## 4. Le *Bad Banks* nelle esperienze comunitarie

L'intervento del legislatore comunitario si pone in aperta linea di continuità con la maturata consapevolezza dell'incidenza a livello sistemico, e trasversale, dei *non performing loans*, registrandosi molteplici misure di contenimento dei NPL anche al di fuori del sistema europeo.

Basti pensare che in Svizzera, con particolare riferimento ai c.d. mutui *sub prime*, l'Unione delle Banche Svizzere (UBS) rilevò la presenza nel proprio portafoglio di elevatissime percentuali di titoli deteriorati potenzialmente in grado di determinare perdite pari a percentuali sul Pil tra il 15% e il 30%.<sup>29</sup>

Allo scopo di dirimere tale gravosa criticità finanziaria intervennero il Governo Fe-

---

<sup>28</sup> Cfr. art. 47 ter comma 1, lettere da (*a* ad (*e* "*non sarebbe stata concessa se il debitore non avesse*".

<sup>29</sup> Cfr. Francesco Vella, *Crediti deteriorati nelle Banche Italiane*, a cura di F. Cesarini, Giappichelli, Torino, 2017, pag. 74 e ss.

---

derale e la Banca nazionale Svizzera con la costituzione di una “*bad bank*”, meglio conosciuta come *StaFund (Stabilisation Fund)*, al fine del risanamento della situazione venutasi a creare, stanziò ben 38,7 miliardi di dollari rispetto ai 54 ricevuti in prestito dalla Banca nazionale Svizzera<sup>30</sup>.

Parimenti in Germania, nel 2008, al fine di ovviare alla crisi finanziaria che investì alcuni Enti creditizi, venne istituita l’Agenzia federale per la stabilizzazione del mercato finanziario (FMSA) ed il Fondo, SoFFin, per il reperimento delle risorse necessarie per il ripianamento della crisi; la FMSA, a sua volta, diede vita a ben due *bad banks*, *Erste Abwicklungsanstalt* e *Wertmanagement*, direttamente partecipate dalle Banche destinatarie delle misure di salvaguardia finanziarie, ciò al fine di una più adeguata tutela dei risparmiatori<sup>31</sup>.

In Irlanda la crisi derivante dai *non performing loans* venne affrontata<sup>32</sup> attraverso la istituzione della *Nationale Asset Management Agency* (NAMA), un’Agenzia assoggettata al controllo del Ministero del Tesoro ed avente, tra le altre funzioni ad essa attribuite, anche quella di *bad bank* deputata alla gestione dei crediti deteriorati.

Quanto, invece, alla Spagna si segnala come a seguito del vertiginoso tracollo del mercato immobiliare che colpì il continente con gravi riflessi sull’economia del Paese, venne costituito il *Fondo de Resolution ordenada Bancaria* (FROB) per ricapitalizzare le Banche e per la gestione dei fondi deteriorati presenti nei loro bilanci. Ebbene, mettendo in luce gli elementi di virtuosità di siffatte esperienze, è possibile individuare un elemento che imprescindibilmente ricorre nei sistemi di utilizzo, vigilanza e regolamentazione del mercato dei crediti deteriorati, consistente nella creazione di appositi meccanismi di mercato secondari ove poter impiegare in maniera differenziata ed efficiente i crediti medesimi, tenuto conto dell’elevato grado di peculiarità (e rischio) che li connota rispetto ai crediti ordinari.

Tanto che secondo un recente studio dell’Osservatorio *Private Equity* e Finanza per la Crescita di SDA Bocconi<sup>33</sup> è emerso che su ben 83 Fondi d’Investimento intervistati, un terzo degli stessi ha mostrato aperture ad operare nel mercato dei *non performing loans* con conseguente disponibilità ad acquistare il debito bancario e ad iniettare nuova finanza nell’azienda in crisi.

Come pure molteplici Istituti bancari hanno confermato di aver precedentemente eseguito operazioni di cessione di crediti deteriorati, ed anch’essi si sono manifestamente dichiarati disponibili ad effettuare operazioni nel mercato *NPL corporate*.

---

<sup>30</sup> Alla quale vennero poi effettivamente rimborsati, cfr. ult. op. cit. pag. 774-75.

<sup>31</sup> Cfr. F. Vella, op. ult. cit., pag. 75.

<sup>32</sup> *Ibidem*, pag. 77.

<sup>33</sup> Cfr. Atti del Convegno di studi del 3 luglio 2019, consultabile su: <https://www.sdabocconi.it/it/faculty-ricerche/lab-e-centri-di-ricerca/performance-lab/osservatori/private-equity-e-finanza-per-la-crescita>.



---

## 5. Il principio statunitense della *business judgment rule*

La centralità dei NPL rispetto al sistema finanziario globale si è registrata anche a livello giurisprudenziale, laddove l'influenza derivante da esperienze estere si è tradotta nell'effettivo recepimento di principi primari quale, ad es., la *Business judgment rule* di matrice Statunitense.<sup>34</sup> *In subiecta materia* inizia, infatti, a consolidarsi l'indirizzo dei Giudici di merito e di legittimità quanto all'insindacabilità delle scelte gestorie degli organi societari, *sub specie* di valutazione in sede assembleare dei *non performing loans*<sup>35</sup>.

In termini, viene in rilievo la recente sentenza n. 3218 del 17 dicembre 2018, con cui il Tribunale di Bologna, Sezione Imprese, ha rigettato la domanda risarcitoria promossa da tredici azionisti di una Banca che avevano denunciato l'illegittimo *agere* della *governance* societaria per l'aumento di capitale destinato al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e dove viene, più nel dettaglio, affrontata per la prima volta in Italia la tematica dei crediti deteriorati di una banca in relazione al principio del *business judgement rule*.

*In brevis*, la pronuncia trae origine da un procedimento promosso da parte di alcuni azionisti nei confronti degli amministratori di un Istituto creditizio, avente ad oggetto la domanda di risarcimento danni in conseguenza di due deliberazioni assembleari. La prima delibera, assunta in sede ordinaria, concerne l'approvazione del bilancio di esercizio la quale aveva contemplato rettifiche del valore dei crediti ritenute eccessive ed ingiustificate perché fortemente svalutative dell'avviamento della Banca; la seconda, invece, deliberata in sede straordinaria, riguarda l'aumento del capitale sociale con integrale sottoscrizione da parte dello Schema volontario del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, che diveniva socio quasi totalitario della banca. Dette deliberazioni venivano, quindi, assoggettate al vaglio del Tribunale per aver determinato, sempre secondo i soci, grave pregiudizio in forza della denunciata per-

---

<sup>34</sup> Cfr. S. Alvaro, E. Cappariello, V. Gentile, E.R. Iannaccone, G. Mollo, S. Nocella, M. Ventoruzzo; con prefazione a cura di P. Marchetti, Quaderni giuridici, Fascicolo 11, novembre 2016, *Business judgement rulee mercati finanziari Efficienza economica e tutela degli investitori*. In tale sede si legge: "Le origini della *business judgement rule*, quale vero e proprio principio giurisprudenziale americano, viene generalmente ricondotta ad una decisione del 1829 della Corte Suprema della Luisiana [*Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68 (La. 1829), a p. 77 e 78] nella quale la Corte affermò che "The occurrence of difficulties... Which offer only a choice of measures, the adoption of a course from which loss ensues cannot make the [director] responsible, if the error was one into which a prudent man might have fallen. The contrary doctrine seems to us to suppose the possession, and require the exercise of perfect wisdom in fallible beings. No man would undertake to render a service to another on such severe conditions ... The test of responsibility, therefore, should be, not the certainty of wisdom in others, but the possession of ordinary knowledge; and by showing that the error of the [director] is of so gross a kind that a man of common sense, and ordinary attention, would not have fallen into it".

<sup>35</sup> Cfr. Cordopatri, "La *business judgement rule* in Italia e il privilegio amministrativo: recenti correttivi negli USA e in Europa", in Giur. Comm., 2010, I, 129 ss.

---

dita di valore delle proprie azioni in sede di rettifica al valore dei crediti deteriorati. Il Tribunale ha disatteso dette censure ritenendo che tali operazioni di rettifica sui crediti deteriorati sono state determinate sulla base di criteri valutazioni di *governance* che attengono alla “discrezionalità gestoria”, la quale esula dal controllo di legalità demandato al giudice adito secondo il noto principio della *business judgement rule*<sup>36</sup>.

Detto indirizzo, sicuramente innovativo per ciò che attiene ai *non performing loans*, si pone in linea di continuità con quanto già affermato dalla Suprema Corte di Cassazione che, con sentenza della Cassazione Civile, Sez. I, 4 luglio 2018, n. 17494, ha *ex professo* ricordato come in tema di responsabilità degli amministratori il principio *business judgement rule* non consente al giudice di sindacare<sup>37</sup> il merito delle scelte gestorie<sup>38</sup> anche in quanto caratterizzate da una rilevante alea economica.

## 6. Conclusioni: Covid-19 e misure normative straordinarie

Venendo ad alcune considerazioni conclusive si deve constatare il costante intervento del legislatore interno e comunitario volto a favorire il miglioramento del portafoglio degli attivi patrimoniali delle banche, quale traguardo da raggiungere per il rafforzamento del sistema bancario e finanziario globale.

In tal senso si annoverano, come enunciato nelle premesse, la legge 21 giugno 2017, n. 96 che ha convertito in legge, con modificazioni, il decreto legge 24 aprile 2017, n. 50<sup>39</sup>, per la cartolarizzazione dei di crediti, per l'appunto, qualificati come deteriorati, da parte di banche ed intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'articolo 106 del Testo Unico Bancario aventi sede in Italia, nonché la legislazione sulla c.d. GACS (Fondo di Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze) quale garanzia concessa dallo Stato *in subiecta materia*.

Nei termini sopra detti, anche il nuovo Regolamento UE 630/2019 si ascrive nell'ambito degli strumenti rimediali finalizzati a contrastare il fenomeno degli NPL, come pure la proposta di Direttiva citata.

Non da ultimo, assume particolare interesse la Relazione di fine maggio 2019 del

---

<sup>36</sup> Cfr. Alvaro, Cappariello, Gentile, Iannaccone, Mollo, Nocella, Ventrizzo, *Business judgement rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, in Quaderni giuridici Consob, 11/2016, p. 7.

<sup>37</sup> Cfr. Montalenti, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in Rivista delle società, 2013, 52 ss.

<sup>38</sup> Cfr. Daccò, “Il sindacato del giudice nei confronti degli atti gestori degli amministratori”, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, 183 ss.; Tina, “Insindacabilità nel merito delle scelte gestionali degli amministratori e rinuncia all'azione sociale di responsabilità”, in *Giur. Comm.*, 2001, II.

<sup>39</sup> In specie, come noto, contenente disposizioni urgenti in materia finanziaria, che ha modificato la legge n.130 del 30 aprile 1999 sulla cartolarizzazione (“Legge 130”), inserendo il nuovo articolo 7.1.

---

Governatore della Banca d'Italia dove viene messo in luce, sul punto, il netto miglioramento dei NPL, il quale potrebbe essere ulteriormente favorito attraverso l'attuazione del Piano nazionale delle riforme, allegato al Documento di economia e finanza 2019<sup>40</sup>, nell'ambito del quale viene prefigurato un programma per lo smaltimento dei *non performing loans*, perseguibile anche attraverso l'intervento di Sga (Società gestione di attività), costituita come *bad bank* del Banco di Napoli di cui è all'oggi Socio unico il Ministero dell'Economia e delle Finanze<sup>41</sup> (ovvero di una nuova realtà societaria che potrebbe sorgere a tale scopo).<sup>42</sup>

Moniti non troppo fantasiosi, in tal senso, si rinvengono nel ruolo assunto dall'ormai Società Amco, ex Sga, la quale si ripropone di gestire i crediti *Utp* (*Unlikely-to-pay*, acronimo che riecheggia la precedente accezione degli originari "*crediti incagliati*"), che gli Istituti creditizi decidano di cedere<sup>43</sup>, come pure analoghi intenti sembrano profilarsi in UniCredit<sup>44</sup>, essendo di questi giorni la notizia circa la decisione dell'Istituto bancario di procedere alla cartolarizzazione di un pacchetto di sofferenze con garanzie statali.

Si segnala, infatti, l'avvio delle trattative del Tesoro con l'Europa sulla questione dello "sblocco" delle masse sofferenti della Banca MPS, al fine di ricollocarla sul mercato delle operazioni societarie.

Si sta da molto parlando di una possibile integrazione tra UBI Banca e Banco BPM, pur tuttavia, dovendosi prima chiarire quello che sarà il futuro di Banca MPS, tenuto conto del primario nodo da risolvere circa la riduzione della mole dei crediti deteriorati.

Invero, detta questione è stata affrontata dal Ministero del Tesoro che, come detto, in quanto principale azionista di Banca MPS<sup>45</sup>, ha proposto all'Unione europea la scissione di un ammontare di crediti deteriorati compreso tra i 10 ed i 14 miliardi a favore della ex SG, ovvero sia AMCO; la proposta del MEF è stata ufficializzata ed ora

---

<sup>40</sup> Cfr. R. Lungarella, F. Vella, Crediti deteriorati: così la bad bank diventa buona, La voce.info, 11 giugno 2019, consultabile su: <https://www.lavoce.info/archives/59570/crediti-deteriorati-cosi-la-bad-bank-diventa-buona/>.

<sup>41</sup> Nei mesi scorsi lo stesso ministero sembra aver ipotizzato la possibilità di utilizzarla.

<sup>42</sup> Cfr. Luca Davi, Carlo Festa, Un maxi veicolo targato Sga per i crediti semi-deteriorati, IlSole24 Finanza, 26 gennaio 2019, consultabile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/un-maxi-veicolo-targato-sga-i-crediti-semi-deteriorati--AEIYt8LH>.

<sup>43</sup> Cfr. Alessandro Graziani, Il Sole24Ore, *Marina Natale: «Amco, ex Sga, punta a crescere sul mercato Utp». La società pubblica cambia nome e mission: proprietà statale, focus sul mercato degli Unlikely-to-pay, i vecchi crediti incagliati. «Lavoriamo con tutti e siamo sul mercato in concorrenza con i vari fondi privati», consultabile su <https://www.ilsole24ore.com/art/marina-natale-amco-ex-sga-punta-crescere-mercato-utp-AC4sQAI>.*

<sup>44</sup> Cfr. Carlo Festa, UniCredit muove sulle sofferenze. Dossier da 5 miliardi con doValue. Cartolarizzazione di deteriorati con l'utilizzo della garanzia statale. La ex doBank agirebbe con un contratto di servicer sul portafoglio, 28 settembre 2019, ; cfr. <https://www.ilsole24ore.com/art/unicredit-muove-sofferenze-dossier-5-miliardi-dovalue-ACRqUYn>.

<sup>45</sup> Cfr. Luca Davi Marco Ferrando, Amco, i piani dopo Bari e Mps: altri 5 miliardi di Npl in 5 anni, Il Sole24Ore, Finanza *Business*, 13 agosto 2020, consultabile su: [https://www.ilsole24ore.com/art/amco-piani-bari-e-mps-altri-15-miliardi-npl-5-anni-ADWoN9i?refresh\\_ce=1](https://www.ilsole24ore.com/art/amco-piani-bari-e-mps-altri-15-miliardi-npl-5-anni-ADWoN9i?refresh_ce=1).

---

risulta sottoposta al vaglio della Direzione della Concorrenza dell'Unione europea, tenuta a pronunciarsi sul punto con l'adozione di un'autorizzazione dell'operazione, ovvero con il diniego della stessa, in quest'ultimo caso ritenendo che trattasi di un'ipotesi di aiuti di Stato, quindi vietata ai sensi della normativa europea in materia di concorrenza.

Resta inteso che le sorti della vicenda avranno senz'altro un impattante ripercussione circa l'utilizzo e l'avvio di procedure concordate con l'Unione in tema di scissioni di posizioni in sofferenza e, dunque, di dismissione dei crediti deteriorati delle banche, in particolar modo per ciò che attiene la conseguente rivalutazione e "risanamento" degli enti creditizi stessi.

Allo stato attuale ancora non appare possibile prefigurare gli esiti che le riforme intervenute in materia avranno sul mercato bancario e finanziario, sebbene all'oggi non possano sottacersi le difficoltà, già a suo tempo propugnate dalla migliore dottrina<sup>46</sup>, correlate alla attuazione di una riforma globale dei NPL nell'ambito di forti disarmonie fra le singole legislazioni, anche di controllo, dettate dai singoli Stati, basti considerare alla scarsa armonizzazione delle tecniche regolamentari di "gestione delle criticità" anglosassoni rispetto all'apparato europeo.<sup>47</sup>

Per di più, se lo scenario dei NPL tende ad orientarsi verso meccanismi deflattivi dei crediti deteriorati attraverso mercati ad essi riservati, occorrerà *de iure condendo* prefigurare degli strumenti che lo rendano appetibile agli investitori<sup>48</sup>, onde ovviare a scetticismi di massa che possano comprimerne le potenzialità, invece, sicuramente sussistenti come sperimentato anche dalle esperienze oltre confine. Auspicando, pur tuttavia, sin d'ora che il ruolo delle Autorità di vigilanza possa scongiurare che gli strumenti di dismissione dei crediti deteriorati non si risolvano in una surrettizia modalità di "socializzazione" del fenomeno bancario, volto a salvaguardare realtà creditizie in aperto *default*.

Anche i propugnati principi sanciti a margine della recente statuizione resa dal Tribunale di Bologna - che appare garantire in concreto l'autonomia gestionale della società, interpretando il diritto positivo secondo stringenti paradigmi procedurali nell'ottica di perimetrare i limiti al sindacato del Giudice sull'operato degli Amministratori, alla luce del principio *business judgement rule* - potrebbero tornare *de iure condendo* al centro del dibattito dei NPL alla luce del nuovo d.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019 (c.d riforma Rordorf) a seguito del quale, come noto, è stato coniato il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, in cui assolve un ruolo primario la tematica afferente agli obblighi e alle responsabilità degli amministratori e, più in generale, la responsabilità dell'organo di gestione.

---

<sup>46</sup> Cfr. Capriglione, *Crisi a confronto (1929 - 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009, 127.

<sup>47</sup> Cfr. Miglionico, *op. cit.* pag. 176.

<sup>48</sup> In un'ottica *pro futuro* si profila necessario assicurare ancora maggiore attrattiva a tale delicato settore del credito quale obiettivo primario da perseguire, postulando *ab initio* sistemi di garanzie sui crediti deteriorati che diano risposte effettive a quell'esigenza di certezza che, anche in sede di recupero, è stata più volte evidenziata.

---

L'analisi sistematica appena illustrata, pur nella parzialità che la caratterizza, non può dirsi esaurita se non a seguito del richiamo alle vicende economiche e finanziarie che si sono generate a seguito del fenomeno pandemico da SARS-CoV-2, acronimo di *Severe Acute Respiratory Syndrome*, meglio conosciuto come Coronavirus. Si profilano, in particolare, degni di nota i vari provvedimenti che il Governo ha adottato al fine di garantire la stabilità finanziaria del Paese, avvalendosi di poliedrici strumenti volti ad assicurare la necessaria liquidità per la ripresa economica complessivamente considerata; in tale quadro sono stati, altresì, assunti specifici interventi in tema di Npl<sup>49</sup> (D.L. 17 marzo 2020, n. 18, c.d. Cura Italia), a cui sono susseguiti rilevanti indirizzi della Banca d'Italia *in subiecta materia* volti a regolamentare *pro futuro* l'utilizzo e la gestione degli stessi crediti in sofferenza<sup>50</sup>.

Più in generale, in conseguenza della crisi sanitaria che si è registrata nei primi mesi del 2020 le varie istituzioni europee hanno dato impulso ad una dialettica politica ed istituzionale, poi, culminata nella adozione di un innovativo piano, c.d. *Next Generation Ue*, il quale contempla, a fronte di un piano di riforme e investimenti che il Governo dovrà presentare entro metà ottobre, l'intervento della UE nell'economia attraverso sussidi diretti ai singoli Stati, nonché la istituzione di un Fondo, *Recovery Fund*, *rectius* Fondo di Recupero, che avviene attraverso una raccolta di liquidità da parte dell'Europa con l'emissione di particolari *Recovery Bond*.

Il carattere emergenziale ha raffigurato un elemento intimamente connesso alla legislazione nazionale ed europea, da cui è conseguita una considerevole mole di provvedimenti orientati a disciplinare le prerogative dei soggetti istituzionali nell'ambito della ripresa dalla crisi sanitaria ed economica globale, con tutte le criticità di collegamento che ne derivano.

Il minimo comun denominatore, in tale scenario, è dunque da rinvenirsi nell'auspicata coesione non solo economica, ma anche di quelle finalità istituzionali che nel breve e nel lungo periodo dovrebbero esser condivise in special modo dagli Stati dell'Unione europea, abdicando a qualsivoglia contrapposizione tra di essi sui delicati temi in oggetto.

In relazione alle scelte adottate dall'Unione europea al fine di fronteggiare le difficoltà scaturenti dalla pandemia, occorre richiamare il regolamento (UE) 2020/460 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 marzo 2020, che modifica i regolamenti (UE) n. 1301/2013, (UE) n. 1303/2013 e (UE) n. 508/2014, con il quale è stato consentito l'immediato utilizzo di fondi da parte degli Stati europei da destinarsi agli interventi di carattere sanitario, oltre a quelli economici a sostegno della liquidità del sistema produttivo e dei lavoratori. Il tutto secondo una logica flessibile di trasferimento delle risorse messe in campo, ovvero senza dover previamente ottenere

---

<sup>49</sup> L'articolo 55 del D.L. 17 marzo 2020, n. 18 (Decreto Cura Italia) contempla una nuova figura di "monetizzazione" delle attività per imposte anticipate ("DTA").

<sup>50</sup> Approfondimento della Banca d'Italia sull'attività di gestione e recupero di crediti deteriorati - Nota illustrativa, Cfr. Comunicazione della Banca d'Italia del 3 marzo 2020, consultabile su: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/02.03.2020-npls/index.html>.

---

una decisione di approvazione da parte della Commissione europea per l'impiego di esse tra le differenti tipologie di intervento.

In linea con gli anzidetti provvedimenti si pone anche il regolamento (UE) 2020/558 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 aprile 2020, che modifica i regolamenti (UE) n. 1301/2013 e (UE) n. 1303/2013 per quanto riguarda le misure specifiche volte a fornire maggiore flessibilità nell'ambito dell'impiego dei fondi strutturali e di investimento europei.

Con tali modifiche, in particolare, si è proceduto ad eliminare ulteriormente vincoli all'utilizzo delle risorse europee, mediante la possibilità riconosciuta agli Stati membri di richiedere l'applicazione di "un tasso di cofinanziamento del 100% alle spese dichiarate nelle domande di pagamento nel periodo contabile che decorre dal 1 luglio 2020 fino al 30 giugno 2021 per uno o più assi prioritari di un programma sostenuto dal FESR, dal FSE o dal Fondo di coesione", secondo quanto previsto dall'art. 2 del regolamento (UE) 2020/558 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 aprile 2020.

Nel solco di tali interventi si inserisce anche la Comunicazione della Commissione "*TF-Temporary Framework*", adottata il 19 marzo 2020, quale previsione normativa che ha ampliato l'applicabilità dello strumento degli aiuti di Stato anche oltre i tradizionali limiti previsti dalla normativa europea del settore, nel dichiarato fine di offrire alle imprese ulteriori forme di investimento necessarie nella fase di ripresa dalla crisi pandemica.

A tal punto occorre precisare che il Quadro Temporaneo di aiuti si fonda sull'art. 107 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) ove, al paragrafo 2, lettera b) sono considerati compatibili con il mercato interno gli aiuti pubblici destinati ad ovviare ai danni arrecati dalle calamità naturali oppure da altri eventi eccezionali, non dovendo essi sottostare alla previa approvazione della Commissione UE.

Al paragrafo 3, lettera b) dell'articolo in commento, è sancito che possono qualificarsi come compatibili con il mercato interno gli aiuti destinati a porre rimedio ad un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro. In tal caso, però, è espressamente richiesta una previa approvazione da parte della Commissione circa l'effettiva sussistenza delle finalità richieste, nonché l'adeguatezza e proporzionalità della misura invocata.

Nel delineato contesto, quindi, il nuovo quadro temporaneo non mira tanto a sostituire il tradizionale impianto normativo, quanto piuttosto ad integrare gli strumenti di intervento pubblico, sulla base delle norme vigenti sugli aiuti di Stato, con ulteriori strumenti flessibili.

Ancora più nel dettaglio, con la Comunicazione "Risposta economica coordinata all'emergenza COVID-19 del 13 marzo 2020" l'Istituzione europea *de qua* ha enucleato le modalità con le quali gli Stati possono richiedere l'attivazione delle misure finalizzate alla lotta all'attuale crisi in maniera più snella e veloce, in quanto è stato eliminato l'ordinario coinvolgimento della Commissione stessa. Tra le misure destinate alle imprese in difficoltà figurano, a titolo esemplificativo, da un lato, la sospensione del pagamento delle imposte sulle società, la sospensione dell'IVA e



---

quella dei contributi previdenziali; dall'altro lato, sono state previste anche misure integranti forme di sostegno finanziario in favore dei consumatori per gli eventuali servizi cancellati a causa delle difficoltà o impossibilità di eseguire le prestazioni oggetto del contratto.

Invece, con la Comunicazione del 19 marzo 2020, la Commissione ha indicato le misure temporanee di Stato considerate compatibili con la normativa europea, di cui all'art. 107, paragrafo 3, lettera b) TFUE, essendo atte ad intervenire in una situazione di grave turbamento dell'economia nazionale. In tal caso, tuttavia, è previsto che le misure in questione, a seguito della notifica alla Commissione europea, possano esser approvate dagli Stati membri.

Ci si riferisce, in particolare, alle misure che offrono alle imprese in difficoltà liquidità ovvero un più agevole accesso a forme di finanziamento, da notificarsi previamente alla Commissione. A tal fine, gli Stati hanno la possibilità di concedere, sino al valore nominale di 800 mila euro per impresa, prestiti a tasso zero, capitale ovvero garanzie che coprono il 100% del rischio.

La Comunicazione del 3 aprile, poi, rappresenta un vero e proprio ampliamento delle tipologie di aiuti di Stato ammissibili, come evincibile da quelle a sostegno delle attività di ricerca in ambito sanitario nella lotta alla diffusione delle epidemie, nonché da quelle misure di sostegno mediante il differimento del pagamento delle imposte o di sospensione del versamento dei contributi previdenziali.

Come anticipato, il *Temporary Framework* è stato ulteriormente modificato dal contenuto della Comunicazione dell'8 maggio 2020, la quale prevede la possibilità di effettuare interventi pubblici consistenti negli aiuti alla ricapitalizzazione delle società non finanziarie al fine di sostenere, in modo ampio, la ripresa economica dell'Unione europea nel suo complesso, dato il carattere interdipendente delle realtà proprie di ogni singolo Stato membro.

La Commissione europea, inoltre, il 12 giugno 2020 ha inviato una proposta agli Stati al fine di estendere l'operatività del *Temporary Framework* anche alle ipotesi di sostegno pubblico a piccole e medie imprese, quand'anche le difficoltà finanziarie delle stesse fossero note sin dalla data del 31 dicembre 2019. A tal proposito, quindi, l'Istituzione in data 29 giugno 2020 ha adottato la modifica citata, con la Comunicazione C(2020) 4509, che ha consentito di ufficializzare l'applicabilità della disciplina in esame nei termini sopra descritti a quelle imprese di piccole dimensioni. Esse, in particolare, sono state individuate in base ad un criterio relativo al fatturato annuo (inferiore a 10 milioni di euro), nonché da quello relativo al numero dei dipendenti, il quale deve risultare inferiore alle 50 unità.

Per quanto attiene alle decisioni adottate dalla Commissione europea sugli aiuti di Stato concessi all'Italia, viene in rilievo anzitutto quella del 21 maggio 2020 che chiarisce la cornice normativa entro la quale le Regioni, le Province autonome, gli altri enti territoriali e le Camere di commercio, in linea con i limiti di indebitamento previsti dall'ordinamento contabile, hanno la facoltà di adottare regimi di aiuti alle imprese secondo i massimali e le modalità definiti dal Quadro europeo, di cui agli artt. 54-62 del D.L. n. 34/2020 sino al 31 dicembre 2020.

---

Quanto alle tipologie di aiuti di Stato ritenuti ammissibili dal *Temporary Framework*, vi sono quelli di importo sino agli 800 mila euro per impresa quali, a titolo meramente esemplificativo, le forme di agevolazioni fiscali, sovvenzioni dirette, garanzie o prestiti. Ai fini dell'applicabilità di tale strumento, però, la nozione di impresa beneficiaria non contempla quelle che versavano in difficoltà finanziaria già al 31 dicembre 2019, ai sensi dell'art. 2, punto 18) del GBER.

Sono, altresì, previsti gli aiuti sotto forma di garanzie statali sui prestiti, finalizzati principalmente a consentire un accesso agevolato alla liquidità sia alle piccole e medie imprese, sia a quelle di grandi dimensioni.

Ed ancora, sono ulteriormente enucleati strumenti come la concessione di tassi di interesse agevolati per i prestiti pubblici, ove i relativi contratti debbono esser sottoscritti entro la data del 31 dicembre 2020.

A seguito dell'approvazione della Commissione europea, risultano attualmente in vigore, tra gli altri, le previsioni del Governo italiano sul regime di aiuto di cui all'art. 13 del DL n. 23/2020 ("Liquidità") che potenzia l'intervento in garanzia del Fondo di garanzia PMI a sostegno dei lavoratori autonomi e delle imprese con un massimo di 499 dipendenti interessate dalla pandemia e che, nell'ambito delle sezioni speciali del Fondo, prevede l'utilizzo aggiuntivo di risorse FESR anche da parte di Amministrazioni diverse dal MiSe stesso.

Come noto, il dibattito politico ed economico si è incentrato soprattutto su di un particolare strumento finanziario finalizzato alla ripresa economica, denominato "Recovery Fund". Con esso si è tentato di individuare una modalità di finanziamento, per così dire, ibrida, attraverso la quale offrire agli Stati, da un lato, una parte di prestiti a fondo perduto, dall'altro lato, invece, finanziamenti secondo i tassi di interesse così come previsti dalle regole europee.

Con l'espressione Recovery Fund, dunque, si fa riferimento ad un fondo da istituirsi al fine di mettere a disposizione un bacino finanziario importante per gli Stati nel periodo della ripresa economica, il cui finanziamento potrebbe discendere dalla emissione dei Recovery Bond e dal relativo introito di liquidità nelle finanze dell'Unione europea.

Il tutto in modo da individuare un giusto temperamento tra l'esigenza di evitare qualsivoglia forma di mutualizzazione dei debiti pregressi degli Stati e quella di garantire l'accesso ai finanziamenti secondo forme pur sempre agevolate o parzialmente a fondo perduto.

Nonostante le difficoltà incontrate dagli Stati circa le caratteristiche e la struttura da imprimere al Recovery Fund, all'esito del Consiglio europeo tenutosi a partire dal 17 luglio 2020 essi hanno condiviso la volontà di dare attuazione alla misura in esame. Tali esiti, peraltro, risultano in larga parte confermati anche dal Parlamento europeo che si è riunito nella seduta plenaria straordinaria del 23 luglio del medesimo anno. In tale occasione, in estrema sintesi, è stato con risoluzione confermato l'accordo raggiunto in sede di Consiglio europeo straordinario, riguardante l'intercorso accordo sul Recovery Fund e sul quadro finanziario pluriennale europeo relativo agli anni 2021-2027, ferme restando le doverose ed ulteriori variazioni da apportare al fine di

---

garantire la stabilità dei bilanci dell'Unione europea stessa.

La crisi pandemica ha posto in luce i limiti connaturati a politiche eccessivamente legate a regole finanziarie ispirate a paradigmi di austerità e le cui frontiere "mobili" ne hanno descritto la inadeguatezza a far fronte a fenomeni straordinari ed imprevedibili, come quello da Sar-CoV-2.

*De iure condendo*, occorrerebbe ripensare ai modelli di finanziamento *tout court* considerati, *sub specie*, di finanziamento degli enti pubblici, traguardandone lo sviluppo verso innovativi strumenti che abbandonando il crisma della "tipicità" (atipicità, da intendersi anche sotto il profilo delle garanzie), si orientino a salvaguardare le finalità perseguite, attraverso un sistema di vigilanza e di controlli che seppur deburocratizzato, sia in concreto idoneo a vagliare sul piano genetico la adeguatezza, anche sotto il profilo economico e finanziario, degli strumenti *de quibus* in favore degli Enti territoriali.

Conclusivamente, devesi richiamare - sempre in tema di crediti deteriorati - il c.d. Decreto Cura Italia, D.L. 17 marzo 2020, n. 18, nonché la recente comunicazione della Banca d'Italia del marzo scorso<sup>51</sup>.

*In brevis*, ai sensi dell'art. 50 del Decreto-Legge da ultimo citato (D.L. 17 marzo 2020, n. 18, c.d. Cura Italia - che ha ridisegnato integralmente l'art. 44-bis del Decreto-Legge 30 aprile 2019, n. 34, c.d. Decreto Crescita) - è previsto che qualora una società cede a titolo oneroso, entro il 31/12/2020, crediti pecuniari vantati nei confronti di debitori inadempienti (da intendersi come tali i Npl non adempiti nonostante il decorso di 90 giorni dalla scadenza), la stessa è legittimata a trasformare in credito di imposta le attività per imposte anticipate. In particolare, rientrano in tale categoria: (a) le perdite fiscali non ancora computate in diminuzione del reddito imponibile alla data della cessione; (b) l'importo del reddito nozionale eccedente il reddito complessivo netto non ancora dedotto né fruito tramite credito di imposta alla data della cessione.<sup>52</sup> Tali elementi possono essere considerati per un ammontare massimo non eccedente il 20% del valore nominale dei crediti ceduti, i quali possono essere considerati per un valore nominale massimo di 2 miliardi di euro.<sup>53</sup> Detto

---

<sup>51</sup> Cfr. Comunicazione della Banca d'Italia del 3 marzo 2020, consultabile su: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/02.03.2020-npls/index.html>.

<sup>52</sup> Cfr. Art. 19, D.L. 24 giugno 2014, n. 91, c.d. Decreto Crescita e Competitività, sul tema v. E. Ribacchi, Eccedenza ACE trasformabile in credito d'imposta, in *Corriere Tributario*, n. 31 del 2014.

<sup>53</sup> Cfr. art. 55, Decreto-Legge 17 marzo 2020, n. 18: "1. Qualora una società ceda a titolo oneroso, entro il 31 dicembre 2020, crediti pecuniari vantati nei confronti di debitori inadempienti a norma del comma 5, può trasformare in credito d'imposta le attività per imposte anticipate riferite ai seguenti componenti: perdite fiscali non ancora computate in diminuzione del reddito imponibile ai sensi dell'articolo 84 del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, alla data della cessione; importo del rendimento nozionale eccedente il reddito complessivo netto di cui all'articolo 1, comma 4, del decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214, non ancora dedotto né fruito tramite credito d'imposta alla data della cessione. Ai fini della determinazione delle perdite fiscali non si applicano i limiti di cui al secondo periodo del comma 1 dell'articolo 84 del predetto testo unico. Ai fini della trasformazione in credito d'imposta, i componenti di cui al presente comma possono essere considerati per un ammontare massimo non

---

meccanismo è condizionato all'esercizio, da parte della società cedente, dell'opzione di cui all'articolo 11, comma 1, del decreto-legge 3 maggio 2016, n. 59 (convertito, con modificazioni, dalla legge 30 giugno 2016, n. 119).<sup>54</sup>

Di pari passo all'*interpositio legislatoris* è intervenuta la Banca d'Italia la quale con la comunicazione dello scorso 3 marzo 2020 ha enucleato taluni principi generali in tema di gestione dei Npl.

Ad avviso dell'organo di vigilanza, occorre perseguire taluni primari obiettivi. Tra

---

*eccedente il 20% del valore nominale dei crediti ceduti. Ai fini del presente articolo, i crediti ceduti possono essere considerati per un valore nominale massimo pari a 2 miliardi di euro, determinato tenendo conto di tutte le cessioni effettuate entro il 31 dicembre 2020 dalle società tra loro legate da rapporti di controllo ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e dalle società controllate, anche indirettamente, dallo stesso soggetto. Le attività per imposte anticipate riferibili ai componenti sopra indicati possono essere trasformate in credito d'imposta anche se non iscritte in bilancio. La trasformazione in credito d'imposta avviene alla data di efficacia della cessione dei crediti. A decorrere dalla data di efficacia della cessione dei crediti, per il cedente: a) non sono computabili in diminuzione dei redditi imponibili le perdite di cui all'articolo 84 del testo unico delle imposte sui redditi, relative alle attività per imposte anticipate complessivamente trasformabili in credito d'imposta ai sensi del presente articolo; b) non sono deducibili né fruibili tramite credito d'imposta le eccedenze del rendimento nozionale rispetto al reddito complessivo di cui all'articolo 1, comma 4, del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214, relative alle attività per imposte anticipate complessivamente trasformabili in credito d'imposta ai sensi del presente articolo. 2. I crediti d'imposta derivanti dalla trasformazione non sono produttivi di interessi. Essi possono essere utilizzati, senza limiti di importo, in compensazione ai sensi dell'articolo 17 del decreto legislativo 9 luglio 1997, n. 241, ovvero possono essere ceduti secondo quanto previsto dall'articolo 43-bis o dall'articolo 43-ter del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 602, ovvero possono essere chiesti a rimborso. I crediti d'imposta vanno indicati nella dichiarazione dei redditi e non concorrono alla formazione del reddito di impresa né della base imponibile dell'imposta regionale sulle attività produttive. 3. La trasformazione delle attività per imposte anticipate in crediti d'imposta è condizionata all'esercizio, da parte della società cedente, dell'opzione di cui all'articolo 11, comma 1, del decreto-legge 3 maggio 2016, n. 59, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 giugno 2016, n. 119. L'opzione, se non già esercitata, deve essere esercitata entro la chiusura dell'esercizio in corso alla data in cui ha effetto la cessione dei crediti; l'opzione ha efficacia a partire dall'esercizio successivo a quello in cui ha effetto la cessione. Ai fini dell'applicazione del citato articolo 11 del decreto-legge n. 59 del 2016, convertito, con modificazioni, dalla legge n. 119 del 2016, nell'ammontare delle attività per imposte anticipate sono comprese anche le attività per imposte anticipate trasformabili in crediti d'imposta ai sensi del presente articolo nonché i crediti d'imposta derivanti dalla trasformazione delle predette attività per imposte anticipate. 4. Il presente articolo non si applica a società per le quali sia stato accertato lo stato di dissesto o il rischio di dissesto ai sensi dell'articolo 17 del decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180, ovvero lo stato di insolvenza ai sensi dell'articolo 5 del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, o dell'articolo 2, comma 1, lettera b), del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, di cui al decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14. 5. Per gli effetti del presente articolo, si ha inadempimento quando il mancato pagamento si protrae per oltre novanta giorni dalla data in cui era dovuto. 6. Le disposizioni del presente articolo non si applicano alle cessioni di crediti tra società che sono tra loro legate da rapporti di controllo ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e alle società controllate, anche indirettamente, dallo stesso soggetto.*

<sup>54</sup> Di tale agevolazione non possono avvalersi le società per le quali sia stato accertato lo stato di dissesto o il rischio di dissesto ai sensi dell'art. 17 del decreto legislativo n. 180/2015, ovvero lo stato di insolvenza previsto dall'art. 5 del regio decreto 16/03/1942 n. 267 o dall'articolo 2 comma 1 lettera b) del codice della crisi di impresa e dell'insolvenza di cui al decreto legislativo n. 14/2019. Altresi, sono esclusi dall'agevolazione le cessioni di credito tra società che sono tra loro legate da rapporti di controllo ai sensi dell'art. 2359 del c.c e le società controllate, anche indirettamente, dallo stesso soggetto.

---

questi ultimi si annoverano: (1) la necessaria acquisizione di un più adeguato livello di conoscenza degli operatori che si occupano dei Npl; (2) la stima della “*performance*” di recupero dei Npl da parte degli stessi operatori in relazione ai programmi contenuti nei *business plan* iniziali; (3) l’efficientamento degli strumenti di divulgazione del quadro informativo di riferimento; (4) la verifica del quadro normativo di riferimento e dell’efficacia dell’attività di vigilanza; (5) la adeguatezza degli elementi adottati dagli operatori per il contenimento dei potenziali rischi; (6) la garanzia di assicurare la parità di trattamento concorrenziale fra gli operatori di mercato.

Per il perseguimento di tali obiettivi, la medesima Banca d’Italia ha avviato una interlocuzione, non ispettiva, con gli intermediari interessati. L’istituto potrà, comunque, adottare iniziative di vigilanza ispettiva laddove necessario.

Tale attività di verifica si colloca nel solco del diffuso monito che sembrerebbe lasciar prefigurare un inasprimento dei tassi di deterioramento<sup>55</sup> tanto più a margine del non ancora concluso fenomeno dell’emergenza sanitaria da Covid-19.

---

<sup>55</sup> Cfr. Cerved Know, Effetto Covid sui prestiti alle imprese. Npl in rialzo fino al 2021. Calo previsto per il 2022, Luglio 2020, consultabile su <https://know.cerved.com/credito/npl-in-rialzo-nel-2020-21/>

# L'ART 55 DEL DECRETO LEGGE N. 18 DEL 2020 "CURA ITALIA" TRA VINCOLI EUROPEI E AUTONOMIA NAZIONALE

Mattia Midenà

**Abstract:** La difficile situazione causata dalla diffusione del COVID-19 anche in Italia ha comportato l'adozione di numerosi provvedimenti da parte del legislatore nazionale. L'art. 55 del D.L. n. 18/2020 (c.d. Decreto Cura Italia) prevede, tra l'altro, specifiche "*Misure di sostegno finanziario alle imprese*" e incentiva la cessione di crediti "deteriorati" attraverso la trasformazione di una quota delle attività per imposte anticipate (c.d. deferred tax assets - DTA) in credito d'imposta. Con il presente contributo si intende analizzare criticamente la disposizione in esame avendo cura di verificarne la compatibilità con la normativa in materia di aiuti di Stato e con la vigente disciplina domestica.

The Italian government adopted economic measures due to COVID-19 outbreak. Article 55 of Legislative Decree n. 18/2020 ("Cura Italia" Decree) provides financial support for companies and it incentivizes the transfer of non-performing loans: a fraction of deferred tax assets (DTA) becomes a tax credit. This paper critically analyses article 55 of Legislative Decree n. 18/2020 and its compatibility with EU State aid law and with Italian law.

**Parole chiave:** Decreto Cura Italia, aiuti di Stato, crediti deteriorati, cessione del credito, attività per imposte anticipate, DTA, credito d'imposta.

**Sommario:** 1. L'art. 55 del Decreto Cura Italia alla luce della disciplina europea in tema di aiuti di Stato – 2. Applicazione e principali limiti dell'art. 44-bis del D.L. n. 34/2019 come modificato dall'art. 55 del Decreto Cura Italia – 3. (segue) e le problematiche tributarie della norma – 4. Conclusioni.

## 1. L'art. 55 del Decreto Cura Italia alla luce della disciplina europea in tema di aiuti di Stato

In seguito alla crisi causata dalla diffusione del COVID-19 anche in Italia, uno dei provvedimenti con cui si è cercato di affrontare la situazione emergenziale è stato il Decreto Legge n. 18 del 17 marzo 2020 (c.d. Decreto Cura Italia, successivamente anche il Decreto), convertito con modificazioni dalla Legge n. 27 del 24 aprile 2020. In particolare, nel Titolo III del Decreto "*Misure a sostegno della liquidità attraverso*



---

*il sistema bancario*” è inserito l’art. 55 con rubrica “*Misure di sostegno finanziario alle imprese*”.

Al fine di individuare alcuni aspetti critici dell’art. 55 del D.L. n. 18/2020 è possibile suddividere l’esposizione essenzialmente in tre parti. Innanzitutto, sarà analizzato l’art. 55 del Decreto alla luce del contesto europeo (congiuntamente ad una sintetica disamina preliminare della norma), con particolare attenzione alla disciplina in materia di aiuti di Stato e agli orientamenti della Commissione europea. In secondo luogo, verranno esaminati alcuni profili di problematicità della disposizione in parola con particolare riferimento alla circostanza per la quale la sua applicazione concerne solo i *non performing loans* (e non anche, dunque, i cd. UTP, *unlikely to pay*). Successivamente si indagheranno le implicazioni tributarie, in particolare sull’utilizzabilità del credito d’imposta in relazione all’esercizio dell’opzione di cui all’art. 11 del D.L. n. 59/2016 e al limite “relativo” del 20% del valore nominale dei crediti ceduti. L’art. 55 del D.L. n. 18/2020, come convertito, rubricato “*Misure di sostegno finanziario alle imprese*”, sostituisce il testo dell’art. 44-bis del D.L. n. 34 del 30 aprile 2019, convertito con modificazioni dalla L. 22 giugno 2019 n. 58, modificando anche la rubrica da “*Incentivo fiscale per promuovere la crescita dell’Italia meridionale*” a “*Cessione di crediti*”.

La *ratio* della modifica dell’art. 44-bis del D.L. n. 34/2019 risiede, secondo l’indicazione espressa del legislatore - riportata nella relazione illustrativa del Decreto Cura Italia <sup>(1)</sup> - nell’intenzione di incentivare la cessione di crediti deteriorati che le imprese hanno accumulato negli ultimi anni, con l’obiettivo di sostenerle sotto il profilo della liquidità nel fronteggiare l’attuale contesto di incertezza economica. Infatti, secondo il legislatore, i crediti deteriorati oggetto dell’incentivo possono essere sia di natura commerciale sia di finanziamento. Pertanto, anche per ridurre gli oneri di cessione, la disposizione introduce la possibilità di trasformare in credito d’imposta una quota di attività per imposte anticipate (DTA) riferite a determinati componenti, per un ammontare proporzionale al valore dei crediti deteriorati che vengono ceduti a terzi. L’intervento consentirebbe alle imprese di anticipare l’utilizzo di tali importi come credito d’imposta di cui altrimenti avrebbero usufruito eventualmente solo in anni successivi e determinerebbe nell’immediato una diminuzione del carico fiscale. In tal modo, si ridurrebbe il fabbisogno di liquidità connesso con il versamento di imposte e contributi, aumentando così la disponibilità di cassa in un periodo di crisi economica e finanziaria connessa con l’emergenza sanitaria, e si rispetterebbe la coerenza complessiva del sistema fiscale poiché, a fronte di tale anticipazione, verrebbe meno il meccanismo ordinario di riporto in avanti dei componenti oggetto di trasformazione.

Al riguardo, la versione precedente dell’art. 44-bis del D.L. n. 34/2019, rubricata in precedenza “*Incentivo fiscale per promuovere la crescita dell’Italia meridionale*”,

---

<sup>1</sup> Una copia della relazione illustrativa al D.L. n. 18/2020 è disponibile su <https://www.giurisprudenza.penale.com/2020/03/18/decreto-cura-italia-un-primo-sguardo-alle-norme-di-procedura-penale-di-ordinamento-penitenziario-e-di-ordinamento-giudiziario/dl-cura-italia-relazione-illustrativa/>

---

aveva una portata più limitata anche se l'oggetto era comunque la cessione di crediti deteriorati.

Tuttavia, la versione precedente dell'art. 44-bis del D.L. n. 34/2019 aveva dato adito a dubbi in relazione alla sua compatibilità con la normativa europea in tema di aiuti di Stato. Infatti, il comma 7 dell'articolo citato prevedeva espressamente che l'efficacia della norma era subordinata alla preventiva comunicazione ovvero, se necessario, all'autorizzazione della Commissione europea. Tali dubbi non furono mai fugati in quanto, come risulta da un'interrogazione prioritaria alla Commissione, la norma non fu comunicata all'istituzione europea <sup>(2)</sup>.

Al riguardo, è necessario ricordare che la disciplina relativa agli aiuti di Stato - contenuta in primo luogo nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) agli articoli da 107 a 109 - ha come obiettivo la salvaguardia delle regole di concorrenza all'interno del mercato. A tal fine, il legislatore europeo mal tollera interferenze pubbliche al suo interno (le quali possono, per l'appunto, falsare la concorrenza) e, conseguentemente, previene comportamenti protezionistici da parte degli Stati membri (con effetti sulle imprese nazionali a scapito di quelle provenienti da altri Paesi dell'Unione), indirizzando così i percorsi di sviluppo economico ed industriale in linea con quelli dell'Unione <sup>(3)</sup>.

Al fine di analizzare la portata del disposto di cui all'art. 44-bis del D.L. n. 34/2019, come modificato dall'art. 55 del D.L. n. 18/2020, in relazione alla compatibilità delle misure ivi previste con la normativa in tema di aiuti di Stato, è opportuno preliminarmente soffermarsi: i) sulla definizione di aiuti di Stato come prevista dal TFUE ed interpretata dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea (CGUE, successivamente anche la Corte) e ii) sugli orientamenti della Commissione europea.

Per quanto concerne il primo aspetto, il disposto di cui all'art. 107, paragrafo 1, TFUE definisce gli aiuti di Stato come aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma che, favorendo talune imprese o talune produzioni, falsano o minacciano di falsare la concorrenza, nella misura in cui incidono sugli scambi tra gli Stati membri. Quindi, salvo le deroghe previste, la norma fissa una presunzione di incompatibilità degli aiuti di Stato con il diritto europeo.

Tuttavia, la nozione di aiuto di Stato fornita dal Trattato si presenta alquanto generica <sup>(4)</sup>, sicché l'interprete deve avvalersi degli orientamenti della giurisprudenza della Corte (e dei provvedimenti della Commissione europea) al fine di delineare un

---

<sup>2</sup> L'interrogazione parlamentare prioritaria alla Commissione europea con richiesta di risposta scritta (n. P-004407/2019 del 13.12.2019; On. Fitto; oggetto: "*Regime di aiuto aggregazione di società aventi sede nel Mezzogiorno d'Italia*") è reperibile su [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/P-9-2019-004407\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/P-9-2019-004407_IT.html). La risposta scritta del 20.2.2020 della Vicepresidente esecutiva Margrethe Vestager a nome della Commissione europea è reperibile su [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/P-9-2019-004407-ASW\\_IT.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/P-9-2019-004407-ASW_IT.html).

<sup>3</sup> In tal senso, si veda: G. M. ROBERTI, *Gli aiuti di Stato nel Diritto Comunitario*, Padova, 1997; A. PISAPIA, *Aiuti di Stato: profili sostanziali e rimedi giurisdizionali*, Padova, 2012; G. STROZZI, *Gli aiuti di Stato*, in Girolamo Strozzi (a cura di) *Diritto dell'Unione Europea - Parte Speciale*, Torino, 2015, p. 375.

<sup>4</sup> Così F. TESAURO, *Diritto dell'Unione Europea*, Padova, 2012, p. 812 s.

---

quadro più chiaro della materia <sup>(5)</sup>.

In via di sintesi, affinché una misura possa essere considerata come aiuto di Stato, la Corte di Giustizia <sup>(6)</sup> sostiene che l'intervento debba essere imputabile all'autorità pubblica e debba essere concesso direttamente o indirettamente mediante risorse statali. Inoltre, alla luce di quanto osservato dalla Corte, vanno distinti gli interventi di supporto pubblico sulla base degli *effetti*, piuttosto che delle *cause* o degli *obiettivi*. Di qui, la considerazione secondo cui configura un aiuto di Stato, vietato, una misura di sostegno che produca un vantaggio concorrenziale <sup>(7)</sup> a favore di una impresa o di una categoria di imprese (interessate dalla concorrenza intracomunitaria) la quale implichi costi a carico <sup>(8)</sup> del pubblico erario <sup>(9)</sup>.

In presenza di tali condizioni, la valutazione di compatibilità con il mercato comune spetta alla Commissione europea, come previsto dall'art. 108, paragrafo 3 TFUE. Sul punto, aspetto di specifica rilevanza si rinviene nella circostanza per la quale la Commissione gode di un ampio potere discrezionale in materia che le permette di compiere delicate valutazioni di carattere economico e sociale al fine di realizzare gli obiettivi di interesse generale o correggere i c.d. fallimenti del mercato (nel contesto dell'Unione Europea). Parimenti, la Commissione adotta specifici *orientamenti* che contengono i criteri in forza dei quali essa effettua le valutazioni di cui trattasi <sup>(10)</sup>. Come è noto, tali *orientamenti* hanno subito rilevanti variazioni nel corso del tempo. Ad esempio, nel settore bancario e durante l'ultima crisi finanziaria, come rilevato

---

<sup>5</sup> In base alla definizione dell'art. 107 paragrafo 1 TFUE bisognerebbe poi chiarire cosa si intenda per: la sussistenza di un'impresa, l'imputabilità della misura allo Stato, il finanziamento tramite risorse statali, il conferimento di un vantaggio, la selettività della misura e, infine, i suoi effetti sulla concorrenza e sugli scambi tra Stati membri.

<sup>6</sup> Al riguardo, in via di sintesi, Corte UE, 21 marzo 1990, causa C-142/87, Regno del Belgio/Commissione, c.d. Tubemeuse, Racc., I-959, punto 25; 16 maggio 2002, causa C-482/99, Repubblica Francese/Commissione (Stardust Marine), Racc., I-4397, punto 68; al riguardo si veda anche Corte UE, 21 marzo 1991, causa C-305/89, Italia/Commissione, Racc., I-01603, come segnalato da M. EBNER - E. GAMBARO, *La nozione di aiuto di Stato*, in Alberto Santa Maria (a cura di) *Concorrenza e aiuti di Stato: un osservatorio sulla prassi comunitaria*, Torino, 2006, p. 17.

<sup>7</sup> In tal senso, Corte UE, 5 aprile 2006, Deutsche Bahn/Commissione, T-351/02, Racc., II-1047, punto 103 e giurisprudenza ivi richiamata.

<sup>8</sup> Oppure, come indicato da M. EBNER - E. GAMBARO, *La nozione di aiuto di Stato*, cit., nota 16, p. 18 e da L. SCIPIONE, *Aiuti di Stato, crisi bancarie e ruolo dei Fondi di garanzia dei depositanti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 1, 2020, nota 19, la forma o "la consapevolezza dello Stato erogatore dell'aiuto o del beneficiario dello stesso". Si veda anche Corte UE, 2 luglio 1974, causa C-173/73, Repubblica italiana/Commissione, Racc., I-709, punto 27, ove: "l'art. 92 [poi 87 CE, oggi 107 TFUE] non distingue gli interventi di cui trattasi a seconda della loro causa o del loro scopo, ma li definisce in funzione dei loro effetti".

<sup>9</sup> Inoltre, volendo riprendere le conclusioni dell'Avvocato generale Ruiz Jarabo Colomer in Corte UE, 17 settembre 1998, causa C-6/97, Repubblica italiana/Commissione, Racc., I-2981, punto 24, si possono individuare almeno tre ipotesi in cui, pur nella sussistenza di tutti i requisiti sopra richiamati, l'intervento non costituisce un aiuto di Stato propriamente detto, e cioè quando: a) lo Stato agisca come un operatore commerciale privato; b) esso faccia fronte ad obblighi di natura privatistica, come quelli di risarcire danni o di restituire un indebitto; c) la misura eccezionale si iscriva nel contesto di un regime generale — tributario o di previdenza sociale, ad esempio — e sia giustificata dalla natura o dalla struttura del sistema. Sul punto L. SCIPIONE, *Aiuti di Stato*, cit., note 23, 24 e 25.

<sup>10</sup> Cfr. T. BALLARINO - L. BELLODI, *Gli aiuti di Stato nel diritto comunitario*, Napoli, 1997, p. 144 ss.

---

dalla dottrina <sup>(11)</sup>, la Commissione aveva inizialmente assunto un atteggiamento caratterizzato da maggiore flessibilità nel considerare legittimi gli interventi di supporto adottati dagli Stati membri. Al riguardo, le linee guida ponevano a base giuridica del proprio intervento la disposizione di cui all'art. 107, paragrafo 3, lett. b) TFUE che ammette gli aiuti destinati a “*porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro*”.

Diversamente, nel periodo anteriore alla crisi degli anni 2007 e seguenti, la Commissione aveva adottato un atteggiamento più rigido in materia ritenendo legittimi gli interventi che, ai sensi dell'art. 107, paragrafo 3, lett. c), fossero diretti ad “*agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse*”.

Tali orientamenti hanno dimostrato, come è stato rilevato dalla dottrina <sup>(12)</sup>, che, in presenza di situazioni di crisi sistemiche, la Commissione europea ha assunto atteggiamenti più flessibili rispetto al passato con riferimento agli aiuti di Stato nel settore industriale e creditizio. Ciò ha trovato conferma anche in relazione ai recenti provvedimenti che sono stati adottati per far fronte alla crisi causata dalla pandemia in corso di COVID-19. Ci si riferisce, in particolare, alle misure contenute nel D.L. n. 18 del 17 marzo 2020 cd. Cura Italia (convertito con modificazioni in Legge n. 27 del 24 aprile 2020), nel D.L. n. 23 dell'8 aprile 2020 cd. Liquidità (convertito con modificazioni in Legge n. 40 del 5 giugno 2020) e nel D.L. n. 34 del 19 maggio 2020 cd. Rilancio (in fase di conversione).

Al riguardo, il 19 marzo 2020 la Commissione europea ha adottato la Comunicazione “*Temporary Framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak*” <sup>(13)</sup>. Tale quadro è stato integrato il 3 aprile 2020 con una nuova Comunicazione <sup>(14)</sup> e successivamente modificato ed ulteriormente esteso con la Comunicazione dell'8 maggio 2020 <sup>(15)</sup>.

Il “*Temporary framework*” <sup>(16)</sup> trova il proprio fondamento nell'art. 107 TFUE e si

---

<sup>11</sup> Sul punto D. ROSSANO, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 1, 2016 e D. ROSSANO, *La nuova regolamentazione delle crisi bancarie*, Milano, 2017, p. 47 s.

<sup>12</sup> Cfr. D. ROSSANO, *Il Tribunale UE boccia la Commissione europea sul caso Tercas*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 2, 2019 e D. ROSSANO, *La gestione dei crediti deteriorati nelle crisi bancarie*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 2 supplemento 2, 2019.

<sup>13</sup> Si tratta specificamente della Comunicazione COM (2020) 1863 final, la quale segue ed integra le indicazioni fornite dalla stessa Commissione nella Comunicazione COM (2020) 112 final, “*Coordinated economic response to the COVID-19 Outbreak*” del 13 marzo 2020. Con la comunicazione del 13.3.2020, in via di sintesi, la Commissione ha esposto le diverse opzioni di cui dispongono gli Stati membri per la concessione di misure che possono essere attivate, nell'attuale situazione di crisi, senza il coinvolgimento della Commissione.

<sup>14</sup> Comunicazione COM (2020) 2215 final.

<sup>15</sup> Comunicazione COM (2020) 222 final.

<sup>16</sup> Il quadro non sostituisce, ma integra gli altri strumenti consentiti di intervento pubblico sulla base delle norme già vigenti sugli aiuti di Stato. Si ricorda, in particolare, il Regolamento generale di esenzione per categoria, Regolamento n. 651/2014/UE della Commissione, del 17 giugno 2014, cd. GBER, che prevede, a determinate condizioni, come alcune categorie di aiuti di Stato sia compatibili

---

basa proprio su entrambi gli articoli del TFUE indicati in precedenza: i) sull'art. 107, paragrafo 2, lett. b) TFUE – il quale prevede la compatibilità con il mercato interno degli aiuti pubblici destinati a ovviare ai danni arrecati dalle calamità naturali oppure da altri eventi eccezionali (esimendo, dunque, tali tipi di aiuti dall'obbligo di previa approvazione da parte della Commissione UE) - e ii) sull'art. 107, paragrafo 3, lett. b) TFUE – il quale dispone l'ammissibilità degli aiuti destinati a porre rimedio ad un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro (previa approvazione della Commissione UE, al fine di valutare il carattere mirato alla finalità e la loro adeguatezza e proporzionalità).

Alla luce di quanto si è detto, dunque, in riferimento al disposto di cui all'art. 55 del D.L. "Cura Italia, come convertito in legge, può osservarsi che, se i) lo scopo della norma italiana è stato quello di fornire adeguato sostegno finanziario alle imprese, ii) il mezzo adottato è consistito nel permettere la trasformazione di alcune attività per imposte anticipate (DTA) in credito d'imposta e iii) gli effetti (sperati e previsti) sono stati quelli di ridurre il fabbisogno di liquidità connesso al versamento di imposte e contributi ed aumentare, per tale via, la disponibilità di cassa.

Sicché, il legislatore nazionale, nella identificazione di strumenti funzionali ad assicurare il necessario sostegno finanziario alle imprese nell'attuale situazione di crisi, può contare su un approccio della Commissione europea più flessibile rispetto al passato e in grado di valutare accuratamente gli *effetti* da essi prodotti.

## **2. Applicazione e principali limiti dell'art. 44-bis del D.L. n. 34/2019 come modificato dall'art. 55 del Decreto Cura Italia**

L'art. 55 del Decreto Cura Italia "*Misure di sostegno finanziario alle imprese*" ha sostituito il testo dell'art. 44-bis del D.L. n. 34/2019 ora con rubrica "*Cessione di crediti*".

Preliminarmente, occorre osservare che la cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari vantati nei confronti di debitori inadempienti ai sensi del successivo comma 5, riguarda il caso in cui l'inadempimento si sia protratto per oltre novanta giorni dalla data in cui era dovuto il pagamento.

Il vantaggio espresso (tributario) di questa operazione risiede nella possibilità di trasformare (entro certi limiti e in base a determinate condizioni che saranno analizzati nel successivo paragrafo) in credito d'imposta le attività per imposte anticipate riferite a certi componenti.

---

con il mercato interno, esentandole dall'obbligo di notifica preventiva alla Commissione UE. Inoltre, rimane comunque applicabile la disciplina sugli aiuti di Stato alle imprese in difficoltà, ammissibili alle condizioni previste dai relativi Orientamenti (Comunicazione 2014/C 249/01).

---

È opportuno anche chiarire che, ai sensi dell'art. 44-bis, comma 4 cit., tale disciplina non si applica alle società per le quali sia stato accertato lo stato di dissesto o il rischio di dissesto ex art. 17 del D.Lgs. n. 180/2015 ovvero lo stato di insolvenza di cui all'art. 5 del R.D. n. 267/1942 o all'art. 2, comma 1, lett. b) del D.Lgs. n. 14/2019 (Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza). Inoltre, sono parimenti escluse dall'ambito di applicazione della disposizione in esame, come stabilito dall'art. 44-bis, comma 6 cit., le cessioni di crediti tra società che sono tra loro legate da rapporti di controllo ai sensi dell'art. 2359 c.c. e alle società controllate (anche indirettamente) dallo stesso soggetto.

Ad ogni modo, il punto qui di maggior rilievo risiede nella finalità perseguita dal legislatore<sup>(17)</sup> di incentivare la cessione di crediti deteriorati (sia di natura commerciale sia di finanziamento) che le imprese hanno accumulato negli ultimi anni, anche per effetto della crisi finanziaria, con l'obiettivo di sostenere queste ultime assicurando sufficiente liquidità per far fronte all'attuale contesto emergenziale.

Va osservato che, sulla base del tenore letterale della norma, il beneficio fiscale assiste solo le operazioni di *cessione a titolo oneroso di crediti*, dovendosi pertanto escludere quelle nelle quali tale trasferimento avviene nell'ambito di più ampie operazioni straordinarie. Invero, sul punto, ragioni di opportunità operativa inducono a ritenere che, anche in tal caso, sia possibile usufruire delle agevolazioni previste dalla normativa.

Più in generale, va osservato che il concetto di crediti deteriorati, al netto della specifica disposizione dell'art. 44-bis comma 5 cit., abbraccia un'ampia gamma di figure debitorie accomunate in un unitario *genus*, che le ricomprende tutte nel riferimento alla difficoltà e/o inesigibilità del pagamento ad esse sotteso<sup>(18)</sup>. Ad ogni modo, da alcuni anni in ambito europeo è in corso un processo di armonizzazione della definizione, dell'applicazione di criteri di calcolo e della contabilizzazione dei crediti deteriorati - *Non Performing Loans*, NPL. Infatti, il quadro complessivo mira anche ad assicurare una disciplina uniforme dei requisiti prudenziali degli enti creditizi e

---

<sup>17</sup> Al riguardo si ricorda la relazione illustrativa al Decreto Cura Italia citata *supra* in nota 1.

<sup>18</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in *Rivista Trimestrale di Diritti dell'Economia*, n. 2 supplemento 2, 2019, p. 4. In tema di evoluzione del concetto di crediti deteriorati e le loro problematiche nel sistema attuale, si veda: F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, n. 2, 2016; R. CAMPIONE, *La cartolarizzazione del credito nella prospettiva del rapporto tra originator e debitori ceduti: profili civilistici*, in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, n. 4, 2018; G. GALLO, *I crediti deteriorati. Tecniche di gestione negoziale: cessione e ristrutturazione*, in <https://www.dirittobancario.it/approfondimenti/npl/i-crediti-deteriorati-tecniche-di-gestione-negoziale-cessione-e-ristrutturazione>, 2019; D. ROSSANO (a cura di), *Temi e problemi di Diritto dell'Economia - Pubblicazione degli atti del Convegno «La problematica dei crediti deteriorati. Rischi e opportunità» organizzato nei giorni 18 e 18 ottobre 2019 presso l'Università «Parthenope» di Napoli*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 2 supplemento 2, 2019; BANCA D'ITALIA, *Approfondimento della Banca d'Italia sull'attività di gestione e recupero di crediti deteriorati - Nota illustrativa*, 2.3.2020, consultato in <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/avvisi-pub/02.03.2020-npls/index.html>; G. VIOTTI, *Banche e crediti deteriorati: dalla cessione alla scissione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 2, 2020.



---

dell'adeguatezza patrimoniale degli stessi <sup>(19)</sup>.

Sul punto, occorre far presente che la dottrina <sup>(20)</sup>, nell'ultimo decennio, si sta interrogando nell'individuazione di criteri distintivi nel *genus* dei "crediti deteriorati", in base al differente livello di gravità che essi presentano sul piano delle possibilità di recupero. Le indagini si soffermano soprattutto nell'analisi delle fattispecie operative nelle quali l'eventualità della perdita risulta non più contenibile in limiti fisiologici; per cui è necessario valutarne l'entità e i relativi caratteri distintivi al fine di procedere all'inquadramento di quanto residua dell'originario credito erogato (in genere da banche) nelle sofferenze (NPL) oppure, allorché si tratti di fattispecie meno gravi, nelle inadempienze probabili (Unlikely To Pay - UTP).

Infatti, la Banca d'Italia, a partire dalla circolare n. 272 del 30 luglio 2008, riguardante la "matrice dei conti", ha preso in considerazione le posizioni deteriorate – suddividendole nella versione attuale in tre categorie - ai fini della valutazione della "qualità del credito", soffermandosi ad identificare le modalità di impostazione in bilancio delle stesse al *fair value*.

Sulla base di tale normativa, più volte aggiornata, sono eseguite le verifiche sulle esposizioni creditizie che fanno capo a debitori riconducibili nella categoria "*Non performing*", come definita nel Regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 della Commissione, successivamente modificato ed integrato (*Implementing Technical Standards*, cd. ITS).

Contestuali all'intervento della Banca d'Italia vi sono stati numerosi provvedimenti normativi adottati dalle autorità europee, tra cui il Regolamento n. 575/2013 (CRR) sui "Requisiti minimi di copertura per le *non performing exposures* (NPE)" - modificato da parte della Commissione UE col Regolamento n. 630 del 2019 - ed alcuni specifici interventi della *European Banking Authority* (EBA) e della BCE.

Pertanto, la definizione *europea* di NPL non sembra distinguere NPL e UTP; tuttavia, sulla base dell'ordinamento italiano, la distinzione assume specifica rilevanza anche in riferimento a posizioni debitorie scadute da oltre 90 giorni.

Alla luce di quanto detto, destano perplessità le limitazioni previste dall'art. 44-bis comma 5 cit., atteso che la *ratio* della norma sembra quella di incentivare la cessione di crediti deteriorati che le imprese avevano accumulato negli ultimi anni, riducendo gli oneri di cessione e il carico fiscale così da diminuire il fabbisogno di liquidità. Si tratta, pertanto, di esigenze che appaiono avvertite anche in riferimento ai crediti classificati come UTP.

---

<sup>19</sup> Cfr. G. VIOTTI, *Verso una disciplina europea dei crediti deteriorati: riflessioni a margine del Regolamento (UE) 2019/630*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, n. 1, 2020, secondo cui a tale scopo si è nel tempo formato un apparato di regole, trasfuse dapprima in strumenti di soft law (cosiddetti Accordi di Basilea), successivamente in direttive comunitarie e, infine, nel Regolamento UE n. 575 del 26 giugno 2013 (c.d. Capital Requirements Regulation - CRR) con il quale, è stata data attuazione agli Accordi c.d. di Basilea III. Oltre che al CRR, l'attuazione degli Accordi di Basilea III si deve, invero, anche alla Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRD IV) sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento

<sup>20</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, cit., p. 5.

---

### 3. (segue) e le problematiche tributarie della norma

Come anticipato nei precedenti paragrafi, la nuova formulazione dell'art. 44-bis del D.L. n. 34/2019 mira ad incentivare la cessione di crediti, finanziari o commerciali, deteriorati delle società con l'obiettivo di sostenerle sotto il profilo della liquidità nella situazione attuale <sup>(21)</sup>.

La norma permette di trasformare in credito d'imposta una quota delle attività per imposte anticipate (c.d. *deferred tax assets* - DTA), riferite alle perdite fiscali e alla c.d. eccedenza ACE, in seguito a cessioni a titolo oneroso di crediti deteriorati effettuate entro il 31 dicembre 2020.

Va preliminarmente osservato come tale previsione mutui alcuni aspetti dal "regime ordinario" di trasformazione delle DTA in credito d'imposta previsto all'art. 2, commi da 55 a 57 del D.L. 29 dicembre 2010 n. 225.

In base a tale disciplina il legislatore ha permesso di trasformare in credito d'imposta le imposte anticipate iscritte in bilancio per superare in parte l'incidenza delle DTA nei bilanci degli operatori italiani, in particolare gli istituti bancari, rispetto a quelli europei <sup>(22)</sup>.

A tal fine il D.L. n. 225/2010 distingue tre diverse fattispecie che danno origine alla trasformazione delle imposte anticipate in credito d'imposta.

La prima ipotesi, disciplinata dai commi 55 e 56 dell'art. 2 cit., prevede che le DTA trasformabili in crediti verso l'Erario sono quelle che originano dal differimento della deduzione dei componenti negativi relativi: i) alla svalutazione dei crediti delle banche nonché alle perdite su crediti da valutazione, non ancora dedotte ai fini

---

<sup>21</sup> Si segnalano tra i commenti più recenti della norma in esame: A. GERMANI, *Trasformazione di imposte anticipate*, in *Il Sole 24 Ore*, 25.3.2020; G. ANDREANI - A. TUBELLI, *DTA, la trasformazione in crediti d'imposta cerca spazio nel consolidato*, in *Il Sole 24 Ore*, 2.4.2020; A. GERMANI, *Trasformazione in crediti d'imposta delle imposte anticipate*, in *Il Sole 24 Ore*, 2.4.2020; C. SILVANI, *Trasformabili in crediti le DTA delle perdite post DL*, in *Il Sole 24 Ore*, 8.4.2020; A. NATALINI, *Società: sconto fiscale sulla cessione onerosa dei crediti deteriorati*, in *Guida al Diritto*, n. 17, 11.4.2020; D. AVOLIO - B. SANTACROCE, *Credito d'imposta per le DTA su perdite ed eccedenze ACE*, in *La Settimana Fiscale*, n. 16, 17.4.2020; D. DE SANTIS, *Perdite con cessione infragruppo: l'apertura che ancora manca (senza abuso del diritto)*, in *Il Sole 24 Ore*, 18.4.2020; F. SALA, *Utilizzabile subito il credito sulle DTA delle perdite pregresse*, in *Il Sole 24 Ore*, 22.4.2020; *DTA in crediti di imposta con iter accelerato*, in *Il Sole 24 Ore*, 29.4.2020; M. PIAZZA, *DTA trasformabili in crediti di imposta anche se non iscritte in bilancio*, in *Il Sole 24 Ore*, 1.5.2020; F. GALLIO, *La trasformazione in crediti d'imposta delle imposte anticipate relative a perdite e eccedenze ACE*, in *Il Societario*, 2020, consultato in <http://ilsocietario.it/articoli/focus/la-trasformazione-crediti-dimposta-delle-imposte-anticipate-relative-perdite-e>; G. PETRUZZELLIS, *Cessione dei crediti insoluti: le DTA diventano crediti d'imposta*, in *Pratica Fiscale e Professionale*, n. 15, 2020.

<sup>22</sup> Infatti, l'art. 2, comma 55 del D.L. n. 225/2010 inizia testualmente: "In funzione anche della prossima entrata in vigore del nuovo accordo di Basilea [...]". Questo perché l'entrata in vigore dell'accordo di Basilea III avrebbe implicato che il trattamento fiscale delle rettifiche su crediti si sarebbe tradotto anche in una penalizzazione sul piano della dotazione patrimoniale regolamentare delle banche italiane rispetto alle banche estere.

---

delle imposte sui redditi e dalla base imponibile IRAP e ii) al valore dell'avviamento e delle altre attività immateriali i cui componenti negativi sono deducibili in più periodi d'imposta ai medesimi fini. Il comma 56 cit. stabilisce determinate regole per la decorrenza e l'importo oggetto della trasformazione<sup>(23)</sup>. Ad ogni modo, i commi 55 e 56 disciplinano la trasformazione delle DTA in credito d'imposta in presenza di una perdita civilistica.

La seconda ipotesi è disciplinata dai commi 56-bis e 56-bis.1 dell'art. 2 cit. e permette la trasformazione in crediti d'imposta delle DTA da perdite fiscali, per la quota dovuta alla deduzione dei componenti negativi di reddito indicati ai commi precedenti<sup>(24)</sup>.

La terza ipotesi, prevista dal comma 56-ter dell'art. 2 cit., consente la trasformazione di imposte anticipate in credito d'imposta in riferimento ad ipotesi di liquidazione volontaria, assoggettamento a procedure concorsuali o gestione delle crisi<sup>(25)</sup>.

Le previsioni contenute nel D.L. n. 225/2010 in tema di trasformazione di DTA avevano sollevato critiche da parte della Commissione europea in relazione alla compatibilità con la disciplina degli aiuti di Stato.

Infatti, mentre non si era posto alcun vincolo per la trasformazione delle DTA per le quali era stata versata l'imposta (c.d. DTA di "tipo 1"), la Commissione aveva richiesto il pagamento di una somma (un "canone di garanzia") per le DTA per le quali non vi fosse stato effettivo pagamento di tributi (c.d. DTA di "tipo 2").

Per tale ragione, fu introdotta con l'art. 11 del D.L. 3 maggio 2016 n. 59, convertito con modificazioni dalla L. 30 giugno 2016 n. 59, una previsione che stabiliva la facoltà di mantenere l'applicazione delle disposizioni previste dal D.L. n. 225/2010 per le DTA di "tipo 2", tramite il pagamento di un canone annuo<sup>(26)</sup>.

---

<sup>23</sup> La trasformazione decorre dalla data di approvazione del bilancio da parte dell'assemblea dei soci o dell'organo competente per legge (anche nel caso di patologia dell'andamento aziendale), operando per un importo pari al prodotto, da effettuarsi sulla base dei dati del medesimo bilancio approvato dall'assemblea dei soci, tra: i) la perdita d'esercizio e ii) il rapporto fra le attività per imposte anticipate e la somma del capitale sociale e delle riserve.

<sup>24</sup> In questo caso la trasformazione riguarda le DTA da perdite fiscali causate dai componenti negativi di reddito di cui al comma 55 cit. per l'intero ammontare delle stesse che trova capienza nella perdita fiscale dell'esercizio. La trasformazione decorre dalla data di presentazione della dichiarazione dei redditi in cui viene rilevata la perdita fiscale. Rientra nelle ipotesi di trasformazione in crediti d'imposta di DTA da perdita fiscale anche la fattispecie, individuata dal comma 56-bis1 cit., che riguarda le DTA generate dalle componenti negative IRAP.

<sup>25</sup> Infine, il comma 57 dell'art. 2 cit. prevede alcune disposizioni analoghe a quelle introdotte dall'art. 55 del Decreto Cura Italia, si tratta di: i) il credito d'imposta non è rimborsabile né produttivo di interessi, potendo essere ceduto ovvero utilizzato in compensazione ai sensi dell'art. 17 del D.Lgs. n. 241/1997, senza limiti di importo; ii) tale credito, da indicare nella dichiarazione dei redditi, non concorre alla formazione del reddito d'impresa né della base imponibile dell'IRAP; iii) il credito d'imposta può essere ceduto al valore nominale nell'ambito dello stesso Gruppo, secondo le modalità previste dall'art. 43-ter del D.P.R. n. 602/1973; iv) l'eventuale credito che residua dopo aver effettuato le compensazioni è rimborsabile e v) dal periodo d'imposta in corso alla data di approvazione del bilancio non sono deducibili i componenti negativi corrispondenti alle attività per imposte anticipate trasformate in credito d'imposta.

<sup>26</sup> Il canone annuo è pari al 1,5% delle DTA di "tipo 2", computate annualmente quale differenza tra: i) l'ammontare delle DTA "qualificate" creatosi dal 2008 fino all'anno di computo, includendo le DTA

---

Chiarita l'esistenza di un "regime ordinario" di trasformazione delle DTA è possibile tornare all'analisi dell'art. 44-bis del D.L. 34/2019 come modificato dal Decreto Cura Italia.

Come anticipato la norma in esame prevede la possibilità per le società che cedono a titolo oneroso crediti deteriorati entro il 31 dicembre 2020 di trasformare in credito d'imposta le quote di DTA riferite a: i) all'ammontare delle perdite fiscali conseguite e non ancora computate in diminuzione del reddito imponibile ai sensi dell'art. 84 del D.P.R. 22 dicembre 1986 n. 917 (Testo Unico delle Imposte sui Redditi - TUIR) e ii) all'importo del rendimento nozionale eccedente il reddito complessivo netto di cui all'art. 1, comma 4 del D.L. 6 dicembre 2011 n. 201 (c.d. eccedenza ACE), convertito con modificazioni dalla L. 22 dicembre 2011 n. 214, e non ancora dedotto dal reddito imponibile o fruito come credito d'imposta <sup>(27)</sup>; esistenti alla data della cessione.

Dal punto di vista soggettivo, come anticipato al paragrafo precedente, la norma sarebbe applicabile solo alle società - tranne quelle per cui sia stato accertato lo stato di dissesto o di insolvenza ex art. 44-bis comma 4 cit. - e alle stabili organizzazioni in Italia di soggetti esteri <sup>(28)</sup>, con l'irrilevanza delle cessioni di crediti insoluti operate infragruppo (ovvero cessioni effettuate tra società che sono tra loro legate da rapporti di controllo ai sensi dell'art. 2359 c.c., come previsto dall'art. 44-bis, comma 6 cit.).

Vi sono una serie di limiti e condizioni che devono essere oggetto di attenta valutazione.

In particolare, le DTA oggetto di trasformazione sono quelle computate o computabili (nella misura pari all'aliquota IRES propria del contribuente) sulle perdite fiscali e sulle eccedenze ACE che non superano il limite "relativo" costituito dal 20% del valore nominale dei crediti ceduti.

Quindi, sono possibili due scenari in relazione a tale limite "relativo".

Se il 20% del valore nominale dei crediti ceduti supera il valore delle perdite fiscali e delle eccedenze ACE, la base di riferimento (a cui poi applicare l'aliquota IRES) sarà

---

già trasformate ed eventualmente già cedute e ii) la somma dell'IRES corrisposta dal 2008 in avanti e dell'IRAP corrisposta dal 2013 in avanti. In merito all'esercizio dell'opzione, la Circolare dell'Agenzia delle Entrate, del 22 luglio 2016, n. 32, ha fornito importanti chiarimenti e ha rinviato a quanto previsto dal Provvedimento dell'Agenzia delle Entrate del 22.7.2016 n. 117661.

<sup>27</sup> L'Aiuto alla Crescita Economica (ACE) è un incentivo alla capitalizzazione delle imprese finalizzato a riequilibrare il trattamento fiscale tra le imprese che si finanziano con debito e quelle che si finanziano con capitale proprio. La disciplina era stata introdotta con l'art. 1 del D.L. 6 dicembre 2011 n. 201, convertito con modificazioni dalla L. 22 dicembre 2011 n. 214, era stato abrogato dall'art. 1 comma 1080 della L. 30 dicembre 2018 n. 145 per poi essere ripristinato dall'art. 1 comma 287 della L. 27 dicembre 2019 n. 160. L'istituto è attualmente disciplinato dal D.L. n. 201/2011 e dal D.M. 3.8.2017 (che ha sostituito il D.M. 14.3.2012) e prevede sostanzialmente la detassazione di una parte del reddito proporzionale agli incrementi del patrimonio netto, infatti l'incentivo spetta alle imprese il cui capitale proprio viene incrementato mediante conferimenti in denaro e accantonamenti di utili a riserva.

<sup>28</sup> Cfr. G. MOLINARO, *DTA convertite in crediti d'imposta: un sostegno finanziario alle imprese nell'emergenza COVID*, in *Fisco*, n. 15, 2020.

---

pari al valore delle predette perdite ed eccedenze.

Al contrario, se il valore delle perdite fiscali e delle eccedenze ACE supera il 20% del valore nominale dei crediti ceduti, la base di riferimento (a cui poi applicare l'aliquota IRES) sarà pari al 20% del valore nominale dei crediti ceduti.

In relazione alla determinazione delle perdite fiscali rilevanti ai fini del computo, il legislatore ha previsto che – solo ai fini della norma in commento – non rilevino i limiti di cui al secondo periodo del comma 1 dell'art. 84 del TUIR, previsti per i soggetti che fruiscono di un regime di esenzione dell'utile. Quindi tali soggetti potranno tenere conto di tutte le perdite fiscali conseguite nel tempo <sup>(29)</sup>.

In aggiunta al limite “relativo”, il legislatore ha previsto anche un limite “assoluto” pari a 2 miliardi di euro. Tale limite è rilevante anche a livello di gruppo societario <sup>(30)</sup>. Infatti, l'ammontare massimo del valore nominale dei crediti deteriorati ceduti da parte di società appartenenti al medesimo gruppo societario sarà complessivamente pari a 2 miliardi di euro <sup>(31)</sup>.

Un aspetto rilevante è rappresentato dalla possibilità di operare la trasformazione anche in relazione a DTA che non siano state iscritte in bilanci precedenti, ad esempio, per il mancato superamento del c.d. *probability test*, purché siano riferibili ai componenti indicati dalla norma che non siano stati ancora dedotti o usufruiti alla data della cessione dei crediti.

In relazione agli aspetti appena esaminati è opportuna una riflessione sul limite “relativo” costituito dal 20% del valore nominale dei crediti ceduti. Infatti, tale percentuale potrebbe essere troppo bassa per incentivare le società a procedere alla cessione dei crediti. Al riguardo, l'esistenza del vincolo secondo il quale le DTA oggetto di trasformazione sono quelle computate o computabili (nella misura pari all'aliquota IRES propria del contribuente) sulle perdite fiscali e sulle eccedenze ACE avrebbe comunque permesso un innalzamento della percentuale del limite “relativo”, rendendo il beneficio maggiormente efficace. Probabilmente il legislatore ha

---

<sup>29</sup> In relazione a tale aspetto, si veda G. P. TOSONI, *Le Coop riutilizzano le vecchie perdite - un credito dalle imposte anticipate*, in *Il Sole 24 Ore*, 5.5.2020, p. 25.

<sup>30</sup> Questo aspetto ha fatto sorgere dubbi sull'applicazione concreta dell'istituto nell'ambito di gruppi societari. Cfr. S. TRETTEL, *Il consolidato fiscale «dimezzato»*, in *Fisco*, n. 19, 2020.

<sup>31</sup> Nella relazione illustrativa al Decreto Cura Italia è fornito un esempio numerico: “*La quota massima di DTA trasformabili in credito d'imposta è determinata in funzione dell'ammontare massimo di componenti cui esse si riferiscono. A tal fine, nel comma 1 viene posto un limite ai componenti che possono generare DTA trasformabili, pari al 20% del valore nominale dei crediti ceduti. Allo stesso tempo, sempre ai fini della norma in esame, è posto un limite di 2 miliardi di euro di valore nominale ai crediti complessivamente ceduti entro il 31 dicembre 2020 che rilevano ai fini della trasformazione; per i soggetti appartenenti a gruppi, il limite si intende calcolato tenendo conto di tutte le cessioni effettuate da soggetti appartenenti allo stesso gruppo. Ciò comporta, per fare un esempio, che se una società cede crediti per 1 mld, potrà trasformare in credito d'imposta al massimo una quota di DTA riferibile a 200 mln di euro di componenti indicati dalla norma, equivalente — supponendo che l'aliquota IRES applicabile sia quella ordinaria al 24%-a 48 mln di euro*”. Copia della relazione è disponibile su <https://www.giurisprudenzapenale.com/2020/03/18/decreto-cura-italia-un-primosguardo-alle-norme-di-procedura-penale-di-ordinamento-penitenziario-e-di-ordinamento-giudiziario/dl-cura-italia-relazione-illustrativa/>

---

fissato a tale livello la percentuale sia per evitare utilizzi distorti sia per confermare l'eccezionalità dell'intervento.

Sotto altro profilo, la norma prevede anche che il momento di trasformazione delle DTA in credito d'imposta coincide con la data di efficacia della cessione dei crediti, la quale deve avvenire entro il 31 dicembre 2020 <sup>(32)</sup>.

Di conseguenza, dalla data di efficacia della cessione dei crediti, non è più possibile per la società: i) riportare le perdite sulle quali sono determinate le DTA trasformate in crediti d'imposta in compensazione di redditi futuri; ii) dedurre o usufruire tramite il credito d'imposta dell'eccedenza del rendimento nozionale corrispondenti alla quota di DTA trasformate in credito d'imposta.

Il comma 3 dell'art. 44-bis cit. prevede la necessità per la società che intende trasformare DTA in credito d'imposta di esercitare l'opzione (qualora non lo avesse già fatto in precedenza) di cui all'art. 11 del D.L. 59/2016.

Al riguardo, è sorto qualche interrogativo. Infatti, il legislatore specifica che l'opzione "*deve essere esercitata entro la chiusura dell'esercizio in corso alla data in cui ha effetto la cessione dei crediti*" e "*l'opzione ha efficacia a partire dall'esercizio successivo a quello in cui ha effetto la cessione*". Pertanto si può ipotizzare che: i) le DTA oggetto della norma rilevino ai fini del pagamento del canone solo a partire dal 2021 (anche se la trasformazione delle DTA in credito d'imposta e l'eventuale utilizzo avvenga nel 2020); oppure ii) per chi non abbia effettuato l'opzione in precedenza, la possibilità di utilizzare il credito decorrerebbe solo dal 2021.

Tale aspetto controverso è di estrema rilevanza e, in seguito all'assenza di modifiche rilevanti in sede di conversione, il legislatore non ha provveduto a dirimere tale dubbio.

Al riguardo, appare opportuno ricorrere alla *ratio* sottesa alla norma, cioè l'incentivo alla cessione onerosa di crediti deteriorati che le imprese hanno accumulato negli ultimi anni, con l'obiettivo di sostenerle sotto il profilo della liquidità nel fronteggiare l'*attuale* contesto di incertezza economica. Pertanto, deve essere valorizzato il disposto di cui al comma 1 dell'art. 44-bis cit. in base al quale "*La trasformazione in credito d'imposta avviene alla data di efficacia della cessione dei crediti*" e, quindi, anche se l'opzione avesse efficacia a partire dall'esercizio successivo della cessione, tale circostanza sarà rilevante solo per il pagamento dell'eventuale canone.

## 4. Conclusioni

Alla luce di quanto detto, occorre far presente che il legislatore, con la previsione normativa dell'art. 55 del D.L. n. 18/2020 - che ha sostituito il testo dell'art. 44-bis del

---

<sup>32</sup> Al riguardo sono sorti dubbi se, ai fini dell'individuazione del momento di efficacia della cessione, si debba fare riferimento a criteri "giuridico-formali" del Codice Civile o "sostanziali" dei principi contabili internazionali, al riguardo G. MOLINARO, *DTA convertite* cit.



---

D.L. n. 34/2019 -, ha inteso incentivare la cessione a titolo oneroso di crediti “deteriorati” attraverso la trasformazione di una quota delle attività per imposte anticipate (c.d. DTA) in credito d’imposta.

Dal punto di vista della compatibilità di tale disposizione con la disciplina europea in tema di aiuti di Stato, va osservato che la Commissione europea, sfruttando l’ampio margine di discrezionalità ad essa riconosciuta dalla legge in materia, ha assunto atteggiamenti improntati ad una maggiore flessibilità nell’autorizzare misure di sostegno pubblico alle imprese, rese necessarie per far fronte alla situazione emergenziale. È opinione di chi scrive che tale orientamento potrebbe indurre la Commissione europea in futuro ad adottare posizioni meno rigide, rispetto al recente passato, in riferimento ad interventi statali nei confronti di imprese e banche, coerentemente con le indicazioni provenienti dalla giurisprudenza <sup>(33)</sup>.

Ciò posto, al fine di assicurare il rispetto della normativa europea, la nuova versione dell’art. 44-bis del D.L. n. 34/2019 presenta alcune limitazioni critiche che prevedono la sua applicazione solo ai NPL (escludendo i crediti UTP) e alle cessioni a titolo oneroso. Sul punto, come si è evidenziato in precedenza, si auspica un intervento del legislatore che fornisca indicazioni più precise al riguardo.

Analoghe perplessità sono state sollevate, poi, in riferimento alla circostanza che il tenore letterale della disposizione in parola possa indurre equivoche soluzioni ermeneutiche in riferimento all’esercizio dell’opzione di cui all’art. 11 del D.L. n. 59/2016. Come si è avuto modo di chiarire in precedenza, ragioni di opportunità operativa, unitamente a motivazioni di carattere sistematico, inducono a prediligere un’interpretazione che faccia leva sulla *ratio* della norma.

---

<sup>33</sup> Si veda al riguardo la sentenza *Kotnik*: Corte UE, 19 luglio 2016, *Kotnik*, C-526/14, EU:C:2016:570.

