

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

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

1 / 2020 - SUPPLEMENTO

ISSN: 2036-4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

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

Direzione Scientifica

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

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

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

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

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

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

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

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

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

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

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

A. Sacco Ginevri, M. Sepe

INDICE

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Presentazione* (Introduction).....1

SAGGI PRESENTATI NELL' A.A. 2018/2019

ALESSANDRO BORGHESI – *Non performing loans – l'eredità della grande crisi come sfida per il sistema bancario europeo* (Non performing loans – the heritage of the great crisis as a challenge for the european banking system).....4

MATTIA DOMITILLA – *L'interdipendenza tra rischio sovrano e rischio bancario come limite all'applicazione dell'European Deposit Insurance Scheme: prospettive di riforma* (Interdependency between sovereign and bank default risk as a limit to the implementation of the European Deposit Insurance Scheme: perspectives for reform).....38

ANNA MARIA PANCALLO – *Le regole di condotta degli intermediari finanziari* (The rules of conduct of financial of financial intermediaries).....62

SAGGI PRESENTATI NELL' A.A. 2019/2020

ALESSANDRO CORBÒ – *L'equity crowdfunding e la proposta di Regolamento per l'istituzione di un passaporto europeo* (The equity crowdfunding and the proposal for a Regulation for the introduction of an European passport).....85

VITTORIA ROMANA GRANONE – *L'accesso al credito delle piccole e medie imprese: il ruolo di Banca del Mezzogiorno - Mediocredito Centrale S.p.A.* (The access to credit of small and medium sized enterprises: the role of Banca del Mezzogiorno -

Mediocredito Centrale S.p.A.).....104

LORENZO LOCCI – *Brevi riflessioni in materia di fattori ESG e informativa non finanziaria nella crisi da Covid-19* (Short thoughts on ESG factors and non-financial disclosure in the Covid-19 crisis).....124

FRANCESCO SAVERIO PORCELLI – *L’evoluzione del diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito a seguito del rimborso anticipato del finanziamento* (The evolution of the consumer’s right to a reduction in the total cost of the credit in case of early repayment).....144

PRESENTAZIONE

(Introduction)

1. Sono lieto di riprendere, dopo una breve interruzione, la consolidata tradizione di pubblicare alcune «tesine» presentate, a conclusione di ogni anno accademico, dai partecipanti al Master in “Regolazione dell’attività e dei mercati finanziari”, organizzato dall’Università LUISS G. Carli di Roma in associazione con la Fondazione G. Capriglione Onlus. Il rigoroso criterio meritocratico, seguito nella selezione dei lavori da pubblicare, non ha consentito la composizione nel 2019 di un *Supplemento* della “Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia” a causa del mancato raggiungimento di un adeguato numero di saggi. Pertanto, nel presente fascicolo sono stati riuniti gli scritti che, negli ultimi due anni, si sono contraddistinti per qualità dei contenuti e rigore metodologico dell’analisi.

Com’è noto, tale Master - che ha raggiunto un decennio di vita - non solo costituisce un centro d’eccellenza per il perfezionamento nella disciplina assicurativa, bancaria e finanziaria, bensì è sede di un dibattito scientifico professionale che consente a giovani laureati (e non solo) di conseguire una conoscenza delle tematiche oggetto di studio, che va ben oltre l’approfondimento delle stesse. Ed invero, la peculiare vettorialità del programma di studi e la specifica rilevanza degli interventi di docenza - effettuati non solo da accademici bensì anche da protagonisti ed esperti del settore - fanno sì che i discenti possano fruire di un insegnamento che raccorda, in modalità significative, il ciclo delle lezioni all’esame della realtà socio politica, domestica ed internazionale, di riferimento. Da qui l’occasione per venire a conoscenza delle linee di sviluppo della politica economica e, in particolare, per valutare le misure adottate per l’attivazione degli investimenti pubblici e di una fiscalità che riduca le disuguaglianze, nonché per comprendere le crescenti difficoltà che connotano il processo d’integrazione europeo.

Mi piace ricordare ancora una volta che la LUISS, con la realizzazione di tale Master, offre ad un’ampia platea di laureati la possibilità di confrontare gli apporti

di culture differenti, di valutare le esperienze maturate da appartenenti alle istituzioni finanziarie del Paese, arricchendo il loro apparato conoscitivo anche con elementi di natura extra-giuridica, che consentono livelli di approfondimento non conseguibili diversamente.

Da qui i risultati positivi ed il successo conseguiti da un gran numero di partecipanti ai corsi i quali, anche grazie alla formazione teorico pratica realizzata nel Master, hanno potuto superare con facilità difficili prove concorsuali ovvero farsi apprezzare nelle rigorose selezioni di famosi studi professionali. E' con viva soddisfazione che segnalo, anche quest'anno, la cresciuta dimensione del numero dei frequentanti del Master i quali, in linea con le loro aspirazioni in campo lavorativo, si annoverano oggi tra i vincitori di concorsi banditi da istituzioni europee (Bce, Esma) e nazionali (Banca d'Italia, Consob, Covip), nonché da enti bancari di primaria rilevanza. A questi vanno aggiunti numerosi altri partecipanti al Master che sono diventati legali di noti studi italiani ed internazionali ovvero funzionari di società di primario rilievo nazionale (Eni, Enel). Se ne deduce la particolare validità del Master che realizza un'ottimale conciliazione tra i diversi profili del diritto e dell'economia, offrendo soluzioni coerenti col divenire dei processi e con i cambiamenti dell'ordine del mercato.

2. Gli elaborati qui di seguito pubblicati (relativi ad argomenti trattati durante i corsi) - oltre a caratterizzarsi per la buona qualità dei risultati - denotano capacità d'indagine e particolare attitudine alla ricerca. Essi consentono di sperare che il nostro Paese potrà far affidamento su nuove generazioni in grado di mettere a disposizione della società civile un patrimonio culturale arricchito da saperi acquisiti a livello teorico e poi trasfusi nella concretezza operativa di un *agere* che si rifà ai valori della conoscenza che, ove venga condivisa con gli altri, è pervasa da eticità. Conforta, quindi, il pensiero di aver contribuito, con il Master, alla formazione di giovani studiosi che, inserendosi nel dibattito riguardante la materia

economico finanziaria, possono offrire riflessioni rilevanti ai fini della ricostruzione dei modelli e degli strumenti proponibili.

Come nel passato, ritengo opportuno condividere con i lettori della *Rivista trimestrale di diritto dell'economia* i saggi presentati; il rigore dell'analisi, la specificità delle tematiche trattate, taluni spunti di originalità, di cui essi sono portatori, costituiscono, a mio avviso, giustificata motivazione per diffonderne la conoscenza. Essi sono d'ausilio nell'interpretare il cambiamento che il Paese sta vivendo, nel superare le numerose incertezze causate da una regolazione (di prevalente provenienza europea) sempre più complessa e, talora, caratterizzata da aspetti contraddittori. A ciò si aggiunga il mio personale convincimento che l'apertura ai giovani di una Rivista di consolidata tradizione - la quale è divenuta col passare degli anni punto di riferimento culturale per gli studiosi di diritto dell'economia - rappresenta la modalità ottimale per assicurare a quest'ultima una crescita futura, qualificata da un particolare legame alla realtà, quale solo i giovani sanno realizzare.

Roma, maggio 2020

Francesco Capriglione

SAGGI PRESENTATI NELL' A.A. 2018/2019

NON PERFORMING LOANS – L'EREDITÀ DELLA GRANDE CRISI COME SFIDA PER IL SISTEMA BANCARIO EUROPEO *

*(Non performing loans – the heritage of the great crisis as a challenge
for the european banking system)*

ABSTRACT: *The Great Crisis of the last decade has undoubtedly marked a clear change in the European banking and financial regulations. In this context, Italy, with a reduction of over 10% in national wealth and 25% in industrial and manufacturing production, has suffered greater repercussions than the other countries. Between 2008 and 2015 the number of bankruptcies doubled and the liquidations have been very high, around 80,000-90,000 per year.*

The banking system has been affected in many ways. First it had to face the loss of trust among the credit institutions themselves with the consequent cancellation or almost wiped to zero of the interbank credit lines. Then, the first defaults (substandard and bad debts) started to happen as families and companies were unable to pay back what they had borrowed from the banks. The outflow of capital from Italy to the countries of "Core Europe" first, and to the so-called "peripheral" countries of the euro zone then, were the final straw that left Italy strangled by a mix of private and public debt.

In the early years of the crisis, most European countries had injected a large amount of public liquidity into the banking system to deal with the chain failures of the credit institutions. A behaviour that many thought would have led to even greater damage than the one inflicted by the recession. In Germany alone

*Contributo approvato dai revisori.

we saw that more than 250 billion euros were introduced into the banking circuits. Other countries, with a weaker economy, had to ask for external aid, but this money, loaned with high interests, had ultimately pushed these countries to undergo painful cuts in public budgets and to accept a reform plan under the Troika influence (International Monetary Fund, EU Commission, ECB). Among these countries we find Greece, Ireland, Portugal and Cyprus.

Italy, however, as it was already battling the rise of the public debt, categorically excluded the use of external intervention to restore its banking system, which according to its ministers of Economy and Finance at the time, Mr. Grilli and Mr. Saccomanni, was to be considered more solid than other European partners.

The reason behind their words was, without a doubt, the will to not alarm the international markets that were already under attack in Italy, for the enormous amount of its public debt. This choice to not intervene, except for the isolated case of Monte dei Paschi di Siena Bank, have had inevitable repercussions on the ability of Italian credit institutions to withstand the shock wave of the crisis. The subsequent tightening on the capital requirements to be possessed starting from 2014, approved at European and international level was an understandable reaction to the economic and financial cataclysm of previous years.

Ultimately the Great Crisis has certainly left various slags but the most insidious and dangerous for the banking system is to be found in the huge amount of impaired loans.

SOMMARIO: 1. Cenni sugli Accordi di Basilea - 2. La definizione dell'EBA - 3. Maggiori differenze tra la previgente normativa italiana e gli ITS - 4. Le "forborne measures" - 5. L'intervento della BCE

nel 2017 - 6. La proposta di Direttiva della Commissione Europea – 7. Il sistema GACS - Il riflesso del rating in soluzioni di smaltimento degli NPLs - 8. Considerazioni conclusive sul sistema GACS - 9. L'accordo Intesa Sanpaolo – Intrum - 10. La *National Asset Management Agency* in Irlanda - 11. La SAREB in Spagna – 12. Conclusioni

1. La crisi finanziaria ha imposto una revisione globale dei criteri di governo del settore bancario rendendo indispensabile recuperare il criterio della “sana e prudente gestione” delle esposizioni patrimoniali delle banche. A tal proposito, un accordo si è raggiunto nel consesso del Comitato di Basilea, il quale ha prodotto una serie di regole di *soft law* che hanno preso il nome di “Basilea 3”, le quali sono, per l'appunto, scaturite dalla reazione di porre argine alla crisi del 2008.

L'impianto di Basilea 2, ideata prima della crisi, imponeva alle banche un coefficiente patrimoniale minimo dell'8% e prevedeva la novità dell'introduzione di criteri di ponderazione basati sul *rating* interno o esterno ai fini della misurazione dei requisiti patrimoniali a copertura dei rischi, in modo da archiviare il superato meccanismo fisso previsto da Basilea 1¹.

L'inadeguatezza di queste misure costringe all'elaborazione di Basilea 3, con la quale si irrigidiscono i parametri in contrasto con il *laissez-faire* degli anni precedenti.

Le nuove regole di Basilea 3 prevedono che oltre al patrimonio di base dell'8% devono essere previsti dei *buffer* specifici di capitale. Questi cuscinetti di liquidità, in un'ottica di rafforzamento della stabilità finanziaria, devono essere costituiti in una fase di espansione economica e rappresentare una riserva a cui

¹Cfr. TROISI, Manuale di diritto bancario e finanziario, a cura di Francesco Capriglione, Lavis (TN), 2016, pag. 487.

attingere nei momenti di contrazione del ciclo.

Per quanto concerne il *non performing loan*, il Comitato di Basilea è comunque giunto ad una definizione unitaria: *“as a loan that is more than 90 days past due, thus making eligible for termination”*².

Nel testo dell'Accordo viene anche chiarito il ruolo delle garanzie poste a collaterale per il calcolo della sofferenza e sono introdotte regole definite per quanto riguarda l'*upgrade* di un'esposizione da *non performing* a *performing*.

Una classificazione puntuale e coerente degli NPLs è, quindi, di fondamentale importanza per le Autorità di vigilanza al fine di valutare correttamente gli accantonamenti necessari o la richiesta di avviare un'operazione di aumento di capitale³.

Nonostante le banche europee siano ancora alle prese con l'attuazione del quadro regolamentare delineato dalla CRD IV e dal CRR, già il mondo bancario è in fermento per una discussione profonda dei principi e delle regole sui quali poggia, i quali dovrebbero confluire nei nuovi accordi di Basilea 4 e nell'emanazione della CRD V e di un CRR2.

Pur in un'ottica di crescenti divergenze tra Europa e Stati Uniti, Masera segnala che *“il pendolo regolamentare si sposta dal numeratore dei capital ratios – che era al centro di Basilea 3 in termini sia di qualità, sia di quantità – verso un'ambiziosa revisione del denominatore, accompagnata da enfasi maggiore sulla leva”* e, focalizzando sul profilo contabile, si prevede *“la necessità di un approccio articolato per settori e per dimensioni delle banche, ma anche*

²Cfr. Basel Committee on Banking Supervision, Sound Practices for Loan Accounting and Disclosure, BCBS Paper, luglio 1999.

³Cfr. MIGLIONICO, Crediti deteriorati – Regolazioni a confronto, UTET Giuridica, Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano, 2018, pag. 90.

l'esigenza di un linguaggio contabile unico"⁴.

I costi e la politica dell'"*one size fits all*", applicata con sempre meno eccezioni in Europa, spingono inevitabilmente in sofferenza le *less significant banks*, le quali vengono costrette in maniera inevitabile verso fusioni o incorporazioni, perdendo così quella natura di banca del territorio, capace di interagire in maniera sinergica con le PMI.

Non è un caso che negli Stati Uniti, dove si sono adottate regole differenziate, il fenomeno della riduzione delle *less significant banks* sia in atto ma con dimensioni decisamente più ridotte rispetto al Vecchio Continente.

2. In un quadro così frammentato, occorre dar conto, in ambito europeo, della definizione di *non performing exposure* (NPE) fornita dall'EBA nel "*Final technical standards on NPLs and Forbearance reporting requirements*" del 21.10.2013 secondo cui una banca deve classificare un'esposizione come *non-performing*, senza tenere conto di eventuali garanzie (reali o personali), quando:

- è scaduta da più di 90 giorni e soddisfa i criteri di significatività definiti al livello nazionale;

- la banca ritiene che il debitore non sia in grado di ripagarla totalmente (*unlikely to pay*);

- è classificata come *impaired* e *defaulted* ai sensi rispettivamente delle regole contabili (IAS 39) e prudenziali (CRR)⁵.

Secondo Cotugno: "*Tra le fonti normative europee quelle relative alla definizione dei non performing loans sono fondamentalmente due: a) una di tipo*

⁴Così MASERA, Verso Basilea 4: le criticità per le banche e l'economia, Bancaria, 2016, pagg. 6 e 10

⁵Cfr. EBA, "*Final technical standards on NPLs and Forbearance reporting requirements*", 2013.

contabile, proposta nello IAS 39/IFRS 9 che introduce il concetto di *impaired loans*; b) una di tipo regolamentare, che fa convergere la nozione di *non performing exposures* a quella di *default* espressa dalla vigilanza prudenziale, secondo quanto stabilito dall'art. 178 del Regolamento (UE) n. 575/2013⁶.

Non essendoci uniformità in Europa su cosa classificare come NPL, occorre, senz'altro, segnalare che la Banca d'Italia, pur partendo da definizioni in contrasto o non sovrapponibili con quella dell'EBA, per mezzo del 7° aggiornamento della Circolare n. 272 del luglio 2008 (aggiornamento del 20 gennaio 2015) ha riorganizzato la sezione "Qualità del credito", abbracciando le nuove definizioni di credito *non-performing* e di *forborne exposure* previste dagli ITS dell'EBA.

Tra le principali innovazioni introdotte dalla Circolare vi è l'introduzione di "Esposizioni oggetto di concessioni" che era sconosciuta al nostro sistema segnaletico, e consiste nella confluenza delle partite ristrutturata nella categoria *unlikely to pay* (con/senza linee *forborne*) e la ridefinizione dell'esposizione incagliata che assume la nuova denominazione di "Inadempienza probabile"⁷. A seguito di tale riclassificazione operata dalla Banca d'Italia è quindi possibile suddividere i crediti deteriorati nelle tre categorie: a) sofferenze; b) inadempienze probabili; c) esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate. Come detto, accanto a queste si deve inserire una nuova categoria quella delle "*forborne exposures*", ovvero esposizioni che, a causa di una difficoltà finanziaria attraversata dal debitore sono state ristrutturate o rinegoziate in merito al piano di rientro o alle altre concessioni da parte della banca⁸.

⁶Così, COTUGNO, *Gestione e valutazione dei non performing loans*, Franco Angeli, Milano, 2018, pag. 23

⁷COTUGNO, *Gestione e valutazione dei non performing loans*, Franco Angeli, Milano, 2018, pag. 25.

⁸Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, "I non performing loan. Un quadro d'insieme", in *I crediti*

3. Tra le maggiori differenze risultanti dell'analisi comparativa tra la vecchia normativa italiana e la definizione fornita dall'EBA vanno, altresì, segnalati i concetti di “soglia di materialità” e di “meccanismo del *pulling effect*”. Per quanto concerne le esposizioni scadute e/o sconfinanti deteriorate, gli ITS non hanno previsto l'armonizzazione delle soglie di materialità ma lasciano, per il momento, inalterate le definizioni nazionali in attesa dell'emanazione di uno specifico regolamento applicativo sul tema (RTS). Il calcolo della soglia di materialità secondo gli RTS dell'EBA andrà stabilito dalle autorità competenti entro il dicembre 2020 fissando una soglia relativa e una assoluta e l'ammontare scaduto sarà considerato “materiale” quando entrambe le soglie saranno superate per 90 giorni consecutivi. Occorre, certamente, distinguere tra la soglia assoluta e quella relativa, in quanto la prima andrà a sua volta divisa a seconda della natura dell'esposizione (*retail* o altro). In sostanza la soglia relativa potrà essere fissata tra lo 0-2,5% e qualora le autorità competenti vogliano effettuare una deviazione dall'1% qualificato come “aumento consigliato” dovranno notificarlo all'EBA.⁹

Un'ulteriore discordanza tra la normativa italiana e gli ITS emerge sotto il profilo delle modalità di calcolo del *pulling effect*. In primo luogo emerge una differenza sotto il profilo temporale: la normativa italiana, a seconda della tipologia di esposizione, considerava incaglio un ritardo nei pagamenti di 150, 180 o 270 giorni mentre, coerentemente con l'impianto complessivo delineato, l'EBA classifica come *defaulted* le esposizioni scadute e/o sconfinanti per un periodo superiore ai 90 giorni.

In seconda battuta, la differenza più macroscopica è data dalla mancanza

deteriorati nelle banche italiane, G. Giappichelli Editore, Torino, 2017, pagg. 1-2.

⁹Cfr. CIOCCHETTA, RENDINA, SCHIAVO, “La classificazione dei crediti deteriorati” in Il mercato dei Npls tra domanda e offerta, EGEA S.p.A., Milano, 2017, pagg. 31-32

della nozione di incaglio nel criterio valutativo dell'EBA. La regolamentazione italiana, al contrario, utilizzava la definizione di incaglio quale strumento utile per consentire l'attrazione nelle attività finanziarie deteriorate del complesso delle esposizioni verso un medesimo debitore quando una prefissata soglia di rilevanza veniva superata (pari o superiore al 10%) in Italia mentre l'EBA prevede una soglia di rilevanza più alta (ossia il 20%) “*calcolata come rapporto tra l'intera esposizione per cassa scaduta e/o sconfinante e il totale delle esposizioni per cassa verso il medesimo debitore*”¹⁰. Questa discrasia rende difficoltoso anche in sede di vigilanza bancaria procedere ad un corretto ed equilibrato *Asset Quality Review* tra i vari istituti europei.¹¹

4. Come preannunciato la vera novità della normativa è l'introduzione delle c.d. “*misure di tolleranza*” o in inglese (*forbearance*) che consistono in rinegoziazioni o ristrutturazioni “tollerate” dalla banca proprio in relazione non più all'intera posizione debitoria del cliente ma alla singola esposizione creditizia in modo da permetterne un prolungamento e/o una maggiore sostenibilità finanziaria. Le rinegoziazioni riguardano sia clienti ancora *performing* che clienti *non performing* e, da ciò, si comprende come esse risultino sostanzialmente trasversali alla classificazione dei crediti.

Le *non performing exposures with forbearance measures* includono anche le ristrutturazioni realizzate con il fine di liquidare l'intera posizione del debitore classificata come sofferenza e, altresì, le concessioni fatte a fronte di concordati preventivi “in bianco” che sono evoluti in accordi di ristrutturazione. Più specifi-

¹⁰Così CIOCCHETTA, RENDINA, SCHIAVO, “La classificazione dei crediti deteriorati” in Il mercato dei Npls tra domanda e offerta, EGEA S.p.A., Milano, 2017, pagg. 32-33.

¹¹Si v. KRUEGER, International Standards for Impairment and Provisions and their Implications for Financial Soundness Indicators, F.M.I., giugno 2002, pag. 20

catamente si presume che la banca stia concedendo una misura di tolleranza soltanto quando va a modificare le condizioni economiche o di scadenza di un contratto preesistente o a rifinanziare un'esposizione a scadenza.

La banca può agire sia attraverso le clausole di discrezionalità, inserite nel contratto originario, le quali sono rimesse alla volontaria attivazione del debitore con l'assenso della banca (*embedded forbearance clauses*), sia unilateralmente anticipando il deterioramento.

Il credito viene tenuto sotto osservazione dopo la concessione della misura di *forbearance* per una durata ricompresa tra i 12 e i 24 mesi, definito *probation period*.

La cessazione della misura di *forbearance*, secondo quanto riportato da Cotugno, interviene quando sono verificate tutte le seguente condizioni:

“- l'analisi della situazione economico-finanziaria del cliente esclude la possibilità di classificare lo stesso tra le esposizioni non performing;

- è trascorso un periodo di almeno 24 mesi (probation period) dalla data di concessione della misura di forbearance;

- i pagamenti in linea di capitale e interessi sono stati eseguiti per un controvalore aggregato “più che insignificante” per almeno la metà del probation period¹²;

- nessuna delle esposizioni in essere del debitore presenta un ritardo superiore a 30 giorni al termine del periodo di prova”¹³.

¹²Si è molto dibattuto in fase di consultazione su questo punto e in particolare sul concetto di “ammontare non insignificante”, in quanto ritenuto da diversi interlocutori vago (per esempio la Irish Banking Federation) o inappropriato, in quanto si ritiene che solo l'integrale pagamento comporta la migrazione di status (per esempio Federation Bancaire Francaise). Si veda sul punto anche Callegaro (2014).

¹³Così COTUGNO, Gestione e valutazione dei non performing loans, Franco Angeli, Milano,

Una *performing forborne exposure* può a sua volta beneficiare di un'ulteriore misura di tolleranza (*re-forborne*) ma, se nel corso del *probation period* diventa scaduta per un periodo superiore a 30 giorni, deve essere classificata tra le esposizioni *non performing with forborne measures*.

Nel 2016, per le principali banche italiane i crediti *forborne (performing e non performing)* rappresentavano circa il 5% dei crediti complessivi mentre l'incidenza dei soli crediti *forborne performing* sul totale era dell'1,8%¹⁴.

5. Nel marzo 2017, la BCE è intervenuta per dettare in materia di gestione di NPLs delle *guide lines* rivolte alle *significant banks* sottoposte a vigilanza diretta nell'ambito del *Single Supervisory Mechanism (SSM)*.

Le linee guida della BCE parlano genericamente di *non performing loan (NPL)* ma, in realtà, si riferiscono a tutte le esposizioni deteriorate (NPE) riprendendo la definizione EBA e a tutte le garanzie escusse (*foreclosed assets*) come anche le esposizioni *in bonis* ma con elevato livello di deterioramento, quali le esposizioni sotto osservazione (*watch-list*) e le esposizioni che ora si trovano *in bonis* ma sono state oggetto di concessione (*forbearance*). In sostanza, l'Istituto di Francoforte utilizza indistintamente le definizioni NPL e NPE.

L'impianto di base per la strategia indicata dalla BCE è costituito da: una valutazione del contesto operativo; elaborazione della strategia per gli Npls, fra cui obiettivi in termini di sviluppo della capacità operativa (sul piano qualitativo) e riduzioni previste degli Npls (sul piano quantitativo) a breve, medio e lungo termine.

2018, pag. 31.

¹⁴Fonte: risultati dell'esercizio di stress test delle maggiori banche europee coordinato dall'EBA, luglio 2016.

Partendo dall'analisi della capacità di autovalutazione, la banca dovrebbe riuscire a segmentare il mercato delle proprie attività in modo da individuare quale sia il portafoglio di attività maggiormente sintomatiche di deterioramento, quali potenziali correlazioni e nessi di causalità ci siano tra gli eventi¹⁵.

Tra gli obiettivi delle *guide lines* vi è quello di tentare di riportare un credito deteriorato *in bonis* tramite una misura di *forbearance* evitando espedienti a carattere “dilatatorio” al solo fine di posporre azioni giudiziarie di recupero.

Al fine di massimizzare il recupero dei crediti, Capriglione ha sottolineato come debba essere conseguenziale “*la indispensabile introduzione, da parte degli intermediari creditizi, di un sistema di controlli interni in grado di assicurare una visione di insieme dei rischi e la loro coerenza con il Risk Appetite Framework (RAF)*”¹⁶.

La diversa suddivisione temporale risponde all'esigenza di tener conto di misure, quali quelle a breve termine, destinate a fronteggiare un'improvvisa e momentanea difficoltà finanziaria del debitore mentre, quelle a medio-lungo termine andrebbero concesse solo ove si ravvedano particolari condizioni di fattibilità.

Tale valutazione necessita di un supplemento di attenzione “*da parte di una struttura preposta al controllo dei rischi di una banca con l'opportuna approvazione da parte di un organo decisionale di alto livello*”¹⁷.

6. In data 13 marzo 2018, la Commissione Europea ha pubblicato una

¹⁵Linee-guida BCE, marzo 2017.

¹⁶Così CAPRIGLIONE, Incidenza degli Npl sulla stabilità del sistema bancario, *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 3/2018, pag. 218.

¹⁷Così COTUGNO, *Gestione e valutazione dei non performing loans*, Franco Angeli, Milano, 2018, pag. 33.

proposta di direttiva volta alla riduzione dei tempi di recupero e ad imprimere un impulso per una migliore gestione sul tema delle sofferenze bancarie. L'organo esecutivo comunitario, in particolare, si prefigge l'obiettivo di una modifica del Regolamento UE n. 575/2013 (CRR) sui requisiti minimi di copertura per le *non performing exposures* (NPEs).

Tale sforzo è esiziale se si vuole proseguire con il completamento della *Banking Union* e con la creazione di una *Capital Market Union*.

La futura direttiva dovrebbe, in sostanza, incentrarsi su tre punti: a) l'introduzione di un regime comune relativo alle società di gestione di recupero dei crediti deteriorati; b) regolazione dell'accesso all'attività dell'acquisto del credito sul mercato secondario; c) l'obbligo per gli Stati di introdurre almeno una procedura stragiudiziale di escussione delle garanzie dei crediti.

Partendo dal primo punto è da sottolineare, secondo quanto evidenziato anche da Corrado Angelelli, che in Italia già esiste l'obbligo di iscrizione ai sensi dell'art. 115 del TULPS quale *conditio sine qua non* per lo svolgimento dell'attività di *servicing* ma non risponde pienamente ai nuovi requisiti europei di cui si discute¹⁸. Nello specifico, una società di recupero crediti dovrà vedersi rilasciata un'autorizzazione da parte di un'Autorità preposta alla funzione di vigilanza con la quale potrà operare *cross-border* all'interno del territorio dell'Unione Europea in ragione del “principio dell'*home country control*”.

Il secondo *key-point* della proposta di direttiva si basa sull'eliminazione di qualsiasi impedimento nella legislazione interna degli Stati alla parità di accesso all'attività di acquisto. Gli Stati membri dovranno provvedere affinché venga garantito ai compratori il pieno accesso alle informazioni necessarie per deter-

¹⁸ANGELELLI, in www.dirittobancario.it del 21.03.2018.

minare il valore del credito e la solvibilità dello stesso. Infine, gli Stati membri dovranno dotarsi di almeno un sistema di escussione stragiudiziale delle garanzie dei crediti tra cui l'asta pubblica, la vendita privata e l'*appropriation* in modo da rendere il sistema del recupero del credito più rapido e più flessibile.

In merito a ciò si può affermare che *“Il ricorso a tali strumenti dovrà essere approvato per iscritto dalle parti dell’accordo. In questo senso, è probabile che all’interno dei nuovi contratti di finanziamento verrà prevista una clausola apposita. Il creditore, inoltre, dovrà notificare la propria intenzione ad esercitare la garanzia con un preavviso di quattro settimane. Una volta ricevuta la notifica, il debitore sarà impossibilitato a disporre del bene in garanzia”*¹⁹.

In ordine al terzo punto, l'ordinamento italiano è già intervenuto con l'art. 48-*bis* del TUB introdotto con il D.L. n. 59/2016, convertito nella legge n. 119/2016, il quale disciplina il Finanziamento alle imprese garantito da trasferimento di bene immobile sospensivamente condizionato (c.d. Patto Marciano).

Con l'art. 120-*quinqüesdecies* TUB si è deciso di introdurre uno strumento simile anche nei confronti dei rapporti con i consumatori seppur edulcorato da una serie di particolari tutele vista la ormai ben nota attenzione che il nostro legislatore riserva alla categoria dei consumatori.

Nel novembre 2018, la Commissione UE ha pubblicato la III Relazione sulla riduzione dei crediti deteriorati da cui emerge la prosecuzione del processo di miglioramento, attestandosi la media UE ad un valore del 3,4% anche grazie al deciso intervento di alcuni Stati membri e degli operatori di mercato ma, al contempo, visto il protrarsi della situazione di debolezza finanziaria e il profilarsi di nuove tensioni per l'economia europea anche talvolta per cause esogene ad es-

¹⁹Così ANGELELLI, in www.dirittobancario.it del 21.03.2018.

sa, ha invitato l'Euro-Parlamento ed il Consiglio ad addivenire ad un accordo sulla proposta di iniziativa legislativa lanciata nel marzo 2018, caldeggiando anche la creazione di una piattaforma europea per la negoziazione dei crediti deteriorati, ossia un mercato unico in cui banche ed investitori possano scambiare portafogli di crediti deteriorati²⁰. Tale invito è stato accolto dal Comitato dei rappresentanti permanenti degli Stati membri presso il Consiglio dell'Unione Europea (Coreper), il quale ha raggiunto un accordo di massima per allungare i tempi di smaltimento delle sofferenze rispetto alla proposta della Commissione considerata troppo rigida. Ai fini della svalutazione degli NPLs nei bilanci bancari si passa da due a tre anni per i nuovi crediti *unsecured* (senza garanzie) mentre sulle sofferenze garantite da un collaterale *movable* la copertura totale scatterà dopo sette anni (prima erano otto)²¹. I crediti *non performing* garantiti da immobili dovranno essere svalutati del 100% in nove anni anziché otto. Nel dicembre 2018 è stato approvato dal Trilogo UE (Commissione, Consiglio e Parlamento) e dall'Ecofin il c.d. "pacchetto bancario" e, tra le varie misure adottate, vi è quella di rendere meno onerose le cessioni di *non performing loans* introducendo un trattamento meno penalizzante per le cessioni compiute dopo il 2016 superiori al 20% dello *stock* totale detenuto dall'istituto di credito. Con queste modifiche al Regolamento UE n. 575/2013 (CRR), l'ABI ha ritenuto siano state accolte molte delle obiezioni fatte in modo da rendere più sostenibile la disciplina delle svalutazioni a vantaggio delle banche italiane. Ciò nonostante rimangono dei dubbi riguardo l'introduzione dell'*Accelerated Extrajudicial Collateral Enforcemnt* (AECE) che rischia di creare effetti sociali distorsivi e non desiderati

²⁰Fonte: The Third Progress Report on the reduction of non performing loans and further risk, European Commission, November 2018.

²¹Cfr. DAVI, Banche, svalutazioni più morbide su Npl Acquisti più facili per le specializzate, Il Sole 24Ore, 7 dicembre 2018.

proprio come avvenne ai tempi dell'introduzione del *bail-in*.

7. Ne consegue che, in un quadro generale così complesso e frammentato come quello degli NPLs, il ruolo delle agenzie di *rating* è quanto mai importante e delicato perché si contraddistingue per il dovere di informare l'investitore in ordine agli eventuali rischi di non solvibilità che possono derivare da un imprevedibile tracollo del titolo²².

Un ruolo ancor più delicato assume il *rating* nei confronti del risparmiatore che, tendenzialmente, sconta un'asimmetria informativa maggiore rispetto a quella dell'intermediario la quale non gli permette di avvertire gli ineludibili sintomi di un repentino *default*²³.

All'inizio del 2016 il Governo italiano e la Commissione Europea hanno raggiunto un accordo sulla modalità tecnica da adottare per incentivare le banche a dismettere i loro crediti deteriorati evitando che tale "aiuto" fosse configurabile come una violazione della disciplina europea sugli aiuti di Stato ai sensi dell'art. 107, co. 1 del TFUE.

La soluzione individuata, però, è risultata quanto mai lontana dall'idea originaria di creare una *Asset Management Company* (AMC). Quest'ultima opzione, finanziata da investitori privati e pubblici, avrebbe permesso l'incorporazione dei crediti deteriorati a livello di sistema a prezzi di mercato, quindi certamente non superiori al loro NBV (*net book value*) con il compito in capo alla

²²Cfr. VELLA - GHETTI, Il rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio, in *Giur. Comm.*, 2016, VI, pagg. 762 e ss.

²³Cfr. MIGLIONICO, Crediti deteriorati – Regolazioni a confronto, UTET Giuridica, Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano, 2018, pag. 26.

AMC di riscuotere il ricavato al fine di remunerare gli investitori²⁴.

Il D.L. n. 18/2016 convertito in legge dell'8 aprile 2016, n.49, prevede una garanzia statale da concedere alle banche a prezzi di mercato sulle *tranches* più sicure (senior) delle cartolarizzazioni delle loro sofferenze.

La cartolarizzazione dei crediti è una tecnica che non può dirsi di certo una novità sul panorama finanziario per lo meno al di fuori dei confini nazionali.

In Italia, al contrario, si fa strada con notevole ritardo a causa del contesto normativo sfavorevole tanto che il primo intervento legislativo in materia arriverà solo nel 1999 con la Legge n. 130. Con tale intervento si è reso possibile costituire “*società veicolo sottocapitalizzate con un patrimonio segregato rispetto al cedente e con la possibilità di emettere obbligazioni aventi come sottostante il portafoglio crediti ceduto*”²⁵.

Il dato che rende meglio l'idea che il fenomeno ha assunto è quello di quasi mille operazioni di *securitization* con attivi cartolarizzati pari a oltre mille miliardi di euro dall'introduzione della legge n. 130/1999 ad oggi²⁶.

Dai dati emerge, comunque, che sul totale degli *assets* cartolarizzati, gli NPLs, almeno fino ad oggi, hanno rappresentato una percentuale davvero minima (1,8%) dei volumi.

Le cartolarizzazioni di crediti deteriorati hanno avuto volumi rilevanti negli anni immediatamente successivi all'emanazione della normativa di settore. Successivamente si è assistito ad una costante riduzione del volume di operazioni e, sebbene sia apprezzabile l'intervento legislativo del D.L. n. 50/2017,

²⁴Cfr. AMERUOSO, CARLUCCIO, La garanzia cartolarizzazione sofferenze in “Il mercato dei NPLs tra domanda e offerta”, EGEA S.p.A., Milano, 2017, pag. 134.

²⁵Così COTUGNO, Gestione e valutazione dei non performing loans, Franco Angeli, Milano, 2018, pag. 116.

²⁶Fonte: elaborazioni da dati 130Finance, www.securitisation.it

convertito nella l. n. 96/2017 volto a facilitare la cessione di NPLs da parte delle banche italiane ampliando le possibilità operative dei veicoli, lo strumento della cartolarizzazione appare poco consono alle esigenze attuali degli operatori del settore.

L'impostazione originaria del quadro normativo resta, sostanzialmente, ancorata allo svolgimento di operazioni che, *“dopo aver individuato un portafoglio di credito, tendono ad acquisirlo ad un prezzo tale da remunerare il rischio assunto dagli investitori. Da qui, un trasferimento di valore (dall'ente creditizio agli investitori) che riduce la dimensione patrimoniale della banca (a vantaggio della profittabilità degli investitori); trasferimento che appare poco compatibile con le condizioni in cui versa l'industria bancaria post-crisi”*²⁷.

Tutto ciò premesso, occorre ora passare ad analizzare nel dettaglio lo svolgimento dell'operazione GACS e l'influenza, anche qui, determinante del giudizio di *rating*.

L'istituto di credito detto anche *“Originator”* crea uno SPV (*special purpose vehicle*) con il quale imbastisce operazioni di *securitization*. Le banche, infatti, cedono a titolo oneroso i loro crediti deteriorati (mutui, crediti derivanti da contratti di leasing, prestiti personali, ecc.) ad un valore non superiore al NBV (*net book value*) allo SPV, il quale finanzia l'acquisto degli NPLs tramite l'emissione di *asset backed securities* (ABS), ossia strumenti finanziari sottoscritti prevalentemente da investitori istituzionali i cui flussi, per interessi e rimborso della quota capitale, sono garantiti da quelli derivanti dagli attivi sottostanti. I *bondholders* avranno come garanzia per il rimborso dei titoli di credito sottoscritti esclusiva-

²⁷Così LEMMA in “Messa in sicurezza del mercato bancario”, Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia 3/2017 Supplemento pag. 153.

mente l'attivo patrimoniale della società veicolo (in genere quasi sempre il minimo di legge di 10.000 euro). L'*originator*, in sostanza, trasferisce flussi finanziari generati dagli attivi ceduti e incassa la *servicing fee*.

L'operazione viene curata, generalmente, da un'*investment bank*, la quale, a fronte della ricezione di una *fee*, agisce come *lead manager* e *advisor* del collocamento presso gli investitori.

Il frutto della cartolarizzazione (ABS) viene a sua volta suddiviso in *tranches* senior e *tranches* junior ed eventualmente, anche *mezzanine*. Lo Stato italiano, attraverso il MEF, si impegna a prestare garanzia solo alle *tranches* senior. A tal proposito, quale preconditione per la concessione della garanzia è che le senior non abbiano un *rating* inferiore all'*investment grade*, secondo i giudizi delle quattro agenzie di *rating* riconosciute dalla BCE (*Moody's, Fitch, Standard & Poor's, DBRS*). L'agenzia di *rating*, quindi, esprime un giudizio circa la qualità della struttura finanziaria e legale dell'operazione. Tale giudizio serve, in primo luogo, a ridurre l'inevitabile asimmetria informativa tra banca e investitori e poi, è imprescindibile per i fondi comuni d'investimento che, come noto, possono sottoscrivere per regolamento solo prodotti con elevati livelli di giudizio. Nelle cartolarizzazioni di crediti *performing* (per esempio mutui ipotecari) la normale evoluzione prevede semplicemente un giro sui conti del *servicer* deputato a gestire i flussi dai debitori ceduti a favore dei sottoscrittori delle ABS e, solo in caso di insolvenza del debitore ceduto, la società di recupero crediti, "*direttamente da sé o con l'ausilio di altri sub-servicers, procede all'escussione della garanzia ipotecaria. Nelle cartolarizzazioni di performing loans, pertanto, le attività di recupero sono solo eventuali e subordinate all'inadempienza dei debitori ceduti*"²⁸.

²⁸Così COTUGNO, *Gestione e valutazione dei non performing loans*, Franco Angeli, Milano,

Per quanto concerne i crediti *non performing* appare subito evidente come, anche in questo caso, il giudizio delle agenzie di *rating* svolga un ruolo decisivo nell'assicurare il successo o meno del piano di smaltimento da parte di ciascun intermediario attraverso questo meccanismo. Ottenere un giudizio troppo basso sulle *tranches* di crediti cartolarizzati ceduti per la banca *originator* significa corrispondere una maggiore remunerazione (*credit spread*) ai sottoscrittori.

L'ammontare della commissione sarà determinato dal premio pagato sui *credit default swap* (CDS) di emittenti italiani aventi un profilo di rischio al livello di quello delle *tranches* senior. Quindi, a seconda del *rating* riconosciuto alle *tranches* senior il paniere risulterà composto da CDS via via meno affidabili fino ad arrivare alle soglie del *non investment grade*.

La società, facente parte del paniere dei CDS utilizzato per determinare il tasso di rendimento delle *tranches* senior, qualora subisca un *downgrade*, verrà sostituita con un'altra i cui CDS possano vantare un livello di *rating* in linea con quelli delle altre *companies*.

Questo valore è in costante oscillazione essendo calcolato con la media dei *mid price* (prezzi di metà giornata) che il paniere dei CDS di riferimento ha fatto segnare nei 6 mesi precedenti la transazione (dato ottenibile da Bloomberg utilizzando la derivazione CMAL).

L'altro elemento che influisce sul costo della garanzia è costituito dalla *maturity* (scadenza) della *tranche* a cui viene applicata la garanzia statale. L'aumento dei costi legato alla durata della garanzia è associato al più alto rischio da coprire ma è congegnato anche per costituire un incentivo ad un recupero delle sofferenze nel più breve tempo possibile. La commissione annua da riconoscere

2018, pag. 121.

allo Stato viene determinata in misura fissa ed in base ad un paniere di riferimento

All'interno della disciplina della GACS sembra esserci anche un ulteriore cavillo affinché il piano di smaltimento delle sofferenze con garanzia statale sulle cartolarizzazioni decolli. Sul punto, va sottolineato come, condizione imprescindibile per il riconoscimento della garanzia statale sulle *tranches* senior, sia che la banca abbia precedentemente collocato sul mercato almeno il 50% più uno delle *tranches* junior e *mezzanine* (qualora siano state emesse) e, comunque, un ammontare di questi titoli tale da poterli eliminare contabilmente dalla sezione dei crediti cartolarizzati del bilancio della banca e/o del gruppo bancario di appartenenza²⁹.

E', quindi, necessario che la banca ottenga dai propri revisori contabili l'assenso per la *derecognition* (operazione consistente nella rimozione di attività e passività dal bilancio di un'entità giuridica) dei crediti cartolarizzati sulla base di quanto disposto dal principio contabile internazionale IAS 39. La priorità nella remunerazione è una delle caratteristiche tipiche della GACS.

Dopo l'assolvimento di eventuali oneri fiscali, la soddisfazione di quanto dovuto a titolo di *fees* ai *servicers* e la corresponsione delle remunerazioni ai soggetti che hanno curato l'operazione di messa sul mercato delle cartolarizzazioni, vi è il pagamento delle somme dovute a fronte della concessione GACS sui titoli senior.

Solo alla fine si giunge al rimborso integrale del capitale dei titoli senior e via via a scalare del capitale delle *tranches mezzanine* e, solo in via residuale, degli interessi e del capitale dei titoli classificati come junior.

²⁹Cfr. AMERUOSO, CARLUCCIO, La garanzia cartolarizzazione sofferenze in “Il mercato dei NPLs tra domanda e offerta”, EGEA S.p.A., Milano, 2017, pag. 138.

La distribuzione dei risultati in termini di rimborso dell'investimento (*cash flow*) come abbiamo visto è strutturata su un arco temporale di 7 anni, dove però i maggiori flussi si registrano mediamente negli anni centrali (terzo e quarto anno) anche se grazie alle modifiche attuate alla Legge Fallimentare del 2016 si presume si possano ridurre di molto i tempi di recupero.

La stima di recupero su un portafoglio di investimento si attesta statisticamente intorno al 42,3% cui poi devono essere decurtati in media un 7% di costi legali e di procedimento e un 10% di costi di *servicing*. Si arriva, quindi, ad un VAN (valore attuale netto) del 25,95% circa del GBV (*gross book value*). Secondo le ipotesi previsionali di Amuruoso e Carluccio il costo del *servicing* di un'emissione composta pariteticamente da *tranches* senior e *tranches* junior è del 10% con un IRR rispettivamente per l'*equity* (junior) pari al 13% e un costo del *debt* (senior) pari al 5%. Se, però, si prende in considerazione lo scenario dell'utilizzo della garanzia statale, il costo del *funding* si abbassa dal 5% allo 0,5%, con un costo medio delle fonti di finanziamento che, di conseguenza, si attesta ad un valore molto più conveniente (6,8%). A questa cifra occorre aggiungere il costo remunerativo della GACS sulle *tranches* senior. Seguendo questa strada si arriva, comunque, ad un VAN superiore a quello senza garanzia pubblica, ossia ad un valore del 27,59% del GBV³⁰ che sicuramente è la diretta e concreta testimonianza della bontà della soluzione che si è cercato di trovare.

8. Dopo la creazione del sistema SSM, dalla stampa e tra gli operatori stessi del settore era emersa la ricostruzione secondo cui la BCE e la Banca d'Ita-

³⁰Cfr. AMERUOSO, CARLUCCIO, La garanzia cartolarizzazione sofferenze in “Il mercato dei NPLs tra domanda e offerta”, EGEA S.p.A., Milano, 2017, pagg. 145,146.

lia, di concerto, avessero fatto pressioni sulle banche per indurle a disfarsi rapidamente degli NPLs procedendo a cessioni indiscriminate.

L'accordo raggiunto tra la Commissione Europea e l'Esecutivo italiano nel 2016 è, quindi, sembrato a molti una via obbligata per risolvere l'annoso problema delle banche italiane.

In Italia, infatti, il numero delle transazione sugli NPLs, come detto in precedenza, rappresentava un numero davvero esiguo rispetto a quelle operate in altri Paesi dell'Unione Europea.

Il primo ostacolo era rappresentato dal *price gap* tra domanda ed offerta in quanto il prezzo a cui gli investitori sarebbero stati disposti a comprare i crediti deteriorati era di gran lunga inferiore al valore che le banche gli assegnavano nei bilanci.

Un altro sicuro deterrente era da individuare nelle tempistiche di recupero - la durata media delle procedure fallimentari in Italia è di sette anni, il che colloca il nostro Paese in 21^o posizione sui 30 Stati OCSE. L'ultimo grande ostacolo era da rinvenire nella lunghezza del procedimento di cessione³¹.

In base a quanto premesso, quindi, era necessaria un'ottimizzazione del procedimento di cessione degli NPLs che prevedesse un abbattimento dei costi e un miglior realizzo. La GACS, quindi, rappresenta una tentativo di fornire una via d'uscita a quest'*impasse*.

L'operazione di recupero condotta attraverso uno *special purpose vehicle*, avrà come effetto un celere rimborso dell'investimento coniugato al perseguimento di livelli di rendimento attesi dagli investitori.

Specie per quanto concerne la cessione dei crediti *non performing*, la car-

³¹Cfr. CRIVELLARI, L'intermediario bancario specializzato in NPL, in "I crediti deteriorati nelle banche italiane" a cura di F. Cesarini, G. Giappichelli Editore, Torino, 2017, pagg. 52,53.

tolarizzazione di quest'ultimi “alleggerisce” l'istituto di credito sia sotto il profilo dell'approvvigionamento finanziario sia perché permette un miglioramento degli indici patrimoniali.

La GACS, senza dubbio, presenta il vantaggio della volontarietà nell'adesione, per cui le banche sono libere di scegliere per la dismissione degli NPLs se adottare tale metodo o meno ma con ciò non si precludono la facoltà di scegliere, in base alle loro esigenze, soluzioni alternative alla GACS o complementari ad essa.

Infine, l'estensione temporale di 18 mesi (rinnovabili) per la concessione della garanzia dovrebbe costituire per la banca un lasso di tempo sufficiente a valutare il reale *appeal* di questo tipo di *asset* e dei relativi rendimenti richiesti da parte degli investitori.

Alla luce della riforma della legge fallimentare operata nel 2016, le banche più solide saranno indotte a procrastinare la cessione delle sofferenze più recenti in virtù del fatto che l'accorciamento dei tempi di riscossione, miglior risultato dell'intervento legislativo, potrebbe far incrementare il loro valore attuale netto (NAV). L'aumento dei *players* specializzati sul mercato delle sofferenze comporterà anche una diminuzione dei costi di strutturazione delle operazioni per le banche e, al contempo maggiori probabilità di recupero.

L'obiettivo principale delle cessioni, è e resta, fare pulizia nei bilanci bancari, reimpiegare i capitali “bloccati” per gli accantonamenti in altre attività sicuramente più redditizie e attendersi, perciò, nel medio periodo, un impatto positivo sul RoTe (*return on tangible equity*), che altro non è che il rendimento sul patrimonio netto tangibile³².

³²Cfr. AMERUOSO, CARLUCCIO, La garanzia cartolarizzazione sofferenze in “Il mercato dei

9. Dopo aver affrontato la soluzione di sistema, con adesione volontaria, offerta dal legislatore italiano si ritiene opportuno soffermarsi su un caso pratico che ha visto coinvolte da un lato una delle più grandi e solide banche del Paese (Intesa Sanpaolo) e dall'altro gli svedesi di Intrum.

La bozza contenente le linee programmatiche dell'accordo tra le due parti veniva annunciata al mercato il 17 aprile 2018, cui seguivano intensi mesi di trattative.

Il *closing* dell'accordo c'è stato agli inizi di dicembre 2018. L'intesa prevede la costituzione di una piattaforma di *servicing* detenuta al 51% da Intrum e al 49% da Intesa Sanpaolo e la cessione e cartolarizzazione di un portafoglio di crediti in sofferenza detenuti dalla banca italiana. La newco di *servicing* integrerà le piattaforme italiane di Intesa ed Intrum ed il contratto sottostante avrà una durata decennale.

Dall'altro lato trova conferma anche quanto riportato nel comunicato stampa di aprile scorso. La cessione e cartolarizzazione di crediti deteriorati per un valore di 10,8 miliardi di euro di Intesa Sanpaolo ha visto, infatti, l'emissione di una *tranche* senior sottoscritta da Banca Imi, Hsbc e Credit Suisse mentre le restanti *tranches mezzanine* e junior sono state sottoscritte dal nuovo veicolo partecipato da Intesa e da Intrum.

Il perfezionamento dell'operazione, come precisato nella nota, si traduce in una plusvalenza di circa 400 milioni di euro dopo le imposte nel conto economico consolidato del Gruppo Intesa Sanpaolo nel quarto trimestre 2018³³.

L'intera operazione si colloca all'interno del quadro dell'operazione di *de-*

NPLs tra domanda e offerta”, EGEA S.p.A., Milano, 2017, pagg. 156,157.

³³Nota di Intesa Sanpaolo del 3 dicembre 2018.

risking che l'istituto bancario sta portando avanti dal 2015 e che gli permetterà di centrare, con molta probabilità, gli obiettivi posti nel Piano d'Impresa 2018-2021³⁴.

La *partnership* con gli svedesi di Intrum implementa a pieno ritmo la strategia che già ha portato Intesa Sanpaolo a ridurre *“nel 2018 i crediti deteriorati del 26,4% a 16,59 miliardi di euro, rispetto ai 22,52 miliardi dell'anno precedente, pari a 36,5 miliardi in termini lordi. La riduzione dello stock di Npe, al lordo delle rettifiche di valore, è di circa 16 miliardi di euro nel 2018 e di circa 29 miliardi dal settembre 2015, rispettivamente di circa 5 miliardi e circa 18 miliardi escludendo la cessione dei crediti in sofferenza a Intrum”*³⁵.

L'operazione appena conclusa ha generato un importante riverbero anche sui profitti portando l'utile del quarto trimestre 2018 oltre la soglia del miliardo (1,038 miliardi euro).

A fine 2018 Intesa Sanpaolo presenta un Cet 1 pro-forma 2018 a regime al 13,6% evidenziando un eccesso di 430 punti base rispetto a quanto richiesto dal Regolatore, nonostante l'impatto negativo di circa 30 punti base derivante dalla riduzione del valore dei titoli di stato in portafoglio³⁶.

10. Sempre in tema di smaltimento di crediti deteriorati, giova volgere lo sguardo oltre i confini nazionali approfondendo l'interessante caso dell'Irlanda.

Dopo il crollo della banca d'affari *Lehman Brothers* e l'arrivo della crisi in Europa, l'Irlanda fu uno dei primi Stati ad essere coinvolto nella spirale della cri-

³⁴Dichiarazione del Consigliere Delegato di Intesa Sanpaolo Carlo Messina, 3 dicembre 2018.

³⁵Dati del “Il Sole 24 ORE” del 5 febbraio 2019.

³⁶Dall'articolo “Intesa Sanpaolo macina utili e dividendi, nel 2019 sarà battaglia agli UTP” sul sito www.finanzaonline.com del 5 febbraio 2019.

si anche per via dei legami tra il suo sistema bancario e quello statunitense e nord-europeo.

Nel giro di pochi anni, dovette fare consistenti iniezioni di liquidità alle banche ma ciò innescò un mix micidiale.

Nel 2008 il deficit irlandese era già al ragguardevole livello del 7% ma nel giro di due anni esplose fino al picco del 32,5% e, parallelamente, il debito pubblico che era nel periodo pre-crisi all'invidiabile livello del 42,6% nel 2012 schizzò al 123,2%. Se si guarda poi ai dati del debito privato le cose andavano anche peggio dato che il debito di famiglie ed imprese raggiunse all'apice la cifra *monstre* del 350%.

L'*acmè* della crisi del settore finanziario irlandese si raggiunse quando il sistema europeo delle BCN decise di bloccare l'erogazione di liquidità tramite il sistema ELA (*emergency liquidity assistance*) nei confronti delle banche della Tigre Celtica che nel frattempo avevano perso il requisito della solvibilità, indispensabile per beneficiare degli aiuti. L'ELA prende in considerazione temporanee carenze di liquidità ma nel complesso l'istituto di credito deve essere solvibile. Questo complesso di vicende, spinse il Governo della Repubblica d'Irlanda nel novembre 2010 a chiedere l'intervento della Troika (BCE – FMI – Commissione UE) per un valore complessivo di 67,5 miliardi di euro previa sottoscrizione di un *Memorandum of Understanding* in cui si impegnava a realizzare tagli alla spesa pubblica e importarti riforme strutturali. Questa pesante tempesta finanziaria aveva lasciato macerie nell'economia irlandese che, di conseguenza, aveva visto accumularsi secondo dinamiche simili ad altri Paesi europei un enorme *stock* di crediti deteriorati nei bilanci bancari.

La svolta arrivò, anzi, ancor prima della sottoscrizione del piano di salva-

taggio, quando nel 2009 fu creata la NAMA (National Asset Management Agency). La strategia della NAMA si articola secondo precisi interventi.

Il primo ha riguardato l'acquisizione di 11.500 terreni, lo sviluppo e l'incentivo a concedere prestiti associati da parte delle cinque maggiori istituzioni finanziarie.

Questo primo intervento è stato seguito da un intenso impegno nei confronti dei debitori, i cui prestiti erano stati acquisiti, al fine di ottenere una comprensione dettagliata delle loro attività e di iniziare a formulare una strategia per il rimborso del debito. La fase finale e più lunga prevede di raggiungere, attraverso una serie di tappe di riduzione del debito, il rimborso totale dei prestiti debitori entro il 2020. Questa fase finale include anche obiettivi riguardanti la fornitura di nuove unità abitative e lo sviluppo di nuovi spazi commerciali e residenziali nel *Dublin Docklands*³⁷. Si può quindi affermare che la NAMA funzioni come una *bad-bank*.

Il *book value* dei crediti deteriorati ammontava originariamente a 77 miliardi di euro (comprendente 68 miliardi di euro per i prestiti originari e 9 miliardi di interessi rialzati) ed il valore patrimoniale originario a cui i prestiti si riferivano era di 88 miliardi di euro, con un prestito medio del 77%, il cui attuale valore di mercato è stimato in 47 miliardi di euro³⁸.

La struttura della NAMA prevede la creazione di uno SPV, il quale ha una maggioranza di *private equity* e, per mezzo dell'emissione di titoli, la maggior parte dei quali è supportata da una garanzia del governo irlandese, si occupa di finanziare gli istituti di credito in difficoltà.

³⁷Fonte: Sito ufficiale della NAMA.

³⁸The Irish Time, 17 settembre 2009.

Il “Master” SPV è classificabile come un'entità legale separata, la cui proprietà congiunta è così ripartita: 51% del capitale netto è detenuto dagli investitori privati, i quali, di conseguenza, esprimono il voto maggioritario, e il restante 49% è detenuto dalla NAMA.

Giova anche sottolineare che, sebbene lo SPV possa contare su un proprio Consiglio, la NAMA mantiene un veto su tutte le decisioni del Consiglio che potrebbero avere un'influenza sugli interessi di se stessa o del governo irlandese. Il Master SPV è, chiaramente, gestito con lo scopo di realizzare un lucro sull'acquisto e sulla gestione delle attività che si trova a detenere.

Per quanto concerne gli investitori privati presenti nel Master SPV, questi hanno diritto a ricevere un dividendo annuale legato alla performance del Master SPV.

Nel Bollettino della *Bank of Ireland* dell'aprile 2018 si traccia un resoconto sull'origine della crisi irlandese e sugli sviluppi avuti specie in relazione ai crediti deteriorati.

Dal documento emerge l'intenzione della Banca Centrale irlandese di operare per un recupero della stabilità finanziaria del Paese ma prestando attenzione a non colpire i consumatori o i soggetti in maggior difficoltà economica³⁹.

Nonostante il pronto intervento delle istituzioni irlandesi con la creazione della NAMA, negli anni duri della crisi e del salvataggio chiesto dal Governo con il conseguente arrivo della Troika lo *stock* degli NPLs continuò a salire.

Va, però, considerato che, già nel 2009, la NAMA ne aveva assorbito una gran parte con l'acquisto (74 miliardi di euro di crediti deteriorati dalle banche

³⁹Fonte: Quarterly Bulletin 02 - Central Bank of Ireland, April 2018, pag. 55.

domestiche irlandesi ad un valore di 31,8 miliardi, con un *haircut* aggregato, quindi, del 57%).

L'aggregato degli NPLs nel sistema finanziario irlandese ha subito, al contrario, una rapida discesa nel quadriennio 2013-2017, passando da oltre 80 a circa 30 miliardi.

Una caduta così repentina è da addebitarsi oltre al successo indubbio della *bad bank* anche ad una rinascita dell'economia irlandese con tassi di crescita fra i più alti dell'Eurozona (8,8% nel 2014; 25,1% nel 2015; 5,0% nel 2016; 7,2% nel 2017)⁴⁰.

Riguardo al caso irlandese si può, dunque, concludere che l'idea di intervenire già nel 2009 con la creazione di una *bad bank* come la NAMA cui devolveva i crediti deteriorati delle banche domestiche unito al piano di salvataggio richiesto da 67,5 miliardi sul finire del 2010 e a fattori peculiari dell'economia irlandese, come quello di attrarre le multinazionali con trattamenti fiscali particolarmente favorevoli hanno contribuito a generare una sorta di “miracolo economico” che viene portato ad esempio dalle istituzioni dell'Unione Europea.

11. Nel 2012 la Spagna si trovava in una situazione particolarmente complessa.

L'allora governo di centro-destra guidato da Mariano Rajoy decise di chiedere aiuto ai *partners* europei che attraverso il Fondo Salva-Stati misero a disposizione di Madrid fino a 100 miliardi di euro in cambio di una profonda ristrutturazione del settore creditizio. Il Governo spagnolo accettò di buon grado l'aiuto per un valore di 41 miliardi di euro necessari per la ricapitalizzazione del-

⁴⁰Fonte: Dati Eurostat

le banche a fronte del quale, però, furono poste alcune condizioni tra cui la creazione di una *bad bank*. Nello stesso anno fu creata l'*Asset Management Company* denominata SAREB (Sociedad de gestión de activos procedentes de la reestructuración bancaria), alla quale fu concesso di gestire *assets* per un periodo massimo di quindici anni. Gli aiuti del Fondo Salva-Stati vennero canalizzati nel FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) al quale fu attribuito il potere di obbligare gli istituti finanziari a trasferire alla SAREB determinate attività particolarmente deteriorate che potevano essere considerate una minaccia per la redditività di un istituto.

Il capitale della SAREB è a maggioranza privato (55%): lo controllano, oltre a quattro compagnie assicurative e al gigante energetico Iberdrola, quasi tutti i principali istituti di credito del paese, Santander e Caixa bank in prima linea, con l'eccezione del Bbva che per la sua "diserzione" si è visto penalizzato con l'obbligo di versare per intero il contributo statale al fondo di garanzia interbancaria dei depositi (mentre gli altri hanno beneficiato di sconti proporzionali alle quote di partecipazione al "*banco malo*"). Il restante 45% del capitale è stato sottoscritto dallo Stato attraverso il FROB (Fondo de reconstrucción ordenada bancaria). Il meccanismo prevedeva il trasferimento dei crediti deteriorati all'*Asset Management Company* senza che fosse necessario il consenso di parti terze ma, prima che ciò accadesse, vi doveva essere la determinazione del valore degli *assets* basato su stime affidabili da parte del *Banco de España*.

La BCE espresse già sul finire di quell'anno il suo apprezzamento per l'operazione ma inviando il rapporto sulla SAREB firmato dal suo Vice Presidente Victor Constâncio al Ministero dell'Economia spagnolo consigliava la prudenza nel pagamento di dividendi proponendo, per l'appunto, delle limitazioni a ga-

ranza del pagamento del debito garantito dallo Stato utilizzato nel finanziamento della SAREB⁴¹.

L'operazione però presenta, al contrario dell'esperienza irlandese, alcuni punti di debolezza. Il “banco malo” nel 2014 già registrava una perdita per 585 milioni di euro, il 124% in più rispetto al 2013. Secondo alcuni analisti, il nodo principale che non ha permesso una completa riuscita dell'operazione è il rendimento del 15% che, per statuto, deve essere garantito ai suoi azionisti privati, in primis Santander e Caixa Bank che insieme detengono quasi il 30% del capitale e agli altri 25 soggetti privati. Tale scelta è frutto di un preciso intento del Governo Spagnolo che, timoroso che l'operazione potesse fallire nel 2012, decise di invogliare gli investitori privati a partecipare al capitale del *banco malo* garantendogli un rendimento irrealistico e fuori dalle logiche di mercato. Una partecipazione del FROB al di sotto del 50% era necessaria affinché lo Stato spagnolo non nazionalizzasse le banche coinvolte nel salvataggio. Tale concessione fatta agli azionisti ha costituito, però, quel “peccato originale” che non ha permesso alla SAREB di trasformarsi subito in quella esperienza di successo quale, invece, è rappresentata dalla NAMA in Irlanda.

All'inizio del 2017 erano stati trasferiti 200 mila crediti in sofferenza per un valore di 50,7 miliardi⁴² e ciò ha permesso alle banche spagnole di erogare nuovi finanziamenti e di poter ridurre gli accantonamenti richiesti dalle regole prudenziali.

⁴¹Opinion of the European Central Bank of 14 December 2012 on asset management companies (CON/2012/108).

⁴²Cfr. BUFACCHI, La via spagnola per gli Npl, serve la bad bank anche per l'Italia, Il Sole 24ORE, 12 gennaio 2017

12. La crisi esplosa nel 2008 ha impattato contro un sistema istituzionale europeo non ancora pronto ad affrontare le grandi sfide che si sono profilate in un ristretto arco temporale.

La BCE, divenuta grazie al Trattato di Lisbona, una delle sette istituzioni dell'Unione Europea ha svolto, in varie occasioni, un ruolo supplente nei confronti di una politica litigiosa e incapace di giungere a soluzioni condivise per il timore di scontentare gli elettorati interni ai singoli Stati Membri.

Negli ultimi anni, quasi come una reazione istintiva alla grande crisi, in Europa si sono susseguiti regolamenti (CRR), direttive (CRD IV e BRRD), *guidelines* e raccomandazioni di varia provenienza, tutti volti a ristabilire il principio della sana e prudente gestione delle banche con aumento dei requisiti patrimoniali, predisposizione di accantonamenti, modalità uniformi di risoluzione con l'introduzione del principio del *bail-in* e verifiche periodiche sulla qualità degli attivi. Il passaggio della vigilanza dalle Banche Centrali Nazionali alla BCE per le *significant banks* ha segnato uno snodo fondamentale della strategia di controllo e di rafforzamento della stabilità finanziaria europea.

Le istituzioni europee sono intervenute più volte per sollecitare gli Stati Membri a predisporre soluzioni finalizzate a favorire la liberazione delle banche dall'enorme *stock* di NPLs. Ci sono Paesi come, per esempio, la Germania che già allo scoppio della crisi ha iniettato nel sistema bancario qualcosa come 250 miliardi di euro permettendo a questo di attutire l'effetto della crisi. Altri Paesi come gli esempi celebri di Spagna e Irlanda descritti sopra hanno scelto la via della creazione di una *bad bank* per rigenerare le loro banche uscite malconce dalla crisi. Questi due Paesi, seppur con qualche distinguo, grazie anche agli aiuti ricevuti dai *partners* europei, rappresentano due casi in cui si è verificato il

successo di questo strumento.

L'Italia, ha sempre sostenuto, per bocca di suoi maggiori esponenti politici, che il suo sistema bancario fosse complessivamente solido e che, eccetto il caso isolato dei Tremonti-*bonds* prima e, dei Monti-*bonds* poi, non vi fosse necessità di ulteriori interventi.

Sappiamo, però, che la storia è proseguita con una doppia recessione per l'Italia e con una perdita pesante della sua capacità manifatturiera e il fallimento di numerose aziende.

Le banche italiane, quindi, strette tra un aumento esponenziale dei crediti in sofferenza e la diminuzione del valore dei titoli di stato italiani che avevano acquistato in massa per sostenerne le quotazioni, si trovarono, chi più chi meno, in enorme difficoltà dopo l'introduzione delle nuove regole sui requisiti patrimoniali molto più stringenti delle precedenti.

La diversità di classificazione delle esposizioni creditizie in sofferenza presente nei diversi Stati Membri ha, di per sé stessa, contribuito a ingenerare confusione. Per tale ragione si sono susseguiti una serie di interventi, linee-guida e definizioni provenienti da alcune Istituzioni (EBA, BCE). Ma il nodo principale rimaneva come riuscire a smaltire quella grande mole di NPLs in un tempo ragionevole ed evitando che le banche continuassero a inserire nei propri bilanci valori sovrastimati.

L'Italia, dopo estenuanti trattative con la Commissione Europea, ha individuato la strada di una garanzia statale sulle cartolarizzazioni di crediti più affidabili (*tranches* senior) ma con il limite di essere un sistema ad adesione volontaria e, in aggiunta, ha effettuato alcune modifiche alla normativa in tema di diritto fallimentare per rendere più semplice e conveniente il compimento di al-

cune operazioni. Ciò nonostante, l'opzione della creazione della *bad bank* sarebbe stata risolutiva, mentre tale sistema prolunga i tempi di smaltimento degli NPLs appesantendo i bilanci bancari anche alla luce di un indirizzo sempre più stringente, imposto della BCE su impulso dei Paesi del Nord Europa. L'Istituto di Francoforte ha dato ad ogni banca, tra le 119 che vigila nella zona euro, una diversa *deadline* a seconda del suo stato di salute e del peso degli NPLs. Tutti gli istituti, gradualmente, dovranno svalutare per intero lo *stock* di crediti deteriorati, indicando per il 2026 l'orizzonte temporale medio.⁴³

Alessandro Borghesi

⁴³Cfr. REUTERS, “Bce, banche vigilate svalutino Npl entro circa 2026”, 15 gennaio 2019.

**L'INTERDIPENDENZA TRA RISCHIO SOVRANO E RISCHIO
BANCARIO COME LIMITE ALL'APPLICAZIONE DELL'EUROPEAN
DEPOSIT INSURANCE SCHEME:
PROSPETTIVE DI RIFORMA ***

*(Interdependency between sovereign and bank default risk as a limit
to the implementation of the European Deposit Insurance Scheme:
perspectives for reform)*

ABSTRACT: *There is a clear link between sovereign default risk and the crash of the domestic banking system. This interdependency generated from the financial and sovereign-debt crisis that took place between 2007 and 2011. Indeed, several Governments intervened in the saving of the so called “too big to fail” banks, significantly incrementing their level of sovereign debt. Furthermore, if banks are allowed to hold large amounts of domestic sovereign debt, a negative shock determines a decline in the price of public bonds and consequently a capital loss for banks. This causes even more stress on public finances, a further decrease of sovereign debt value and so on. Therefore, it seems necessary to find some effective mechanisms in order to restrict the domestic sovereign exposures in banks’ balance sheet and to put a stop to this “diabolic loop”.*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. L’Unione Bancaria Europea. Il terzo pilastro. – 3. Il legame tra rischio sovrano e rischio bancario. – 4. L’attuale *framework* regolatorio. – 5. Prospettive di modifica del quadro regolamentare. – 6. La proposta di titoli europei “sintetici”. – 7. Considerazioni conclusive.

*Contributo approvato dai revisori.

1. L'attuale schema di ordinamento bancario europeo è il frutto della stratificazione degli interventi delle istituzioni dell'Unione Europea in risposta alle crisi economico-finanziarie, verificatesi tra il 2007 e il 2011, periodo durante il quale è emersa la mancanza di un'effettiva armonizzazione delle normative nazionali, di meccanismi di coordinamento tra le autorità di supervisione, oltre che una fallace struttura di vigilanza sui mercati finanziari.

La crisi si è sviluppata in due direzioni: dalle banche al governo, dal momento che le difficoltà delle prime hanno richiesto la messa a punto di salvataggi per mezzo di denaro pubblico – con effetti negativi sul bilancio dello Stato – e dal rischio sovrano agli istituti finanziari, dato che l'elevato livello di indebitamento pubblico e, quindi, della rischiosità dei titoli di Stato e dei relativi rendimenti hanno comportato il crollo dei prezzi dei *bond* sovrani presenti nei portafogli bancari e, dunque, una svalutazione degli *asset* in bilancio.

In tale scenario, le istituzioni europee hanno tentato di implementare un'architettura comune per l'espletamento delle funzioni di vigilanza sui mercati finanziari e di risoluzione delle crisi bancarie.¹ Tuttavia, il completamento dell'Unione Bancaria Europea (UBE) non può dirsi ancora raggiunto a causa delle resistenze di alcuni Paesi dell'Eurozona in relazione al terzo pilastro dell'UBE, il Sistema europeo di assicurazione dei depositi bancari (*European Deposit Insurance Scheme* – EDIS). Invero, taluni Stati nordeuropei si sono mostrati riluttanti alla messa in comune dei rischi dei diversi Stati partecipanti all'UBE, in quanto non intenzionati a richiedere ai propri contribuenti di accollarsi il costo della vulnerabilità di alcuni Paesi, specie quelli del Sud Europa. Una delle preoccupazioni è connessa all'ingente quantitativo di titoli di Stato presente nei bilanci

¹Cfr. ROSSI., *La tutela delle banche vigilate nel MVU, tra nodi irrisolti e prime criticità applicative*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, Roma, n.1, 2018.

delle banche, grazie anche a una normativa che favorisce gli investimenti in bond sovrani da parte delle istituzioni finanziarie.

In questo scenario, la resistenza di alcuni Paesi, contrari alla mutualizzazione dei rischi, rende necessario ricorrere a una serie di interventi normativi che consentano una riduzione di tali elementi di vulnerabilità e l'allentamento del circolo vizioso banche-sovrani che pone un freno al completamento dell'UBE e alla realizzazione di un'effettiva Unione dei mercati di capitali.

2. Gli studi di alcuni comitati tecnici istituiti a livello europeo a partire dagli anni 2000², hanno posto in evidenza le fragilità del sistema di vigilanza comunitario, sottolineando l'importanza di adottare un approccio di tipo macroprudenziale e dando avvio a una serie di iniziative legislative europee.³

Nata con l'intento di garantire un'efficace trasmissione della politica monetaria unica e una migliore diversificazione dei rischi fra gli Stati partecipanti, nonché per ripristinare la fiducia nel settore bancario⁴, l'Unione Bancaria Europea⁵ si fonda su tre pilastri: il Meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism – SSM*), il Meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism – SRM*) e il Sistema europeo di assicurazione dei depositi (*European*

²Sui rapporti Lamfalussy e Larosière si vedano ANTIGNANI, *Le autorità di vigilanza europee sul settore bancario – Verso la vigilanza unica*, su www.ilmiolibro.it, 2013 e ROSSI, *La tutela delle banche vigilate nel MVU, tra nodi irrisolti e prime criticità applicative*, *op.cit.*

³Sulle riforme che hanno condotto all'attuale schema di vigilanza e di risoluzione dei mercati finanziari si veda SIMONCINI, *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell'UE. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria*, www.nomos-leattualitaneldiritto.it.

⁴Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Verso il completamento dell'Unione bancaria*, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, COM (2015) 587 final, Strasburgo, 24 novembre 2015.

⁵La base giuridica dell'Unione Bancaria Europea si rinviene negli articoli 114 e 127 (par. 6) del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE). Cfr. MAGNUS, *Unione bancaria*, Note tematiche sull'Unione Europea, Parlamento Europeo, su www.europarl.europa.eu, 2018.

Deposit Insurance Scheme – EDIS).

Il fulcro del primo pilastro è rappresentato dalla BCE⁶ che, in veste di autorità indipendente dalla politica, ha avvocato a sé la vigilanza sulle banche di maggior importanza, preferendo l'imposizione di vincoli patrimoniali e procedurali in luogo di forme di controllo individuale.⁷ Istituito con il Regolamento UE n. 1024/2013 (Regolamento MVU)⁸ e operativo dal 4 novembre 2014, il Meccanismo di vigilanza unico si estende a tutte le banche dell'Eurozona⁹ e, ove aderiscano su base volontaria, anche alle banche dei Paesi non appartenenti all'area della moneta unica.¹⁰

L'architettura del Meccanismo di risoluzione unico (MRU)¹¹ ricalca quella precedentemente analizzata dell'MVU, vale a dire un sistema in cui il potere di decisione finale sulle procedure di risoluzione spetta a un'autorità centrale – il

⁶Sulla separazione della funzione di vigilanza da quella di formulazione della politica monetaria, ambedue esercitate dalla BCE, si veda la decisione della BCE n. 39 del 2014 la quale prevede che la BCE assicuri procedure decisionali autonome per le due funzioni (art. 3 par. 1).

⁷Come sostenuto da Barbagallo "l'accentramento di compiti a livello europeo operato dall'MVU non si configura come una mera devoluzione di poteri, ma come un nuovo sistema di esercizio congiunto dei poteri di vigilanza". Cfr. BARBAGALLO, *Il rapporto tra BCE e autorità nazionali nell'esercizio della vigilanza*, intervento al Convegno "Unione bancaria: istituti, poteri e impatti economici", presso l'Università LUISS Guido Carli, Roma, 26 febbraio 2014.

⁸A tal proposito si segnala che, con il d. lgs. n. 223 del 14 novembre 2016, il Governo italiano ha provveduto all'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento MVU, in attuazione dell'art. 4 della L. n. 114 del 9 luglio 2015 ("Legge di delegazione europea 2014").

⁹Sulla disciplina di vigilanza delle banche significative e *less significant* si rimanda al Regolamento MVU e al Regolamento quadro MVU (Regolamento n. 468/2014 della BCE).

¹⁰Per approfondimenti sul rapporto di collaborazione tra BCE e autorità nazionali in seno all'MVU si vedano MESSORE, *Meccanismo di Vigilanza Unico: disposizioni di adeguamento del quadro normativo nazionale*, 2017, su www.dirittobancario.it, CLARICH, *I poteri di vigilanza della Banca Centrale Europea*, in "Diritto pubblico, Rivista fondata da Andrea Orsi Battaglini" n. 3, 2013, pp. 975-1010 e ROSSI, *Unione bancaria: risultati raggiunti e prospettive future*, Wolpertinger Conference, intervento del Direttore generale della Banca d'Italia e Presidente dell'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS), Modena, 30 agosto 2018.

¹¹Si veda il Regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 luglio 2014 che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010 (Regolamento MRU).

Comitato di Risoluzione Unico, *Single Resolution Board*¹² costituito da rappresentanti delle autorità di risoluzione nazionali e alcuni membri permanenti – mentre gli aspetti operativi vengono presidiati dalle autorità nazionali di risoluzione.¹³

Uno strumento fondamentale a disposizione del Comitato è rappresentato dal Fondo di Risoluzione Unico¹⁴, cui si ricorre per far fronte alla crisi bancaria, nel caso in cui le risorse della banca stessa, gli apporti dei suoi azionisti e i contributi dei creditori non risultino sufficienti.¹⁵

Ai meccanismi fin qui descritti, si aggiunge il terzo pilastro dell'Unione Bancaria Europea – ad oggi ancora in fase di implementazione – un sistema comune di assicurazione dei depositi bancari. Nel 2012 la Commissione europea ha elaborato una proposta modificativa delle direttive esistenti sugli SGD nazionali (sistemi di garanzia dei depositi finanziati direttamente dagli enti creditizi) con l'intento, tra l'altro, di introdurre l'obbligo di reciproca assunzione e concessione di prestiti tra i sistemi stessi; tuttavia, la proposta non è stata accettata.

Due anni più tardi, la disciplina europea si è focalizzata sull'armoniz-

¹²Sul funzionamento del Comitato di Risoluzione Unico si rimanda a ROSSI S., *Unione bancaria: risultati raggiunti e prospettive future*, op. cit.

¹³Sull'attuazione dei programmi del Comitato cfr. BANCA D'ITALIA, *Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, Approfondimenti, 8 luglio 2015, su www.bancaditalia.it

¹⁴Il Fondo, che finanzia l'applicazione delle misure di risoluzione, ad esempio mediante concessione di prestiti o il rilascio di garanzie, viene alimentato dai contributi versati dagli istituti di credito degli Stati aderenti all'Unione Bancaria. Cfr. MAGNUS, *Unione bancaria*, op. cit.

¹⁵La direttiva sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi (*Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD, direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo, recepita in Italia con il d.lgs. n. 180/2015), modifica il meccanismo secondo cui il costo della risoluzione degli istituti bancari in sofferenza dovesse essere posto a carico dei contribuenti, facendolo ricadere in prima istanza su azionisti e creditori evitando, così, il ricorso a fondi pubblici.

zazione della tutela offerta dai diversi SGD¹⁶ e sulle relative modalità di intervento per fronteggiare una situazione di crisi,¹⁷ mediante la Direttiva 2014/49/UE.¹⁸ Sebbene tale intervento normativo abbia apportato dei miglioramenti in tema di armonizzazione degli schemi nazionali di garanzia dei depositi, l'assenza di un sistema comune europeo di assicurazione espone i depositanti a rischi di shock nazionali e rende più complicate le procedure di rimborso degli stessi, soprattutto nel caso di banche con operatività transfrontaliera.¹⁹

Infine, è bene sottolineare che la frammentazione dei sistemi di garanzia dei depositi potrebbe condurre a distorsioni concorrenziali e fenomeni di arbitraggio regolatorio.²⁰

In considerazione dei rischi connessi all'esistenza di una pluralità di schemi nazionali di garanzia dei depositi, fin qui esaminati, al fine di dare effet-

¹⁶All'interno dell'Unione Bancaria, non esiste un *level playing field* per i depositanti e per le banche che tentano di attrarli. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Verso il completamento dell'Unione bancaria*, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, COM (2015) 587 final, Strasburgo, 24 novembre 2015. Le divergenze esistenti tra gli SGD nazionali possono condurre a una frammentazione del mercato, mettendo a rischio la capacità e la possibilità per le banche di estendere la loro operatività oltre i confini nazionali. Cfr. SARCINELLI, *L'unione bancaria europea e la stabilizzazione dell'Eurozona*, in *Moneta e Credito*, vol. 66 n. 261, 2013, pag. 32. Sul punto si veda, altresì, SCHOENMAKER, WOLFF, *Options for European deposit insurance*, VOX CEPR Policy Portal, su www.voxeu.org, 30 ottobre 2015.

¹⁷Cfr. SENATO DELLA REPUBBLICA e CAMERA DEI DEPUTATI, *I temi dell'attività parlamentare nella XVII legislatura Banche e mercati finanziari*, Dossier XVIII legislatura, marzo 2018.

¹⁸La direttiva in questione sancisce, tra l'altro, che "al fine di facilitare l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio, è necessario eliminare talune differenze tra le legislazioni degli Stati Membri per quanto riguarda il regime in materia di sistemi di garanzia dei depositi (SGD) al quale detti enti creditizi sono sottoposti".

¹⁹"A variety of national deposit insurance schemes with complex banking structures renders reimbursement formalities extremely difficult", si veda GERHARDT, LANNOO, *Options for reforming deposit protection schemes in the EU*, Ecri Policy Brief, n. 4, marzo 2011.

²⁰Infatti, gli istituti con sede in Paesi finanziariamente meno stabili sostengono costi superiori per partecipare al meccanismo di garanzia e, dinanzi a tali discrasie nelle contribuzioni, le banche saranno incentivate a operare laddove i costi risultino inferiori. Si veda GERHARDT, LANNOO, *Options for reforming deposit protection schemes in the EU*, op.cit.

tiva attuazione all'Unione Bancaria Europea, la Commissione è intervenuta con una serie di proposte legislative.²¹ Con la Proposta di Regolamento del novembre 2015, la Commissione ha precisato che l'implementazione dell'EDIS avverrà gradualmente in tre fasi, prevedendo inizialmente una fase di "riassicurazione", poi una di "co-assicurazione" e infine fase di "assicurazione completa" in cui l'EDIS assicurerà in modo pieno i fondi nazionali, coprendo, così, la totalità delle perdite subite dai sistemi nazionali, a causa dei rimborsi dei depositi garantiti o a causa della partecipazione alla risoluzione degli enti creditizi.²² L'EDIS verrà finanziato con contributi *ex ante* delle banche degli Stati dell'Unione Bancaria – contribuzione distinta da quella da versare *ex ante* ai fondi nazionali – assicurando, però, la neutralità per il settore bancario sul piano dei costi, grazie a un meccanismo di compensazione.²³

Sebbene l'EDIS rappresenti un valido strumento con cui ridurre il legame tra banche ed emittenti sovrani nei singoli Paesi dell'Unione, la predisposizione

²¹Sul tema della garanzia comune dei depositi *cfr.* JUNCKER, TUSK, DIJSSELBLOEM, DRAGHI, SCHULZ, *Completare L'Unione economica e monetaria dell'Europa*, Rapporto dei cinque Presidenti, Bruxelles, 22 giugno 2015, su www.ec.europa.eu.

²²La proposta è finalizzata a implementare il terzo tassello dell'UBE, attraverso la messa a punto di uno schema comune europeo di garanzia dei depositi, "scollegato dai sistemi nazionali, in modo da consolidare la stabilità finanziaria e affinché i cittadini possano essere certi che i loro depositi saranno al sicuro, indipendentemente dall'ubicazione geografica, e le banche sane non siano penalizzate dal loro luogo di stabilimento". Per approfondimenti sul funzionamento dell'EDIS si veda COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 806/2014 al fine di istituire un sistema europeo di assicurazione dei depositi, Strasburgo, COM (2015) 586 final, 24 novembre 2015.

²³Cfr. par. 5.5.2. ("Contributi *ex ante* al Fondo di assicurazione dei depositi") della Proposta di Regolamento, 24 novembre 2015, *cit.* Inoltre, la Commissione garantisce l'applicazione delle norme sugli aiuti di Stato, in modo che non si generino distorsioni sul mercato unico. *Cfr.* considerando n.9 e paragrafo 5.3 ("Valutazione secondo le norme in materia di aiuti di Stato") della Proposta di Regolamento, 24 novembre 2015, *cit.* Appare interessante, inoltre, l'attribuzione al Comitato di risoluzione unico delle competenze attinenti all'EDIS, sul modello dell'americana *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) che "accentra in sé le responsabilità per l'assicurazione dei depositi e per la liquidazione delle banche insolventi". *Cfr.* SARCINELLI, *L'unione bancaria europea e la stabilizzazione dell'Eurozona*, *op.cit.*, pag. 15.

del terzo pilastro dell'UBE viene ostacolato dall'opposizione di Paesi che percepiscono tale sistema come un potenziale strumento di mutualizzazione dei rischi e che temono di dover farsene carico, soprattutto per far fronte a situazioni di difficoltà finanziarie di banche che detengono un ammontare rilevante di titoli pubblici di Paesi meno virtuosi.²⁴

3. La crisi finanziaria del 2007, determinata dallo scoppio della bolla speculativa generata dalla diffusione dei c.d. mutui *subprime*²⁵ e aggravata dalla diffusione globale di strumenti di cartolarizzazione di tali prestiti²⁶, ben presto si è tramutata in una crisi dei debiti sovrani.²⁷ Mentre nel corso della grande depressione del '29 le banche centrali mostrarono resistenze nell'intervenire con misure monetarie espansive – ignorando che all'origine della crisi vi fosse un problema di sovrapproduzione e che, quindi, un'iniezione di liquidità nel sistema avrebbe consentito di incentivare la domanda e riassorbire l'eccesso di offerta sul mercato – durante la crisi del 2007, onde evitare una degenerazione

²⁴Cfr. DE BELLIS, *Unione bancaria europea e assicurazione dei depositi*, in Tutela degli investimenti tra integrazione dei mercati e concorrenza di ordinamenti, a cura di A. Del Vecchio e P. Severino, Bari, Cacucci, 2017, pp. 259-274. Il negoziato sull'EDIS risulta particolarmente complesso e rallentato dalle resistenze di Stati, come Germania, Finlandia e Austria, che richiedono una previa armonizzazione dei sistemi normativi nazionali su tematiche come la disciplina fallimentare, quella delle garanzie e, in particolare, l'imposizione di requisiti prudenziali sui titoli di Stato presenti nei bilanci bancari. Cfr. SENATO DELLA REPUBBLICA e CAMERA DEI DEPUTATI, *I temi dell'attività parlamentare nella XVII legislatura Banche e mercati finanziari*, Dossier XVIII legislatura, marzo 2018.

²⁵Per maggiori dettagli si rimanda a POSNER, *Un fallimento del capitalismo. La crisi finanziaria e la seconda grande depressione*, Codice, 2011.

²⁶Cfr. VISCO I., *Banche e finanza dopo la crisi: lezioni e sfide*, Lectio magistralis del Governatore della Banca d'Italia, Cerimonia inaugurale delle celebrazioni per il Trentennale della Facoltà di Economia, Università degli studi di Roma Tor Vergata, Roma, 16 aprile 2018.

²⁷A ciò si aggiunga che il processo di globalizzazione e la crescente interconnessione delle economie hanno inevitabilmente favorito l'estensione della recessione a livello mondiale "attraverso un perverso effetto domino". Per approfondimenti sulla crisi finanziaria e quella dei debiti sovrani si veda CAPRIGLIONE, SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, Utet Giuridica, 2012.

della stessa, le autorità bancarie centrali sono intervenute con immediate immissioni di liquidità nel sistema per sostenere l'economia reale²⁸ e "favorire una stabilizzazione dei mercati, (...) scossi dall'allarme sui mutui *subprime* americani".²⁹

Infatti, il rischio di fallimento di alcuni istituti bancari, durante la crisi finanziaria del 2007, ha reso necessari dei programmi di intervento³⁰ a mezzo di denaro pubblico³¹ che giocoforza hanno condotto a preoccupanti squilibri di finanza pubblica, mettendo a rischio la capacità di adempimento dei Governi e provocando un fenomeno di *flight to quality*, ossia uno spostamento di capitali dai Paesi percepiti come meno virtuosi e a rischio insolvenza verso quelli più solidi³², conseguendone una grave crisi di liquidità e un costo del debito più sostenuto per i primi.³³

In aggiunta, al fine di garantire l'obiettivo primario della *price stability*, a fronte di un'importante riduzione dell'inflazione nell'Eurozona al di sotto della

²⁸Cfr. CAPRIGLIONE, SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, op. cit.

²⁹Cfr. CORRIERE DELLA SERA, *La BCE drena liquidità, la Fed interviene*, su www.corriere.it, 22 agosto 2007.

³⁰Sugli interventi pubblici messi in atto nel corso della crisi finanziaria si veda *Le crisi finanziarie*, sezione Approfondimenti, su www.consob.it.

³¹In Europa si è evidenziato un impegno forte delle istituzioni tecniche, come la BCE, che hanno assunto un fondamentale ruolo suppletivo di quelle politiche, sebbene, in un contesto disancorato dalla politica, non le prime non siano del tutto in grado di attivare un circolo virtuoso di integrazione tra i Paesi membri. Cfr. CAPRIGLIONE F., *Nuova finanza e sistema italiano*, in Studi di Diritto dell'Economia, collana fondata e diretta da Francesco Capriglione con la collaborazione di Mirella Pellegrini, Marco Sepe, Vincenzo Troiano, Utet giuridica, 2016.

³²Cfr. PAGANO, *The Sovereign-Bank Nexus and the Case for European Safe Bonds*, in *European Economy. Banks, Regulation, and the Real Sector*, n. 1, "Sovereign and banking risks: What policies?", 2016.

³³Per approfondimenti sull'incapacità degli Stati di ridurre il proprio debito pubblico e i meccanismi speculativi alimentati, tra l'altro, dalle agenzie di rating, cfr. CAPRIGLIONE, SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, op. cit.

soglia obiettivo del 2%, il Consiglio Direttivo della BCE ha progressivamente ridotto i tassi di interesse ufficiali, azzerando quello sulle operazioni di rifinanziamento e portando su valori negativi il tasso sui depositi delle banche presso l'Eurosistema. Si tengano presenti, poi, i consistenti programmi di rifinanziamento (come le *Long Term Refinancing Operations* e le *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), nonché di acquisto di titoli dell'Eurozona sul mercato secondario (programma di acquisto di *asset backed securities* (ABS) e di obbligazioni bancarie garantite).³⁴ È, successivamente, stato implementato il c.d. *quantitative easing*³⁵, un programma di ampia portata, mediante il quale è stato possibile far leva più efficacemente sulle variabili finanziarie e reali, riducendo significativamente il costo del servizio del debito pubblico e allentando la tensione sul rischio sovrano.

Sebbene le suddette misure abbiano in parte attenuato l'instabilità del sistema ed evitato l'aggravarsi degli effetti della crisi, permangono squilibri di finanza pubblica in molti Paesi dell'Eurozona, in particolare in quelli del Sud Europa, e si registra una presenza ingente di titoli di Stato nazionali negli stati patrimoniali bancari.³⁶

Il *doom loop*³⁷ tra rischio bancario e rischio sovrano opera, come visto, in due direzioni: dal primo verso il secondo, dal momento che la crisi che ha inte-

³⁴Cfr. BANCA D'ITALIA, *Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*, Roma, aggiornamento a dicembre 2018, reperibile su www.bancaditalia.it.

³⁵Sul *quantitative easing* si veda BCE, *Asset purchase programmes*, voce "Politiche monetarie" su www.ecb.europa.eu.

³⁶Cfr. CONFINDUSTRIA CENTRO STUDI, *Dove va l'economia italiana e una proposta per l'Eurozona*, par. 2.7 "Banche e titoli sovrani: se non si spezza il "doom loop" non si va avanti sulla riforma", pp. 108-110, Roma, giugno 2018.

³⁷Si veda BRECKENFELDER, SCHWAAB, *Bank to sovereign risk spillovers across borders: evidence from the ECB's Comprehensive Assessment*, Working Paper Series n. 2193, Banca Centrale Europea, novembre 2018, reperibile su www.ecb.europa.eu.

ressato il settore bancario ha richiesto un corposo intervento pubblico che ha impattato negativamente sui bilanci degli Stati; dal secondo verso il primo, dato che elevati livelli di debito sovrano hanno condotto a una svalutazione dei titoli di Stato presenti nei bilanci bancari e un innalzamento del loro *cost of funding*.³⁸

Il legame tra gli istituti bancari e i governi³⁹ si è venuto a creare a seguito dell'ingente acquisto di titoli del debito pubblico da parte dei primi, dal momento che la normativa sui requisiti di capitale nell'Eurozona prevede un trattamento favorevole di tali strumenti, non richiedendo alcun accantonamento di *equity buffer* a fronte di tali impieghi e non prevedendo limiti di concentrazione. Ciò, inevitabilmente, incentiva le banche a detenere nei loro portafogli titoli di Stato, anche in misura maggiore di quanto una prudente *risk policy* richiederebbe; ma un'esposizione incauta delle banche al rischio degenera facilmente in un meccanismo di contagio⁴⁰ tra i titoli del debito pubblico e il settore bancario, con conseguenze che si estendono a tutta l'economia.⁴¹ Infatti, in un contesto in cui le banche detengono un ammontare elevato di titoli pubblici in portafoglio, l'aumento dei tassi di interesse che un governo più vulnerabile deve riconoscere sui *bond* sovrani genera una riduzione del loro prezzo e, quindi, una svalutazione degli *asset* presenti nello stato patrimoniale bancario, con conseguente in-

³⁸Cfr. SIMONELLI, *La crisi dei debiti sovrani nell'area euro: impatti e proposte*, reperibile su www.fasi.biz, Studi e Opinioni, 05 Gennaio 2018.

³⁹Dal momento che le banche detengono ingenti quantitativi di *bond* sovrani nei loro bilanci, un peggioramento dello stock di debito sovrano e quindi una svalutazione dei titoli pubblici determinano la riduzione del valore degli asset bancari, richiedendo in genere un intervento di salvataggio pubblico. Ciò peggiora ulteriormente lo *standing* creditizio dello Stato. In aggiunta, quando il segmento bancario versa in situazioni di difficoltà, si verifica una stretta del credito che produce i suoi effetti sull'economia reale, provocando rallentamenti nella crescita e limitando le entrate fiscali dello Stato. Sul modello del *diabolic loop* tra banche e sovrani si veda BRUNNERMEIER ET AL., *The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies*, pag. 2-3, 18 giugno 2016, disponibile su www.corpgov.law.harvard.edu.

⁴⁰Cfr. PAGANO, *The Sovereign-Bank Nexus and the Case for European Safe Bonds*, *op.cit.*

⁴¹Cfr. SIMONELLI, *La crisi dei debiti sovrani nell'area euro: impatti e proposte*, *cit.*

cremento del costo del *funding* sul mercato per le banche e una stretta creditizia⁴² a scapito di famiglie e imprese.⁴³

A ciò si aggiunga che le banche detengono titoli pubblici non solo per esigenze di investimento, ma anche come strumento di garanzia nei mercati di pronti contro termine. Dunque, l'instabilità sul mercato secondario dei titoli del debito pubblico comporta un peggioramento della qualità degli attivi delle banche, oltre che un incremento del costo di raccolta del capitale, mediante un aumento dei margini sulle garanzie delle operazioni *repo*. In aggiunta, il rating delle banche viene assegnato, tra l'altro, sulla base dell'implicita garanzia statale e, quindi, tale giudizio risulta influenzato dal merito creditizio dello Stato cui la banca appartiene.⁴⁴

La situazione finora descritta rappresenta un cruciale ostacolo al completamento dell'Unione Bancaria Europea e, in particolare, all'implementazione del sistema unico europeo di garanzia dei depositi, a causa delle resistenze di alcuni Paesi – prima fra i quali la Germania – ad accettare una condivisione dei rischi se prima non vengano adottate misure che li riducano, con particolare riferimento alle esposizioni in sofferenza e a quelle verso i titoli del debito pubblico domestici.⁴⁵ D'altra parte, richiedendo alle banche dell'Eurozona di vendere un quantitativo consistente di titoli del debito pubblico domestico detenuti, si ridurrebbe significativamente la domanda di tali titoli, con conseguente crollo dei loro prezzi e aumento dei rendimenti da riconoscere agli investitori, ponendo il Pae-

⁴²Cfr. GENNAIOLI, MARTIN, ROSSI, *Banks, Government Bonds and Default: What do the Data Say?*, luglio 2017, reperibile su www.crei.cat.

⁴³Cfr. PAGANO, *The Sovereign-Bank Nexus and the Case for European Safe Bonds*, *op.cit.*

⁴⁴Si veda *Le crisi finanziarie* sezione Approfondimenti, su www.consob.it.

⁴⁵Infatti, prima di chiedere ai contribuenti dei Paesi virtuosi di accollarsi i rischi dei Paesi più instabili, si ritiene necessario ridurre tali rischi, sebbene ciò non sia facile per quelle banche più esposte alle vulnerabilità dello Stato in cui operano. Cfr. CODOGNO, GALLI, *Perché rischio sovrano e bancario sono sempre connessi*, 13 luglio 2018, su www.ilsole24ore.com.

se in seria difficoltà nel reperire prestiti.⁴⁶

4. Il Regolamento UE n. 575 del 26 giugno 2013 – relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento – conferma l'applicazione del coefficiente di ponderazione pari a zero sulle esposizioni verso la BCE e su quelle verso le amministrazioni centrali e banche centrali degli Stati Membri denominate e finanziate nella valuta nazionale delle amministrazioni e banche centrali stesse.⁴⁷ Nel gennaio 2015, il Comitato di Basilea per la Supervisione Bancaria ha avviato una *task force* sulle esposizioni sovrane per la revisione del relativo *framework* regolamentare e la definizione di potenziali opzioni di *policy*.

I lavori condotti nel 2017 per il completamento del *framework* di Basilea III (cd. Basilea IV o Basilea *endgame*)⁴⁸, che saranno implementati tra il 2022 e il 2027, hanno mantenuto la linea della ponderazione zero sui titoli pubblici presenti nei bilanci bancari. Infatti, come chiarito dal Gruppo dei Governatori delle Banche centrali e dei Capi delle Autorità di vigilanza (GHOS),⁴⁹ non è agevole ottenere un consenso unanime sulla questione e la maggior parte dei Paesi non auspica variazioni all'odierno trattamento dei titoli di Stato, che, quindi, non verranno considerati né nei parametri sulla concentrazione del rischio, né

⁴⁶Cfr. MAZZA, *The consequences of Italy's increasing dependence on domestic debt-holders*, 6 novembre 2018, su www.bruegel.org.

⁴⁷Cfr. Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012, par. 3 e 4.

⁴⁸Cfr. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Basel III: Finalising post-crisis reforms*, Basel Committee on Banking Supervision, dicembre 2017, disponibile su www.bis.org.

⁴⁹Si veda DRAGHI, INGVES, COEN, *Basel III finalisation announcement*, Frankfurt am Main, 7 dicembre 2017, reperibile su www.bis.org.

nell'applicazione di ponderazioni differenziate in base al rating.⁵⁰

Dunque, l'attuale regolazione prudenziale dettata per le banche dell'Eurozona riconosce un trattamento preferenziale al debito sovrano rispetto ai prestiti a famiglie e imprese. Risulta, tuttavia, difficile comprendere l'assenza di requisiti più stringenti sul livello e sulla composizione delle esposizioni verso sovrani, dal momento che proprio queste hanno contribuito significativamente alla trasmissione degli effetti delle difficoltà finanziarie degli Stati alle banche e alle loro politiche creditizie.⁵¹

5. Al fine di interrompere il circolo vizioso tra banche e debito pubblico, si rendono necessari degli interventi regolamentari che inducano le prime a ridurre la preponderanza dei portafogli di titoli di Stato domestici nei loro bilanci e preservare una sana e prudente gestione degli stessi.⁵² Come già accennato, gli accordi di Basilea hanno compiuto un tentativo di adozione di un sistema di ponderazioni positive, pur riconoscendo una discrezionalità che ha condotto alla generale applicazione della ponderazione zero al rischio sovrano. Percentuali positive associate al rischio sui titoli pubblici incentiverebbero le banche a una gestione più cauta delle loro esposizioni sovrane, ma non sarebbe comunque sufficiente.⁵³ Infatti, è noto che le banche siano incentivate a mantenere un certo quantitativo di titoli di Stato negli stati patrimoniali bancari, non solo per esi-

⁵⁰Al più, saranno le autorità di vigilanza locali a definire deroghe a tale disciplina. Cfr. LENZI, *La fine dei giochi secondo Draghi: titoli di Stato sani e salvi (e tre vere novità)*, 21 dicembre 2017, disponibile su www.econopoly.ilsole24ore.com.

⁵¹Cfr. PAGANO, *The Sovereign-Bank Nexus and the Case for European Safe Bonds*, *op.cit.*

⁵²Cfr. NOUY, *Europe's banking system supervisor planning stress test in 2016*, intervista di Shogo Akagawa, Nikkei, 9 ottobre 2015, reperibile su www.asia.nikkei.com.

⁵³Sul tema dell'individuazione dell'autorità preposta all'assegnazione di tali ponderazioni positive v. VERNAZZA, NIELSEN, *The Damaging Bias of Sovereign Ratings*. *Economic Notes*, vol. 44, issue 2, pp. 361-407, 2015.

genze connesse ai “cuscinetti” di capitale, ma anche per le operazioni di politica monetaria e come strumenti di garanzia. Tra l’altro, i *bond* sovrani, sebbene non privi di un certo livello di rischiosità, rappresentano *asset* scambiati su mercati particolarmente liquidi.⁵⁴

È, inoltre, necessario incentivare gli istituti finanziari a una certa diversificazione dei portafogli di titoli di Stato, tenendo tuttavia presente che, dal momento che i rischi dei settori economici privati di un Paese sono comunque connessi al rischio sovrano di quel governo, pur limitando il quantitativo di titoli pubblici domestici detenuti dalle banche, è difficile eliminare completamente dal bilancio bancario il rischio di un default sovrano.⁵⁵

A ciò si aggiunga che anche l’imposizione di limiti di concentrazione – come quello del 25% del capitale *eligible* già esistente verso singole controparti, ovvero dei *cap* alle esposizioni sovrane parametrati all’*equity* bancario o al PIL del Paese – potrebbe avere conseguenze *disruptive*, dal momento che le banche si troverebbero a dover fronteggiare massicce riallocazioni di titoli sovrani.

Una valida alternativa, secondo alcuni esperti (Enria et al. 2016), potrebbe essere la definizione di requisiti di capitale che aumentino in proporzione ai rischi di concentrazione, tenendo comunque conto dei requisiti di liquidità. In aggiunta, gli interventi di riforma dovrebbero includere una misura obbligatoria di *disclosure* per le banche in merito alle loro esposizioni sovrane, al fine di mantenere alto il *market sentiment* e garantire la liquidità dei mercati, dal mo-

⁵⁴Cfr. ENRIA, FARKAS, OVERBY, *Sovereign Risk: Black Swans and White Elephants*, *op.cit.*

⁵⁵Ecco perché risulterebbe necessario che un certo grado di diversificazione geografica sia raggiunto non solo nei portafogli di titoli pubblici, ma anche nel *core business* della banca verso il settore privato. Cfr. NIELSEN, *Risk-Weighting Sovereign Debt Is the Wrong Way to Go*, in *European Economy. Banks, Regulation, and the Real Sector*, n. 1, “Sovereign and banking risks: What policies?”, 2016.

mento che proprio la scarsa trasparenza dell'esposizione ai rischi e le incertezze sui relativi criteri di valutazione hanno agito da acceleratori della crisi.⁵⁶

Tuttavia, l'introduzione di tali novità regolamentari richiederebbe alle banche di affrontare delle sfide importanti. In primo luogo, non è chiaro quale sarebbe l'effetto derivante dall'introduzione delle ponderazioni positive sul rischio sovrano e se queste possano, eventualmente, assumere un andamento pro-ciclico dinanzi a peggioramenti dei rating sovrani, aggravandone l'effetto negativo sul bilancio bancario. Inoltre, applicare percentuali di ponderazione per il rischio più elevate ai titoli di governi più vulnerabili potrebbe comportare una vendita massiccia di questi e uno spostamento degli investimenti sui *bond* di Paesi più solidi fiscalmente, generando, in tal modo, il pericolo di un'altra crisi dei debiti sovrani. Inoltre, i governi più instabili temono che queste misure conducano a una maggiore onerosità del servizio del debito e che limiterebbero la possibilità di fare affidamento sulle banche domestiche per gli acquisti di debito pubblico in tempo di crisi.⁵⁷

Particolarmente interessante è l'analisi condotta da Nielsen (2016) sugli ostacoli all'applicazione della ponderazione positiva sui titoli di Stato. Il *Chief Economist* di Unicredit, infatti, analizza come istituzionalizzare il rischio sovrano condurrebbe a una perdita di fiducia della popolazione verso il proprio governo. Quest'ultimo è chiamato a fornire una serie di servizi ai cittadini (finanziati attraverso i tributi e l'indebitamento) e, quindi, assume una serie di obbligazioni verso gli stessi, da quelle finanziarie (come il servizio del debito) a quelle politiche (ad es. l'istruzione). Da qui si comprende perché un governo mal tollererebbe l'istituzionalizzazione del rischio sulle proprie obbligazioni e difficilmente ac-

⁵⁶Cfr. ENRIA, FARKAS, OVERBY, *Sovereign Risk: Black Swans and White Elephants*, *op.cit.*

⁵⁷Cfr. PAGANO, *The Sovereign-Bank Nexus and the Case for European Safe Bonds*, *op.cit.*

cetterebbe di dichiarare il default su tali obbligazioni prima di aver attivato tutte le alternative disponibili (i.e. aumenti della tassazione e tagli alla spesa pubblica).⁵⁸

In alternativa, si potrebbe ricorrere a un approccio *mark-to-market*, che, però, potrebbe rivelarsi pericolosamente pro-ciclico: se i mercati perdessero fiducia nel merito creditizio di uno Stato, gli investitori comincerebbero a vendere i relativi titoli pubblici e, quindi, imporrerebbero a quel governo delle condizioni finanziarie più stringenti, con una conseguente stretta fiscale massiccia e ulteriori danni all'economia reale. Questo fenomeno potrebbe aggravarsi, autoalimentandosi e generando una spirale particolarmente negativa.⁵⁹

6. Uno strumento utile a realizzare un certo grado di diversificazione dei portafogli bancari, senza generare un crollo della domanda di titoli domestici, potrebbe essere un nuovo *bond* europeo "sintetico" in cui gli enti creditizi potrebbero investire, in luogo di acquistare titoli dai singoli Stati.⁶⁰ L'idea alla base degli *European Safe Bonds* (ESBies) è quella di creare un *asset* europeo sintetico, cartolarizzando un *pool* di titoli sovrani dell'Eurozona ponderati per il PIL dei relativi Paesi, generando delle esposizioni sovrane *multi-country* particolarmente liquide, senza comportare passività condivise tra Paesi e producendo un effetto

⁵⁸Inoltre, imporre una percentuale di rischio al debito sovrano nell'Eurozona significherebbe che l'Euro sarebbe esplicitamente considerato una moneta senza un tasso *risk free* (punto di partenza per determinare il prezzo dei titoli) e si renderebbe necessario individuare un nuovo *risk free asset*. Cfr. NIELSEN, *Risk-Weighting Sovereign Debt Is the Wrong Way to Go*, *op.cit.*

⁵⁹Cfr. NIELSEN, *Risk-Weighting Sovereign Debt Is the Wrong Way to Go*, *op. cit.*

⁶⁰L'idea di creare un titolo europeo sintetico si deve a Brunnermeier, Pagano et al. (cd. gruppo degli *Euro-nomics*) al fine di interrompere il circolo diabolico tra banche e sovrani. Cfr. BRUNNERMEIER, GARICANO, LANE, PAGANO, REIS, SANTOS, THESMAR, VAN NIEUWERBURGH & VAYANOS, *European Safe Bonds (ESBies)*, The Euronomics Group, 2011, disponibile su www.euro-nomics.com.

positivo sulla stabilità del complessivo sistema finanziario.⁶¹

In particolare, un'istituzione dell'Unione o un ente privato di nuova creazione, dotato di un certo capitale iniziale, acquisterebbe un portafoglio di titoli di Stato emessi dai Paesi dell'Eurozona, ponderati per il PIL e, in concomitanza, emetterebbe *bond* europei che avrebbero come sottostante quei titoli nazionali e che sarebbero divisi in una *tranche senior* e una *junior*.⁶² L'emittente dei titoli europei incasserebbe le cedole dei *bond* nazionali e le utilizzerebbe per ripagare quota capitale e quota interessi prima sulla *tranche senior* e poi sulla *junior*.⁶³

Dal momento che gli ESBies godrebbero di una doppia protezione derivante, da un lato, dalla diversificazione geografica⁶⁴ e, dall'altro, dalla loro *seniority*, essi avrebbero una limitata e diversificata esposizione al rischio sovrano, riducendo significativamente il rischio che la crisi di un Paese possa contagiare altri Stati attraverso i titoli che le banche detengono in portafoglio.⁶⁵ Inoltre, il

⁶¹Cfr. ENRIA, FARKAS, OVERBY., *Sovereign Risk: Black Swans and White Elephants*, *op.cit*

⁶²La *tranche senior* sarebbe privilegiata nei pagamenti derivanti dai titoli di Stato sottostanti, mentre quella *junior* riconoscerebbe rendimenti più elevati, ma sarebbe postergata nel rimborso e assorbirebbe per prima le perdite derivanti da eventi di default del portafoglio sottostante. Le banche acquisterebbero prevalentemente titoli *senior*, mentre le *tranche junior* sarebbero destinate ad altri investitori più propensi al rischio, come gli *hedge fund*. Cfr. PAGANO, *The Sovereign-Bank Nexus and the Case for European Safe Bonds*, *op.cit*.

⁶³Cfr. CONFINDUSTRIA CENTRO STUDI, *Dove va l'economia italiana e una proposta per l'Eurozona*, *op.cit*.

⁶⁴“Lo sviluppo determinato dal mercato degli SBBS aiuterà gli investitori a diversificare le loro esposizioni sovrane e favorirà l'integrazione finanziaria.”, dichiarazione di Valdis Dombrovskis, Vicepresidente responsabile per la Stabilità finanziaria, i servizi finanziari e l'Unione dei mercati dei capitali. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Unione finanziaria: la proposta della Commissione sulla riduzione del rischio consentirà l'introduzione di titoli garantiti da obbligazioni sovrane*, *cit*.

⁶⁵“They would offer a higher level of protection for the banks that hold them than a diversified portfolio of sovereign bonds, because their holder would benefit not only from diversification but also from seniority” Cfr. BÉNASSY-QUÉRÉ, BRUNNERMEIER, ENDERLEIN, FARHI, FRATZSCHER, FUEST, GOURINCHAS, MARTIN, PISANI-FERRY, REY, SCHNABEL, VÉRON, WEDER DI MAURO, ZETTELMEYER, *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform*, Center for Economic Policy Research, Policy insight, n.91, gennaio 2018, reperibile su www.cepr.org.

fenomeno del *flight to quality* si verificherebbe non più tra titoli di Paesi diversi e, cioè, dai più vulnerabili a quelli più stabili, bensì dalla *tranche junior* a quella *senior* degli ESBies, evitando crisi di liquidità sui mercati dei titoli emessi da Paesi finanziariamente meno solidi.⁶⁶ In aggiunta, si consideri che istituire una nuova classe di emittenti (di tali titoli europei) – che acquistano *bond* sovrani sulla base di percentuali prefissate – consentirebbe di creare una fonte di domanda continua per i titoli dell'Eurozona che non verrebbe condizionata da repentini cambiamenti del *market sentiment*.⁶⁷ La disponibilità di ESBies permetterebbe di diffondere sul mercato degli *asset risk free*, oltre che indurre le banche a effettuare una riallocazione dei loro portafogli, sostituendo i titoli sovrani con ESBies a prezzi predeterminati, in linea con il valore di mercato di equilibrio dei *bond* pubblici sottostanti. Tali titoli sintetici rappresenterebbero un *asset* sicuro, con un mercato di riferimento particolarmente liquido, con minimo rischio di default e denominati in una moneta che ha un potere d'acquisto stabile.⁶⁸ I titoli sovrani continuerebbero ad essere emessi dai governi nazionali e, dato che una parte di questi rimarrebbe sul mercato, i Paesi sarebbero comunque incentivati a garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche.⁶⁹ Inoltre, al fine di indurre le banche a detenere tali *asset* in portafoglio, sarebbe ottimale prevedere una ponderazione zero sulla *tranche junior*, almeno in via transitoria al momento

⁶⁶Cfr. PAGANO, *The Sovereign-Bank Nexus and the Case for European Safe Bonds*, *op.cit.*

⁶⁷Cfr. BÉNASSY-QUÉRÉ, BRUNNERMEIER, ENDERLEIN, FARHI, FRATZSCHER, FUEST, GOURINCHAS, MARTIN, PISANI-FERRY, REY, SCHNABEL, VÉRON, WEDER DI MAURO, ZETTELMEYER, *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform*, *op.cit.*

⁶⁸Cfr. BRUNNERMEIER, GARICANO, LANE, PAGANO, REIS, SANTOS, THESMAR, VAN NIEUWERBURGH & VAYANOS, *European Safe Bonds (ESBies)*, *op.cit.*

⁶⁹Cfr. CONFINDUSTRIA CENTRO STUDI, *Dove va l'economia italiana e una proposta per l'Eurozona*, *op.cit.*

dello “scambio” iniziale con i titoli di Stato presenti in portafoglio.⁷⁰

Alcuni autori (Messori et al. 2018) sostengono che gli ESBies non sarebbero destinati a riscuotere successo, non essendo sufficientemente sicuri dal momento che il sottostante è rappresentato da un numero limitato di titoli che sono pur sempre significativamente correlati tra loro. Inoltre, vi è il rischio che l’obiettivo perseguito di introdurre un *asset* sicuro possa indurre gli investitori a ritenere che il titolo sia accompagnato da un’implicita garanzia dell’Unione, pur non essendo questa prevista. Dunque, sembra difficile che questi titoli possano diffondersi rapidamente senza un concreto supporto da parte delle istituzioni europee: una possibile soluzione sarebbe di prevedere una garanzia sulle prime perdite delle *tranche senior* a valere sul budget europeo o creare uno strumento del MES (Meccanismo europeo di stabilità) che consenta alle banche di scambiare i loro titoli di Stato in eccesso con titoli sicuri del MES ovvero con un semplice ABS (non diviso in *tranche*).⁷¹

Differente è, invece, la visione del Parlamento europeo che, all’idea della realizzazione di un titolo europeo sintetico, preferisce l’imposizione di una *concentration charge* sui portafogli di titoli pubblici nazionali posseduti dalle banche.⁷² Altri economisti sostengono che gli ESBies dovrebbero essere introdotti in combinazione con dei limiti alla concentrazione, al fine di evitare il brusco decremento della domanda di titoli di Stato di alcuni Paesi a seguito della loro

⁷⁰Cfr. PAGANO, *The Sovereign-Bank Nexus and the Case for European Safe Bonds*, *op.cit.*

⁷¹Cfr. MESSORI M., MICOSSI S., *Counterproductive Proposals on Euro Area Reform by French and German Economists*, LUISS School of European political Economy, Policy Brief, 13 febbraio 2018, reperibile su www.sep.luiss.it.

⁷²Cfr. VÉRON, *Sovereign Concentration Charges: A New Regime for Banks’ Sovereign Exposures*, Parlamento europeo, novembre 2017, reperibile su www.europarl.europa.eu.

vendita da parte delle banche.⁷³

Nel 2016, l'idea di adottare questi titoli è stata accolta con favore dal Comitato europeo per il rischio sistemico che ha pubblicato un documento di consultazione in cui definisce tali titoli *Sovereign Bond-backed Securities* (SBBS).⁷⁴ Successivamente, nel gennaio 2018, una *task force* interistituzionale guidata dall'ESRB ha pubblicato la relazione sullo studio di fattibilità condotto sugli SBBS, da cui emerge che tali titoli potrebbero essere utili strumenti di diversificazione dei portafogli bancari e, quindi, di riduzione dei rischi per la stabilità finanziaria.⁷⁵ Nel maggio 2018, la Commissione europea ha compiuto un passo in avanti per il completamento dell'Unione Bancaria Europea. Gli SBBS sono stati, infatti, oggetto di una proposta legislativa⁷⁶, in cui si stabilisce che “i titoli verrebbero emessi da istituti privati sotto forma di diritti su un portafoglio di titoli di Stato della zona Euro.”⁷⁷ La struttura degli SBBS non comporterebbe

⁷³Cfr. BÉNASSY-QUÉRÉ, BRUNNERMEIER, ENDERLEIN, FARHI, FRATZSCHER, FUEST, GOURINCHAS, MARTIN, PISANI-FERRY, REY, SCHNABEL, VÉRON, WEDER DI MAURO, ZETTELMEYER, *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform*, op.cit.

⁷⁴Si veda BRUNNERMEIER, LANGFIELD, PAGANO, REIS, VAN NIEUWERBURGH, VAYANOS, *ESBies: Safety in the tranches*, European Systemic Risk Board, Working Paper Series, n. 21, settembre 2016, reperibile su www.esrb.europa.eu. Sulla necessità di definire “un quadro favorevole allo sviluppo dei titoli garantiti da obbligazioni sovrane per una maggiore diversificazione del portafoglio nel settore bancario” v. JUNCKER, TIMMERMANS, *Stato dell'Unione 2017. Lettera d'intenti al Presidente Antonio Tajani e al Primo Ministro Jiri Ratas*, Strasburgo, 13 settembre 2017, reperibile su www.ec.europa.eu.

⁷⁵Per approfondimenti sulle riforme necessarie dell'attuale *framework* regolamentare cfr. ESRB HIGH-LEVEL TASK FORCE ON SAFE ASSETS, *Sovereign bond-backed securities: a feasibility study*, vol. 1, gennaio 2018, reperibile su www.esrb.europa.eu.

⁷⁶Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai titoli garantiti da obbligazioni sovrane*, COM(2018) 339 final, 24 maggio 2018, reperibile su www.ec.europa.eu.

⁷⁷Il Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE) ha definito la proposta della Commissione “un'idea concettualmente interessante” e ritiene utile testarne la realizzabilità mediante una prova di mercato. Permangono alcuni interrogativi in merito all'impatto degli SBBS sul mercato delle obbligazioni di Stato, all'efficacia di tali *bond* europei in tempo di crisi e alla possibilità di

una mutualizzazione dei rischi e delle perdite tra gli Stati membri della zona Euro.⁷⁸ Solo gli investitori privati si assumerebbero i rischi e le eventuali perdite”.⁷⁹

La proposta della Commissione riporta una serie di misure modificative del trattamento normativo degli SBBS, al fine di migliorare la loro liquidità e renderli più attraenti per gli investitori. In particolare, a partire dall’analisi condotta dalla *task force* guidata dall’ESRB, la Commissione ribadisce che, sulla base della regolamentazione attualmente in vigore, gli SBBS sarebbero considerati alla stregua di titoli cartolarizzati, pertanto sarebbero forieri di oneri maggiori rispetto a quelli derivanti dall’investimento diretto nei titoli sovrani che ne rappresentano il sottostante.⁸⁰

A tal proposito, la Commissione propone delle modifiche legislative (ad es. al Regolamento (UE) n. 575/2013), per far sì che gli SBBS possano ricevere un trattamento normativo conforme a quello riconosciuto ai titoli sovrani.⁸¹ Per ciò che concerne l’iter procedimentale di analisi e approvazione della Proposta di

collocare le *tranche senior* qualora non si riuscisse a individuare dapprima un numero sufficiente di investitori per quelle *junior*. Si veda COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, *Parere sulla «Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai titoli garantiti da obbligazioni sovrane»*, (2019/C 62/18), Bruxelles, 17 ottobre 2018, reperibile su www.eur-lex.europa.eu.

⁷⁸La Commissione ha specificato che gli SBBS si differenziano dagli *Eurobonds* che, invece, comportano la mutualizzazione dei rischi e delle perdite tra Stati Membri. Si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Frequently asked questions: Enabling framework for sovereign bond-backed securities*, Fact Sheet, Bruxelles, 24 maggio 2018, disponibile su www.ec.europa.eu

⁷⁹Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Unione finanziaria: la proposta della Commissione sulla riduzione del rischio consentirà l'introduzione di titoli garantiti da obbligazioni sovrane*, Comunicato stampa, Bruxelles, 24 maggio 2018, reperibile su www.ec.europa.eu.

⁸⁰Tali maggiori oneri sono dovuti all’asimmetria informativa (rischio di agenzia) che si genera tra il cedente degli strumenti cartolarizzati (che possiede maggiori informazioni sull’*underlying asset*) e gli investitori. Tuttavia, le specificità degli SBBS li renderebbero meno complessi e rischiosi rispetto alle normali cartolarizzazioni e, dunque, non si applicherebbe la relativa normativa, ma occorrerebbe una disciplina allineata a quella dei titoli di Stato. Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai titoli garantiti da obbligazioni sovrane*, cit.

⁸¹Si veda l’art. 23, COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai titoli garantiti da obbligazioni sovrane*, cit.

Regolamento della Commissione, si segnala che il progetto è passato in prima lettura al Consiglio, mentre ancora non risulta transitato in Parlamento Europeo.⁸² Si segnala, altresì, che la proposta di regolamento relativo ai titoli garantiti da obbligazioni sovrane è stata inserita tra le proposte prioritarie in sospeso nella comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni del 29 gennaio 2020 (Programma di lavoro della Commissione 2020 “Un'Unione più ambiziosa”).

7. Dal momento che gli effetti della crisi sono stati aggravati dal legame “diabolico” tra le banche e gli emittenti sovrani, allentare questa interrelazione è divenuto un obiettivo imprescindibile dell'Unione Bancaria Europea. In particolare, il terzo pilastro consentirebbe di migliorare la resilienza dell'Unione contro eventuali futuri shock finanziari e di garantire la stabilità del sistema, con effetti positivi sul *market sentiment*, favorendo la definizione di condizioni paritarie e l'integrazione dei mercati finanziari. Tuttavia, la resistenza di alcuni Paesi europei alla mutualizzazione dei rischi e a eventuali salvataggi dei depositanti delle banche appartenenti a Paesi meno virtuosi e fiscalmente instabili rende necessari interventi normativi finalizzati a ridurre tali rischi e a interrompere, in modo più incisivo, il legame fra banche ed emittenti sovrani.

Tra gli strumenti analizzati, si annovera la messa a punto dei *Sovereign Bond-backed Securities* che recherebbero dei vantaggi a tutti i Paesi dell'Unione e rappresenterebbero un'occasione per quest'ultima per mostrarsi più solidale e per garantire un allineamento di interessi socio-economici dei vari Paesi, troppo

⁸²Per informazioni sul procedimento in corso 2018/0171/COD si veda www.eur-lex.europa.eu.

spesso in contrasto tra loro. Nonostante i limiti connessi all'implementazione degli SBBS, tra cui la necessità di un adeguamento dell'attuale regolamentazione, essi potrebbero garantire una diversificazione geografica del rischio, nonché una differenziazione dello stesso grazie alla creazione di due *tranche* con diverso merito creditizio.

Una misura di questo tipo rappresenterebbe un'iniziativa importante finalizzata alla separazione tra rischio delle banche e quello dei sovrani, in modo da sciogliere un nodo che ancora ostacola l'implementazione dello schema unico di garanzia dei depositi, passaggio cruciale per il completamento dell'Unione Bancaria Europea.

Mattia Domitilla

LE REGOLE DI CONDOTTA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI *

(The rules of conduct of financial intermediaries)

ABSTRACT: *The article analyzes the rules of conduct of financial intermediaries and the evolution of jurisprudence and doctrine. The article focuses on the innovations introduced by Legislative Decree 3/08/2017 n. 129 which made significant changes to the Consolidated Law on financial intermediation and through which are implemented the Directive 2014/65 / EU of 15 May 2014 (Market in Financial Instruments Directive, MiFID II) and Regulation no. 600/2014 UE (Market in Financial Instruments Regulation MiFIR).*

SOMMARIO: 1. Premessa - 2. La Costituzione economica – 3. Le regole di condotta degli intermediari finanziari - 4. La tutela degli investitori - 5. La responsabilità degli intermediari finanziari. Una rilettura delle sentenze gemelle del 2007 12 anni dopo - 6. Come cambia la tutela dell'investitore con l'introduzione della c.d. MiFID II – 7. Conclusioni

1. Il termine frontiere¹ può essere declinato in due modi: o esso è sinonimo di “avanguardia”, e dunque sta ad indicare conquiste e scoperte, oppure può essere plasticamente riprodotto sotto forma di “muro”, di “barriera”. I processi *globalizzatori* non conoscono limiti e, dunque, frontiere. Ma non è detto che le conquiste, cui il mondo finanziario giunge, rappresentino un'evoluzione.

La civiltà moderna -ci si riferisce prevalentemente al mondo occidentale e all'impero di Cindia²- poggia le sue basi su un sistema *iperfinanziarizzato*. Basti pensare alle nuove “frontiere” cui è giunta la c.d MiFID II³, che ha tramutato in

*Contributo approvato dai revisori.

¹Lo spunto all'origine di detta riflessione è rappresentato dal titolo del convegno dal titolo “*I Nuovi Confini del Diritto Privato Europeo*”, svoltosi il 5 e il 6 giugno 2015 presso l'Università degli Studi di Roma, i cui gli atti sono stati pubblicati nel volume dal titolo “*I nuovi confini del Diritto Privato Europeo*”, ALPA (a cura di), Milano, 2016.

²Cfr. RAMPINI, *L'impero di Cindia*, Milano, 2007.

³Ci si riferisce alla Direttiva n. 65/2014, di cui si parlerà più diffusamente nel prosieguo della trattazione.

prodotti finanziari anche le quote di emissione di anidride carbonica⁴. Questa scelta è dettata dall'esigenza di preservare il pianeta e di limitare il più possibile l'emissione di gas serra – così come impresso nelle pagine del Protocollo di Kyoto – o è finalizzata a creare una fitta *rete*⁵ per rendere *commerciabile* qualsiasi elemento e tramutarlo in prodotto⁶? Non è questa la sede per sviscerare una riflessione sulle derive della società capitalistica e *iper-liberista* quale quella attuale⁷, ma prima di addentrarsi nei meandri della disciplina finanziaria in senso stretto si vuole lanciare un monito, o meglio, fare una domanda: *Quo vadis?*

Dove va un mondo globalizzato, *iper-finanziarizzato*, se omette di globalizzare i diritti⁸? La riflessione meriterebbe un maggiore approfondimento; in questa sede ci si limita a precisare che l'attenzione non può limitarsi all'analisi del diritto "patrimoniale" perdendo di vista il ruolo dell'individuo e quello dei suoi diritti fondamentali⁹.

In detto contesto, l'*agere* degli intermediari finanziari assume un'importanza centrale, di fondamentale importanza per garantire il corretto

⁴Le quote di emissione sono i cubi di anidride carbonica che – secondo quanto previsto dalla Direttiva 2003/87/CE del 13 ottobre 2003 recepita al fine di consentire ai Paesi dell'Unione europea di adempiere agli impegni assunti con la ratifica del Protocollo di Kyoto del 1997 circa la riduzione dei livelli di emissione di gas serra – possono essere scambiati all'interno di un sistema gestito dalle Autorità nazionali.

⁵Il termine *rete* è qui utilizzato traendo spunto dall'immagine che Schelling usa per rappresentare la storia di Edipo. Secondo l'A. questi è avvolto da una rete che rappresenta la sua vita (anche la parte a lui sconosciuta) e più cerca di divincolarsi, più questa lo trattiene fino a strangolarlo. Cfr. SCHELLING, *Lettere sul dogmatismo e il criticismo*, Milano, 1795, 17.

⁶L'utilizzo del termine prodotto poggia le sue basi sulla riflessione di Francesco Galgano relativamente al concetto di prodotto-misto. Se ne parlerà più diffusamente – proprio del concetto di prodotto, legato ad una certa evoluzione della società industriale – nel secondo capitolo del presente lavoro. Cfr. GALGANO, *Il «prodotto misto» assicurativo finanziario*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1988, 91 ss.

⁷Sul punto si veda l'interessante analisi di SALVI, *Capitalismo e diritto civile. Itinerari giuridici dal Code civil ai Trattati europei*, Bologna, 2015.

⁸GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005; GALGANO, *Etica della finanza. Mercato e globalizzazione*, Bari, 2004.

⁹Cfr. ALPA, *La certezza del diritto nell'età dell'incertezza*, Napoli, 2006, 69 s., ove l'autore evidenzia che «la mondializzazione dei mercati, la rivoluzione informatica, la "cultura globale" [...] si intrecciano postulando nuove regole» ma, nell'«attesa che venga costruito un ordinamento giuridico planetario, val la pena ricorrere al consolidamento dei diritti fondamentali, nel senso suggerito da Bobbio e da Habermas. Sarà l'espansione del judicial power a trovare la risposta alle attese di tutela degli interessi individuali», con l'avvertenza però che «non si può affidare solo al diritto la responsabilità di governare per intero questo processo».

funzionamento del mercato oltre che il rispetto dei diritti dei singoli¹⁰.

2. La Costituzione italiana¹¹ del 1948 è il più vivido esempio di convivenza fra le idee della sinistra comunista e di quella socialista, del cattolicesimo sociale e del pregresso liberalismo; detto sincretismo ha rappresentato la base su cui si è poggiato il lavoro dell'Assemblea Costituente. La concorrenza e il libero mercato apparivano sullo sfondo di detta intelaiatura normativa, senza assumere rilievo centrale; si intravedevano in lontananza e sembravano confinati in spazio (futuro) ancora molto lontano dal periodo post-bellico.

Lo Stato aveva un ruolo centrale nell'economia ed il libero mercato, quale motore della crescita economica e sociale, è stata un'acquisizione frutto dell'ingresso nell'ordinamento italiano dei principi comunitari e dell'adesione ai Trattati¹².

Dal combinato disposto degli articoli 41, 42, 45, 47 e 81 si evince che il Legislatore Costituente abbia inteso affidare allo Stato tre principali «strumenti» per tutelare i diritti economici e sociali sanciti nei primi articoli della Carta: le limitazioni al diritto di proprietà e di iniziativa economica per orientare le attività private verso fini sociali; la cooperazione e la partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese per attenuare la divisione tra capitale e lavoro; la tute-

¹⁰Cfr. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e finanza etica*, Roma-Bari, 1997; PELLEGRINI, *Etica e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Banche ed etica*, (cura di) I. Sabbatelli, Padova, 2013, 59 ss.; LEMMA, *Etica e professionalità bancaria*, in *Banche ed etica op. cit.*, 129 ss.

¹¹Sulla costituzione economica nella letteratura italiana: CASSESE, *La nuova Costituzione economica*, Bari, 2006; AMATO, *Il mercato nella Costituzione*, in AA.VV., *La Costituzione economica*, Padova, 1997, 19; DI GASPARE, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Padova, 2003; RESCIGNO, voce *Costituzione economica*, in *Enciclopedia giuridica*, Roma, 2001; BILANCIA, *Modello economico e quadro costituzionale*, Torino, 1996; MERUSI, *Commento all'art. 47 della Costituzione*, in BRANCA (a cura di), in *Commentario della Costituzione (art. 45-47) Rapporti economici*, Bologna-Roma, 1980; BALDASSARRE, voce *Iniziativa economica privata*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, 1971; autorevole dottrina non definisce i citati articoli come "costituzione economica", ma afferma che i precetti normativi in questione assumono, comunque, importanza centrale e primaria, CAPRIGLIONE, *Manuale di Diritto bancario e finanziario*, (a cura di) Capriglione, 2015, Milano, 6 ss.

¹²Cfr. AMATO, *op. ult. cit.*, 19

la del risparmio (attraverso la stabilità monetaria e finanziaria) e il controllo del credito per indirizzare gli investimenti verso particolari settori e aree geografiche. Con specifico riguardo agli artt. 41 e 47, si evince come tra i due articoli vi sia un rapporto di specificazione del secondo rispetto al primo; pertanto, le disposizioni debbono essere lette in maniera unitaria, armonica. Detta lettura unitaria enfatizza il carattere imprenditoriale dell'attività bancaria che, però, è ritenuta compatibile con la previsione di un sistema di controlli di tipo pubblico¹³.

Orbene, come anticipato la Carta costituzionale stabilisce che il risparmio, *“in tutte le sue forme”* deve necessariamente costituire oggetto di una specifica tutela da parte della Repubblica. Accanto a questo principio costituzionale, stabilito da una norma che la dottrina prevalente¹⁴ ha definito da sempre a carattere generale, la Costituzione – a seguito della riforma del Titolo V- individua nel legislatore statale l'organo competente a disciplinare sia la materia della tutela del risparmio sia, più in generale, quella dei mercati finanziari.

3. Il rapporto tra investitori e intermediari è un rapporto strutturalmente asimmetrico¹⁵. Per tale ragione il legislatore comunitario ha emanato diverse direttive al fine di regolare le materie in cui è maggiore l'esigenza di tutela del risparmiatore. Il sintomo di detta *disparità* – che può articolarsi in vario modo- è il contratto asimmetrico che rappresenta *«una nuova categoria, in cui l'asimmetria – che può articolarsi in informativa, di potere negoziale, di potere*

¹³Cfr. CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*, 8; COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012, 251 ss.

¹⁴Cfr. CRISAFULLI, *La Costituzione e le sue disposizioni di principio*, Milano, 1952, nota 5, 34.

¹⁵«La teoria classica del contratto non faceva distinzioni tra contratti conclusi inter partes e contratti tra parti aventi diverso status o diverso potere contrattuale: anzi, proprio la presunta e non sindacabile parità delle parti aveva consentito di creare una nozione di contratto unitaria, monolitica, astratta dalle circostanze concreto in cui il contratto avrebbe dovuto operare. [...] Vi sono due categorie di contratti che si pongono, però, in una posizione particolare, perché il loro status implica non solo una differenza di potere contrattuale, ma anche una differenza di punti di partenza dovuta alla asimmetria delle informazioni possedute, che è un ostacolo alla libera negoziazione o alla libera o alla libera offerta di opzioni offerte dalla controparte. Si tratta dei consumatori e dei minori» ALPA, *Il contratto in generale. Fonti, teorie e metodi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da CICU-MESSINEO-MENGONI, continuato da SCHLESINGER, Milano, 2014, 576.

impositivo- non riguarda solo la singola persona fisica (consumatore, investitore, risparmiatore) ma anche la piccola impresa. In termini più generali, ci si riferisce alla parte che è maggiormente esposta all'abuso di potere economico della controparte»¹⁶. Orbene, l'attività svolta dagli intermediari è essenziale per la sopravvivenza stessa del mercato finanziario¹⁷.

Di norma, in ambito finanziario i contratti sono unilateralmente predisposti dall'operatore economico e la controparte si limita ad aderirvi senza avere la possibilità di modificarne il contenuto. Si tratta, come è noto, di contratti stipulati mediante adesione a condizioni generali di contratto, moduli o formulari unilateralmente predisposti dalla banca, dall'intermediario finanziario o da quello assicurativo¹⁸.

Economisti e giuristi nel corso degli anni hanno seguito senza riserve le teorie economiche che inneggiavano al principio di autodeterminazione dei mercati, come se si trattasse di *«realtà esterne, dotate di vita propria (...) come se il mercato fosse una porzione della natura, che avrebbe senza l'intervento dell'uomo una sua vita propria, frutto delle forze spontanee che si scontrano, che si mediano, che si placano raggiungendo equilibri, comunque evolvendosi secondo logiche proprie, o proprie leggi che avrebbero il loro corso naturale. L'intervento umano opera ab extra. (...) Libero scambio e lasciar fare sono dive-*

¹⁶Cfr. ALPA, *op. ult. cit.*, 288 ss. Si vedano altresì i contributi di DI DONNA, *Obblighi informativi precontrattuali. I. La tutela del consumatore*, Milano, 2008, 174 ss.; AZOPPINI, *Il contratto asimmetrico, tra parte generale, contratti di impresa e disciplina della concorrenza*, in *Il diritto europeo dei contratti fra parte generale e norme di settore*, a cura di NAVARRETTA, Milano, 2007

¹⁷Cfr. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, Giuffrè editore, 2004, 2; «gli intermediari ricoprono il ruolo di "soggetti professionalmente qualificati attraverso i quali il risparmio diffuso dovrebbe essere traghettato verso (...) forme di investimento in condizioni di (almeno relativa) tranquillità per i risparmiatori» RORDORF, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Le Società*, 2008, n.3, 269.

¹⁸Autorevole dottrina ha sottolineato che le «asimmetrie informative interagiscono sulle modalità di rappresentazione del consenso, per cui una parte negoziale per solito si limita ad aderire ad un contratto interamente predisposto dall'altra, sicché la componente precettiva del negozio risulta determinata unilateralmente. Se ne è desunta l'importanza della fase precontrattuale, evidenziandosi in particolare la posizione di "debolezza" in cui versa la controparte di un ente creditizio». CAPRIGLIONE, *Introduzione*, in *I contratti dei risparmiatori*, (a cura di) CAPRIGLIONE, Milano, 2013, 6.

nuti precetti fondamentali di ogni economia di mercato (...)»¹⁹. Il neoliberalismo ha elevato a postulato la teoria dell'autonomia del mercato e della sua immunità rispetto a contaminazione giuridiche esterne. Ma una tale visione non è *aggiornata*. Le crisi economiche che si sono succedute nel tempo hanno dimostrato che il mercato non può essere rappresentato come una delle monadi di Leibniz, pertanto non può prescindere dal diritto e dai *diritti*. Detta considerazione è ancora più attuale se si tiene conto del fatto che l'Unione Europea ha subito una *mutazione genetica* a seguito dell'entrata in vigore della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea nel 2000. Gli istituti dell'Unione poggiano le basi su finalità di tipo essenzialmente economico – anche se nel disegno ispiratore vi è molto più di questo²⁰ – e si sono dovuti *adattare* all'esigenza di tutelare i diritti fondamentali dell'individuo²¹.

Orbene, il punto di arrivo (o di partenza) di queste considerazioni è rappresentato dal *dogma* del principio del *contraente informato*. Stando a questo principio, la distanza tra il risparmiatore e l'intermediario può essere ridotta solo a patto che quest'ultimo riversi tutta le conoscenze di cui è in possesso sul primo. Un contraente (ben) informato compie delle scelte consapevoli e ciò ha degli influssi positivi sul mercato²².

¹⁹Cfr. ALPA, *La c.d. giuridificazione delle logiche dell'economia di mercato*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, III, 1999, 725. Per una riflessione più recente in materia, ma immutata nella sostanza, si veda ID, *Giuristi e interpretazioni. Il diritto nella società postmoderna*, Genova, 2017, 256 ss.

²⁰Si pensi, ad esempio, al *Manifesto di Ventotene*, di Altiero Spinelli, Ernesto Rossi e Eugenio Colorno, che racchiude i principi ispiratori e le aspettative future dell'Europa. L'esigenza di mantenere la pace tra popoli e nazioni in perenne conflitto ha ispirato i tre autori che, durante il confino in esilio, hanno redatto il *Manifesto* dell'Europa Unita e ne hanno definito la struttura istituzionale, i valori, le attribuzioni, le finalità da perseguire.

²¹Cfr. RODOTÀ, *La carta come atto giuridico e documento politico*, di MANZELLA, MELOGRANI, PACIOTTI, RODOTÀ, *Riscrivere i diritti in Europa*, Bologna, 59 ss.; ALPA, *Diritto Privato Europeo*, Milano, 2016, *passim*, in particolare nel V capitolo; COLLINS, 'The Constitutionalization of European Private Law as a Path to Social Justice?' in MICKLITZ (ed), *The Many Concepts of Social Justice in European Private Law*, Cheltenham: Edward Elgar, 2011, 133; MAK, *Constitutional Aspects of European Private Law: Freedoms, Rights and Social Justice in the Draft Common Frame of Reference*, Centre for the Study of European Contract Law Working Paper Series No. 2009/05;

²²Cfr. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, *passim*, in particolare nei primi capitoli; CAPRIGLIONE, *Introduzione*, op. cit., 6. *Contra*, per una lettura

L'esigenza di ridurre le asimmetrie informative trova la sua naturale declinazione nell'obbligo di trasparenza, che compone la gamma di doveri dell'intermediario. Difatti, il legislatore – comunitario ed europeo- ha imposto, per un verso, il rispetto precisi obblighi di forma²³, a cui di regola si accompagna l'obbligo dell'indicazione di un contenuto minimo, e, in alcuni casi, anche quello di consegnare una copia del contratto alla controparte.

L'esistenza di una specifica disciplina posta a guida i comportamenti degli intermediari ha rappresentato uno dei tratti distintivi della regolamentazione delle "attività di intermediazione mobiliare" e, successivamente, dei servizi e delle attività di investimento. La previsione di un corpo di regole di condotta, finalizzate a definire lo standard di comportamento degli intermediari rappresenta, infatti, un tratto tipico delle riforme realizzate in alcuni ordinamenti europei a partire dalla fine degli anni '80. Queste hanno dato vita a un fenomeno destinato a influire sulla stessa disciplina comunitaria: ci si riferisce alla Direttiva 22/93/CEE e Direttiva 39/2004/CE, la c.d. MiFID I²⁴ per poi giungere alla Direttiva 2014/65/UE, la c.d. MiFID II. Nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari si è così formato un elaborato e articolato nucleo normativo teso a disciplinare la condotta dei prestatori di servizi al fine, come si è detto, di tutelare gli inve-

critica di detto *dogma* si veda ZOPPINI, *Le domande che ci propone l'economia comportamentale ovvero il crepuscolo del «buon padre di famiglia»*, in *Oltre il soggetto razionale Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, a cura di ROJAS ELGUETA e VARDI, in *Studies in law and social studies*, Roma, 2014, 11 ss.,

²³Cfr. NAVARRETTA, *Principio di uguaglianza, principio di non discriminazione e contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 3,547 ss. Più diffusamente in materia di nuovi obblighi di forma, tesi come è noto a garantire al consumatore una maggiore certezza dei diritti e degli obblighi che gli derivano dal contratto si veda, ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale, genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 780. Sottolinea che la forma viene ad assumere funzione informativa, DE NOVA, *"Dieci voci" per una tavola rotonda su "il nuovo diritto dei contratti"*, in *Materiali e commenti sul nuovo diritto dei contratti*, a cura di VETTORI, Padova, 1999, p. 815; GAMBINI, *Il nuovo statuto del consumatore europeo: tecniche di tutela del contraente debole*, in *Giur. merito*, 2004, p. 2624 Sul nuovo ruolo assunto dalla forma, si veda FAVALE, *Forme "extralegali" e autonomia negoziale*, Napoli, 1994, p. 30 ss.; MORELATO, *Neoformalismo e trasparenza contrattuale*, in *Contr. e impr.*, 2005, p. 592 ss.; GAGGERO, *Neoformalismo negoziale di "protezione" e struttura della fattispecie contrattuale*, in *Contr. e impr.*, 2016, 1463 ss.

²⁴Cfr. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano 2004, *passim*; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, 125 ss.

stitori.

Negli ultimi anni la disciplina dei comportamenti degli intermediari ha assunto sempre maggiore evidenza. Prima dell'entrata in vigore della MiFID I il contenuto delle regole di comportamento variava - spesso le divergenze erano significative - nei vari Stati dell'Unione. Decisamente più incisive e dettagliate erano state le disposizioni contemplate nella MiFID I, che perseguiva l'obiettivo di massima armonizzazione tra gli Stati Membri²⁵.

La struttura delle regole di condotta degli intermediari si compone di due livelli: del primo fanno parte regole di portata generale, che si applicano a tutti i servizi e a tutte le attività prestate dal soggetto. Del secondo fanno parte regole di comportamento applicabili ai singoli servizi o attività. Sia nel primo che nel secondo livello le fonti sono norme di rango primario e di rango secondario. Queste ultime sono emesse, sotto forma di Regolamenti, dalla Commissione nazionale per la società e per la borsa (CONSOB).

Del c.d. primo livello fanno parte gli artt. 21 e 23 del T.u.F., che definiscono le linee generali dei rapporti tra intermediario e cliente²⁶. L'art. 21 individua: obblighi generali di correttezza, diligenza e professionalità; obblighi informativi; norme attinenti all'organizzazione interna; regole in materia di conflitto di interessi. Con riguardo agli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza indicati nella lett. a) dell'articolo, occorre puntualizzare che la norma riprende e riformula principi già contemplati nelle regole di diritto comune. Ma non si tratta di una mera ripetizione, la legge speciale e il codice civile italiano concorrono a

²⁵Cfr. GABRIELLI – LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di GABRIELLI e LENER, in *Trattato dei contratti*, diretto da RESCIGNO ed GABRIELLI, Torino, 2011, 40

²⁶Cfr. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, (a cura di) Capriglione, 2015, 547 ss.; MAGGILOLO, *Servizi e attività di investimento*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da CICU-MESSINEO-MENGONI, continuato da SCLESINGER, Milano, 2012, 128

formare un'unitaria visione d'insieme²⁷. Difatti, il riferimento alla diligenza è da intendersi come un richiamo alla diligenza professionale di cui all'art. 1176 co. 2 cod. civ., e si sostanzia nell'obbligo, per l'intermediario, di seguire tutte le regole di perizia che l'incarico prescrive. La correttezza va intesa come buona fede in senso oggettivo, vale a dire come l'obbligo di comportarsi lealmente, avendo cura dell'interesse della controparte²⁸. Il criterio della trasparenza, come si anticipava, deve essere valutato come il dovere di fornire all'investitore tutte le informazioni necessarie al fine di comprendere le caratteristiche del prodotto finanziario nonché le modalità di esercizio del servizio di investimento ed è, nella sostanza, una specificazione degli obblighi di correttezza e diligenza. Il dovere di trasparenza si concretizza nella necessità di fornire informazioni chiare e comprensibili per ridurre il *gap* tra le parti.

L'art. 23 del T.u.F. reca puntuali statuizioni in merito ai requisiti di forma e dispone che il mancato rispetto determina la nullità del contratto; di poi, impone che l'onere della prova nei giudizi risarcitori ricada in capo agli intermediari, che devono dimostrare di aver adottato tutta la diligenza richiesta. Inoltre, una copia del contratto deve essere consegnata al cliente²⁹. L'art. 23 disciplina un'ipotesi di nullità relativa³⁰ e che, in quanto tale, può essere fatta valere esclusivamente dall'investitore. Il documento contrattuale si rivela, in tal modo,

²⁷Il codice civile si pone «al centro di un sistema stellare di cui ogni codice costituisce il satellite», G. ALPA, *I contratti dei consumatori e la disciplina generale dei contratti e del rapporto obbligatorio*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, I, p. 355

²⁸Cfr. ALPA, *Commento all'art. 21*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, tomo I, Padova, 1998, 20 ss., il quale afferma, altresì, che si tratta di una norma immediatamente cogente nonostante il carattere generale mostrato e che, più nello specifico può essere considerata una norma quadro. Si veda sul punto anche MIOLA, *Commento all'art. 21*, in *Testo Unico della Finanza*, diretto da CAMPOBASSO, Torino, 2002, 135; BIANCA, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, 209.

²⁹Cfr. ALPA, *Commento all'art. 23*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, tomo I, Padova, 1998, 256 ss.

³⁰«La prescrizione formale, inquadrandosi nella varia tipologia normativa qualificata come neoformalismo di protezione (di parte debole, identificata nel cliente- risparmiatore) dà vita ad una nullità relativa, che può essere fatta valere solo dal cliente», A. ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, Milano, 2012, 135; S. POLIDORI, *Discipline della nullità e interessi protetti*, Napoli, 2001, 78 ss. e 114 ss.

uno strumento per l'informazione del cliente nonché per verificare il rispetto delle regole da parte dell'intermediario³¹. Il discorso relativo all'obbligo di forma è prodromico a quello del c.d. contratto quadro³². Difatti, l'orientamento prevalente ritiene indispensabile la presenza di un "contratto quadro" preesistente alle singole operazioni di investimento. In materia è recentemente intervenuta una pronuncia a Sezioni Unite³³ all'interno della quale si è statuito che per assolvere compiutamente agli obblighi di forma prescritti dall'art. 23 è sufficiente che il contratto quadro possa essere sottoscritto anche solo dal cliente; l'assenza della firma da parte dell'intermediario non determina una violazione del precetto di cui all'art. 23 del T.u.F.

4. I flussi informativi hanno finalità plurime, dal momento che rispondono all'obbligo di garantire la trasparenza in merito alle qualità e alle condizioni di erogazione dei servizi offerti oltre che l'esatta conoscenza delle intenzioni speculative dell'acquirente³⁴. Al fine di comprendere gli obblighi generali cui devo-

³¹Cfr. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, *passim.*; DI DONNA, *Obblighi informativi precontrattuali*, Milano, 2008, p. 30 ss., che parla di un *tertium genus* di forma, accanto a quella *ad substantiam* e *ad probationem* vi sarebbe la forma in funzione di veicolo di informazioni. La forma diverrebbe così uno strumento di riduzione delle asimmetrie informative, causa principale della debolezza del consumatore rispetto al professionista, oppure del risparmiatore nel caso di contratti bancari.

³²Dal contratto quadro, noto anche come contratto di intermediazione finanziaria, derivano obblighi e diritti reciproci per l'intermediario e per il cliente. I pareri, in dottrina e giurisprudenza, non sono unanimi nell'individuare lo schema giuridico a cui farebbe riferimento. Vi è chi sostiene che si tratti di un contratto normativo, sul punto si veda CASS., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno e responsabilità*, 2009, 503; IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011, 1 s. Diversamente, vi è chi sostiene che si tratti di una fattispecie a formazione progressiva composta da due livelli: il primo rappresentato dal contratto quadro, il secondo dai singoli ordini, sul punto si veda APP. GENOVA, 30 giugno 2006, n. 740, in *Giur. di mer.*, 2007, 1910. La tesi maggioritaria sostiene che il contratto quadro debba essere qualificato come un contratto di mandato conferito all'intermediario finanziario, si veda GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria*, a cura di GALGANO e ROVERSI MONACO, *Le nuove regole del mercato finanziario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, 2009, 236 ss. In maniera ancor più dettagliata, parte della dottrina ha affermato che i singoli ordini devono essere considerati «*meri atti di specificazione delle prestazioni oggetto di contratto quadro stipulato tra le parti*».

³³Cfr. CASS., SS. UU., 16 gennaio 2018 n. 898.

³⁴Il principio, mutuato dall'esperienza anglosassone, è stato introdotto nel sistema europeo grazie alla c.d. MIFID I ed è stato mantenuto, per certi aspetti addirittura irrobustito, anche nella c.d. MIFID II.

no uniformarsi gli intermediari, occorre partire da quanto disposto nell'art. 21 del T.u.F.³⁵ che, come si anticipava, detta i criteri generali cui devono attenersi i soggetti abilitati nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento dei servizi accessori³⁶.

Orbene, i soggetti abilitati, ai sensi di quanto previsto dall'art. 21 del T.u.F. devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per tutelare l'integrità dei mercati. Obblighi più specifici sono poi dettati nel Regolamento Intermediari³⁷. Il richiamo a principi, quali quelli di diligenza, correttezza e trasparenza, non deve far pensare ad una mera ripetizione di quanto già contenuto nel diritto dei contratti; occorre piuttosto parlare di una sorta di «*sinergia tra il diritto speciale e quello generale, [che concorre a formare] una visione d'insieme*»³⁸. Ovviamente l'affermata diligenza non è altro che la diligenza professionale di cui all'art. 1176 co. 2 cod. civ., e si sostanzia nell'obbligo, per l'intermediario, di seguire tutte le regole di perizia che l'incarico prescrive³⁹. La correttezza va intesa come buona fede in senso og-

³⁵Il Tribunale di Milano, con la sentenza del 23 marzo 2012, n. 3513 ha statuito che gli obblighi generali di correttezza, diligenza e professionalità di cui all'art. 21 T.u.F., trovano applicazione anche nei confronti dei c.d. operatori qualificati di cui all'art. 58 del Regolamento Intermediari (16190/2007). I giudici del Tribunale di Milano hanno infatti affermato che, nonostante nei confronti di tale categoria di clientela non trovino applicazione alcune disposizioni previste dallo stesso Regolamento, l'intermediario non possa ritenersi esentato dall'applicazione delle norme di grado superiore, quale l'art. 21 T.u.F.

³⁶Cfr. ALPA, *Commento all'art. 21*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, tomo I, Padova, 1998, 20 ss., il quale afferma che si tratta di una norma immediatamente cogente nonostante il carattere generale mostrato e che, più nello specifico può essere considerata una norma quadro.

³⁷Cfr. PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione*, in *Giur. comm.*, 2005, 530, il quale precisa che benché l'art. 21 rappresenti la fonte degli obblighi per l'intermediario, esso assume una funzione suppletiva rispetto alle definizioni indicate dalla CONSOB. Diversamente, il contenuto degli obblighi dell'intermediario avrebbe una portata troppo elastica ed indefinita.

³⁸Cfr. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario* a cura di GABRIELLI-LENER, I, nel *Trattato dei contratti* diretto da RESCIGNO- GABRIELLI, Torino, 2011, 285.

³⁹Cfr. ALPA, *op. ult. cit.*, 212 ss; MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* a cura di SCHLESINGER, Milano, 2012, 347 ss.; SANTOCCHI, *op. ult. cit.*, 281 ss.; DE MARI-SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005, 132; PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, in *L'ordinamento*

gettivo, e si sostanzia nell'obbligo per le parti di comportarsi lealmente, avendo cura l'una dell'interesse dell'altra⁴⁰. Il criterio della trasparenza deve essere valutato come l'obbligo di fornire all'investitore tutte le informazioni necessarie al fine di comprendere le caratteristiche del prodotto finanziario nonché le modalità di esercizio del servizio di investimento ed è, nella sostanza, una specificazione degli obblighi di correttezza e diligenza. La concreta declinazione del dovere di trasparenza è la necessità di fornire informazioni chiare e comprensibili⁴¹ al fine di ridurre la distanza tra le differenti posizioni in cui, in origine, si collocano le parti. Di poi, non è solo il contenuto del contratto che deve soggiacere a detto obbligo di trasparenza, ma è anche la modalità con cui l'informazione viene trasmessa⁴².

Oltre ai generali obblighi di correttezza e trasparenza, sono previsti ulteriori e specifici obblighi informativi. Ad esempio, l'obbligo della banca di rimane-

finanziario italiano a cura di CAPRIGLIONE, II, Padova, 2005, 489 ss.; SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 154 ss.

⁴⁰Cfr. BIANCA, *Il contratto*, in *ID Diritto Civile*, III, Milano, 2000, 162; ALPA, *Il contratto. Fonti, teorie e metodi*, op. cit., passim.

⁴¹«È il caso di sottolineare che, come la storia del nostro ordinamento e l'esame obiettivo della nostra dottrina dimostrano, né il principio di trasparenza, né quello di informazione appartenevano alla nostra tradizione e al nostro principio culturale [...]. Un'ulteriore precisazione va fatta: epigono diretto della trasparenza è – come si è accennato – l'informazione. Informare è, anzi, la condizione fondamentale per essere trasparenti o comunque, per assicurare trasparenza agli atti. L'opacità è, nei casi più gravi, vera e propria omertà, che non è solo legge mafiosa, e, nei casi meno gravi colpevole reticenza, tant'è che la traduzione normativa della trasparenza si materializza nelle norme che nelle varie leggi – tutte degli anni novanta-contengono l'elenco delle informazioni che il contraente forte deve dare all'altro contraente nelle diverse sembianze, rigorosamente tratte dalle leggi speciali o dal codice contenenti disposizioni sull'informazione che egli può assumere: azionista investitore, cliente della banca, assicurato, acquirente di pacchetti turistici, consumatore convenzionale, multiproprietario, contraente a distanza.» BUONOCORE, *Problemi di diritto commerciale europeo*, in *Giur. comm.*, I, 2008, 3 ss; «La disciplina della trasparenza risponde all'esigenza di ricercare una formula operativa nella quale il recupero di ambiti di libertà contrattuale avviene attraverso la gestione delle asimmetrie informative. [...] Le indicazioni rivenienti dalle regole di trasparenza offrano spunti cognitivi non solo della stabilità e solidità patrimoniale di chi offre i prodotti finanziari, ma anche della correttezza operativa di tali soggetti» CAPRIGLIONE, *Varietà dalla trasparenza alla best execution: il difficile percorso verso il giusto prezzo*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, IV, 2009, 475 ss..

⁴²Cfr. FACCI, *Operazioni finanziarie non adeguate e doveri di informazione dell'investitore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 1352 ss., che ripropone l'idea che il dovere di informare (chiaramente) sia un'obbligazione di risultato ed in quanto tale l'intermediario è tenuto a fornire delle informazioni chiare e comprensibili. Si è contestata la legittimità della modalità di trasmissione delle informazioni tramite moduli redatti con clausole minute; sul punto si veda RORDORF, op. ult. cit., 270.

re costantemente informata sulla situazione economica del cliente, in quanto funzionale al dovere di curarne diligentemente e professionalmente gli interessi, resta attuale durante l'intera fase esecutiva del rapporto e si rinnova ogni qual volta la natura o l'entità della singola operazione lo richieda, per l'ovvia considerazione che la situazione del cliente non è statica, bensì suscettibile di evolversi nel tempo⁴³.

Il primo comma dell'art. 23 del Testo Unico della Finanza prevede che per i contratti finanziari venga utilizzata la forma scritta, necessaria *ad substantiam*⁴⁴. Inoltre, l'articolo in questione dispone che la Consob, sentita la Banca d'Italia, possa prevedere una forma diversa, da quella scritta, per la stipulazione di talune tipologie di contratti; tale scelta deve essere supportata da " motivate ragioni" o "in relazione alla natura professionale dei contraenti". Inoltre, il secondo comma dell'art. 23 prevede la nullità di "ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico". In entrambi i casi si tratta di ipotesi di nullità testuale, ex art. 1418 terzo comma cod. civ., essendo previste espressamente dalla legge. Il terzo comma dell'art. 23 specifica che le nullità, cui fanno riferimento i due commi precedenti, sono relative e, come tali, possono essere fatte valere solo dal cliente. Potrà essere dedotta solo dall'investitore e non potrà essere rilevata d'ufficio dal giudice. Al soggetto abilitato alla prestazione dei servizi di investimento non è riconosciuta la possibilità di proporre una domanda di accertamento della nullità del contratto. Il cliente è tenuto a rispettare i termini stabiliti da preclusioni e decadenze processuali. Altre nullità "di protezione" sono stabilite anche a tutela di quanto disposto dall'art. 24 T.u.f. in materia di "gestione di portafogli": sono colpite da nullità le clausole che escludono la possibilità, per il cliente, di impartire "istruzioni vincolanti in ordine all'operazione da compiere".

⁴³Cfr. CASS., 17 febbraio 2009, n. 3773

⁴⁴Cfr. ALPA, *Commento all'art. 23*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA e CAPRIGLIONE, tomo I, Padova, 1998, 256 ss.

È nullo ogni patto contrario alla disposizione che attribuisce al cliente la facoltà di “*recedere in ogni momento dal contratto*” di gestione del portafoglio individuale⁴⁵.

Ancora in tema di nullità, la Corte di Cassazione ha dichiarata la nullità di alcuni contratti perché conclusi da soggetti privi del requisito della legittimazione a contrarre. La nullità, in tal caso, dipende da elementi che sono estranei rispetto al contenuto e alla struttura del contratto. Si tratta della violazione di un divieto soggettivo, la legge vieta la partecipazione al contratto di un soggetto in difetto dei requisiti richiesti⁴⁶. La Corte di Cassazione ha affermato che: «*se il legislatore vieta, in determinate circostanze, di stipulare il contratto e, nondimeno, il contratto viene stipulato, è la sua stessa esistenza a porsi in contrasto con la norma imperativa; e non par dubbio che ne discenda nullità dell’atto per ragioni- se così può dirsi – ancor più radicali di quelle dipendenti dalla contrarietà a norma*»⁴⁷.

5. Tra i punti di partenza – o di arrivo- per trattare il tema della responsabilità degli intermediari finanziari vi sono le sentenze (gemelle) nn. 26724 e

⁴⁵Cfr. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela degli investitori*, Milano, Giuffrè, 2009, 282-283; ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, Milano, 2012, 135 «*La prescrizione formale, inquadrandosi nella varia tipologia normativa qualificata come neoformalismo di protezione (di parte debole, identificata nel cliente- risparmiatore) dà vita ad una nullità relativa, che può essere fatta valere solo dal cliente*». APP. GENOVA, 30 giugno 2006, in *Giurisprudenza di merito*, 2007, 1910. Si discosta dai pareri appena citati, nel definire i contorni della nullità di protezione, l'impostazione di IUDICA, *op. ult. cit.*, 22: «*Ci si chiede se la nullità relativa a favore dell’investitore possa essere identificata come una nullità di protezione. La nullità di protezione, oggi prevista soltanto dal codice del consumo, (art. 36, comma 3 d. lgs. n. 206/2005), può essere fatta valere solo dal consumatore ed è rilevabile d’ufficio, unicamente laddove sia vantaggiosa per il consumatore medesimo. Tale norma, tuttavia, non pare essere applicata analogicamente al rapporto tra investitore e intermediario finanziario. Infatti, la nullità prevista dall’articolo 23 comma 3 del TUF, pur se ascrivibile al novero delle nullità relative, tuttavia, può essere eccepita unicamente dal cliente e non d’ufficio dal giudice*».

⁴⁶Cfr. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell’attività di intermediazione finanziaria: quali tutele per gli investitori delusi*, in *Corriere giuridico*, 1, 2008, 109 ss.

⁴⁷Le sentenze delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, del 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, in *I contratti*, 2008, 221 ss, al punto 1.7 puntualizzano come la nullità possa discendere (anche) da elementi differenti rispetto alla struttura e al contenuto del contratto.

26725 del 19 dicembre 2007⁴⁸. Allo stato attuale la giurisprudenza stenta a discostarsi da questa impostazione⁴⁹, anche se del 2007 non sono mancati i ri-

⁴⁸Sezioni unite della Corte di Cassazione, 19 dicembre 2007, n. 26724 (NAPPI, *Le sezioni unite su regole di validità, regole di comportamento e doveri informativi*, in *Giust. Civ.*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 432, con nota di SALANITRO; in *Foro it.*, 2008, I, 784, con nota di SCODITTI; in *Dir. banca*, 2008, I, 691, con nota di MAZZINI; in *Soc.*, 2008, 449, con nota di SCOGNAMIGLIO; in *Corr. giur.*, 2008, 223, con nota di MARICONDA; in *Contratti*, 2008, 229, con nota di SANGIOVANNI; in *Danno resp.*, 2008, 525, con note di BONACCORSI e di ROPPO) e Cass., sez. un., 19 dicembre 2007 n. 26725 (in *Giur. comm.*, 2008, II, 344, con nota di GOBBO; in *Giur. it.*, 2008, 347, con nota di COTTINO; in *Dir. fall.*, 2008, II, 1, con nota di SARTORI; in *Resp. civ. prev.*, 2008, 547, con nota di GRECO; in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 133, con nota di BOVE), con orientamento consolidatosi nel tempo (Cass. 14 dicembre 2010 n. 25222); DI DONNA, *Obblighi informativi precontrattuali*, op. cit., 163 ss. *Contra* D'AMICO, *Nullità virtuale - Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in *Contr.*, 2009, 7, 732 il quale ritiene che la sovrapposizione operata dalla Cassazione sia «assolutamente fuorviante». In termini meno perentori si esprime nella sua annotazione alle sentenze ROPPO, in *Danno e resp.*, 2008, 5, 546, secondo il quale la distinzione «può funzionare come chiave di lettura generale del quarto libro del codice civile, ma non come schema operativo per orientare i giudizi sull'applicazione dell'art. 1418, comma 1, c.c.». Cfr. anche ID, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 6, 627, che denuncia il progressivo appannamento della distinzione. Sul punto, cfr., da ultimo, G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013. Le critiche all'impostazione adottata dalle Sezioni Unite nelle citate sentenze verranno analizzate più compiutamente nel corso delle conclusioni del presente elaborato.

⁴⁹Parte della dottrina, come si anticipava e come si vedrà meglio nelle conclusioni, non condivide l'impostazione adottata dalla Corte di Cassazione. Al contrario, non si rilevano orientamenti difformi nelle successive pronunce di legittimità e di merito, *ex multis*, CASS., 27 ottobre 2015, n. 21890; CASS., 22 dicembre 2011, n. 28432; TRIB. RAVENNA, 3 luglio 2017; TRIB. LUCCA, 7 aprile 2017; TRIB. MILANO, 6 dicembre 2016; TRIB. MANTOVA, 15 giugno 2016; APP. BOLOGNA, 22 febbraio 2016; TRIB. FIRENZE, 13 novembre 2015; TRIB. ROMA, 13 ottobre 2015. Si presti particolare attenzione alla pronuncia n. 1376/2016 della Corte di Cassazione, sia il Giudice di prime cure che la Corte territoriale avevano tuttavia rigettato la domanda dell'attore, sul presupposto che la Banca non avesse violato alcun obbligo di informazione. La Suprema Corte, con la sentenza in commento, coglie l'occasione per tracciare le linee guida in ordine agli obblighi informativi cui sono tenuti a conformarsi intermediari finanziari. La violazione di una o più disposizioni normative richiamate non è in grado di incidere sulla validità del contratto: si tratta di regole che impongono ai contraenti una serie di comportamenti (buona fede, diligenza, etc.) e come tali la loro violazione può determinare esclusivamente una responsabilità risarcitoria. Il legislatore non ha espressamente stabilito che il mancato rispetto delle citate disposizioni interferisce con la fase genetica del contratto e produce l'effetto radicale della nullità invocata dai ricorrenti. Non si tratta quindi certamente di uno di quei casi di nullità stabiliti dalla legge ai quali allude l'art. 1418 c.c., comma 3. Neppure i casi di nullità contemplati dal comma 2 dell'articolo da ultimo citato, però, sono invocabili nella situazione in esame. La Suprema Corte ha altresì affermato che: «la pluralità degli obblighi facenti capo ai soggetti abilitati a compiere operazioni finanziarie (obbligo di diligenza, correttezza, trasparenza, obbligo di informazione, obbligo di adeguatezza dell'operazione che si va a compiere) convergono verso un fine unitario: segnalare all'investitore la non adeguatezza delle operazioni di acquisto di prodotti finanziari che si accinge a compiere (cd. suitability rule)». Quel che si evince chiaramente dalle pronunce della Corte è che, anche se il quadro normativo di riferimento cambia, non mutano le valutazioni della Corte. Le regole che si applicavano al tempo in cui veniva citato il Giudice di prime cure nei casi che hanno

chiami alla c.d. nullità virtuale quale sanzione comminata a seguito della violazione delle regole di comportamento da parte dell'intermediario⁵⁰.

I giudici delle Sezioni Unite, con le citate "sentenze gemelle del 2007", tracciano una netta linea di demarcazione che separa le regole di comportamento e quelle di validità. Detta divisione è funzionale a concludere che la violazione delle prime, a meno che la legge non disponga diversamente, non può determinare la nullità del contratto. La Corte richiama anche l'art. 2 della Costituzione in virtù del quale il dovere, che grava su ogni contraente, di comportarsi con correttezza è "*immanente all'intero sistema giuridico*". Le conseguenze connesse alla violazione dei doveri di comportamento si estrinsecano, anche, sulla sopravvivenza dell'atto, come nel caso dell'annullamento per violenza o dolo, della rescissione per lesione enorme o della risoluzione per inadempimento, comportando, in ogni caso, responsabilità risarcitoria, di natura contrattuale o precontrattuale. Tali violazioni, secondo la Corte, non possono mai determinare la nullità del negozio, non incidendo sulla genesi del sinallagma. Tale soluzione non nega la natura imperativa delle norme che regolano i rapporti nel mercato finanziario. La Corte afferma che la differenza tra norma di comportamento e di validità non è sbiadita, al contrario la Corte opera, a tal proposito, una valutazione dal carattere generale affermando che "*un conto è una tendenza, altro conto è un'acquisizione*". Inoltre, il carattere frammentario e privo di sistematicità della legislazione moderna (tale riferimento sembra essere diretto, principalmente, al quella di matrice europea) impone molta cautela nel ricavare, con metodo *guicciardiniano*, "*da singole norme settoriali l'esistenza di nuovi principi*". La sentenza, rifacendosi alla pronuncia della Corte di Cassazione n. 19024/2005, ribadisce il principio secondo il quale la nullità può derivare dalla

determinato le pronunce del 2007 erano diverse da quelle all'origine della pronuncia qui citata. Eppure, il principio sembra essersi *crystallizzato* e, pertanto, insuscettibile di qualsiasi modifica.

⁵⁰Si veda, *ex multis*, TRIB. MANTOVA, 18 marzo 2004, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, II, 440 ss; TRIB. FIRENZE, 30 maggio 2004, in *Giur. it.*, 2005, 756. Occorre rilevare che le sentenze c.d. gemelle si collocano nel solco (già) tracciato dalla stessa Corte di Cassazione con la pronuncia del 19 settembre 2005, n. 10924.

violazione di norme relative alla struttura e al contenuto del regolamento negoziale, regole che riguardano la genesi del sinallagma. L'intenzione del legislatore è, per la Corte, cristallina: qualora le violazioni attengano alla fase pre-negoziale o coincidente alla stipulazione del contratto d'intermediazione, possono dar luogo a responsabilità precontrattuale con il conseguente obbligo di risarcire i danni. A meno che tale violazione non si traduca in annullamento del contratto per vizio del consenso. Il sorgere della responsabilità precontrattuale non viene negato dalla successiva stipulazione del contratto, e, a tal proposito, si era espressa chiaramente anche la Corte di Cassazione nella sentenza n. 19024/2005⁵¹. La violazione può comportare (l'eventuale) risoluzione del contratto se ricorrono i presupposti previsti dall'art. 1455 cod. civ.⁵².

In verità, si potrebbe affermare che le regole di comportamento non si risolvono, esclusivamente, in quelle di buona fede⁵³ e che, forse, vengono tralasciate anche delle esigenze di giustizia sociale nell'adottare la soluzione prospettata nel 2007 dalle Sezioni Unite. Si sta affermando un diverso orientamento in dottrina che parte, anzitutto, dal presupposto che la buona fede, che rappresenta la concreta declinazione della previsione dell'art. 2 della Costituzione, investe ogni rapporto, ogni contatto sociale, dal momento che trova la sua fonte

⁵¹La violazione assume rilievo nel caso in cui: vi sia una rottura ingiustificata delle trattative; il contratto risulti invalido o inefficace; il contratto, anche se valido, risulti pregiudizievole per la parte danneggiata dalla violazione, in tal caso il risarcimento viene commisurato al minor vantaggio, ovvero al maggior aggravio economico prodotto dal comportamento scorretto; a ciò si possono aggiungere (eventualmente) anche altri danni collegati a tale comportamento in maniera consequenziale e diretta. Nel caso in cui le violazioni riguardino le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto di intermediazione si avrà responsabilità di natura contrattuale, per inadempimento o non esatto adempimento

⁵²Cfr. ALPA, *La responsabilità civile. Parte generale*, Torino, 2010, 162 s. In materia si vedano anche: ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. Giur.*, I, 2008, 111.; ALPA, *Il contratto in generale*, op. cit., 830 s.; DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela degli investitori*, Milano, 2009, 304 ss.; BERSANI, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Torino, 2009, 240 ss.; AUTELITANO, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti*, XII, 2008, 1157 ss.; PEPE, *La giurisprudenza nella responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Corr. Giur.*, I, 2008, 123 ss.; ROSAPEPE, op. ult.cit., 183 ss.

⁵³Cfr. NATOLI, *Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, 173.

nella legge e non nel rapporto obbligatorio. «*La violazione della regola di buona fede non ha attitudine soltanto a fungere come “regola di comportamento”, [...]ma anche come regola di validità*»⁵⁴. Parte della dottrina ritiene, dunque, fuorviante il ricorso a generalizzazioni, pertanto la violazione delle regole di buona fede non determina solo il risarcimento del danno, ma a questa conseguenza può aggiungersi anche l'invalidità del contratto. Inoltre, distinguere le regole di comportamento dalle norme imperative, che possono determinare la nullità del contratto sulla base di quanto disposto dall'art. 1418 1° co. cod. civ., è un postulato la cui ragione logica, sistematica e assiologica è messa in dubbio dal citato orientamento dottrinale⁵⁵. Pertanto, «*la scelta della soluzione rimediabile, a maggior ragione in costanza di norme senza sanzione, dipende dal criterio di ragionevolezza, dalla analisi della vicenda del rapporto e dalla valutazione della sua congruenza e adeguatezza al soddisfacimento degli interessi lesi*». Inoltre, in numerosi casi il legislatore prevede la nullità nell'ipotesi di violazione di una regola c.d. di condotta. Pertanto, valutare se la violazione di una regola di comportamento sia idonea a determinare la validità dell'atto, è il frutto di una valutazione che deve essere compiuta dall'interprete, cui spetterebbe il compito di verificare che il comportamento sia fonte di invalidità, di risarcimento, di invalidità e risarcimento, nonché di altri esiti più adeguato alla fattispecie concreta. Occorrerebbe, pertanto, dare rilevanza al *giusto rimedio*⁵⁶.

6. Il D.Lgs. 3/08/2017 n. 129 (pubblicato in G.U. n. 198 del 25/08/2017) ha apportato rilevanti modifiche al Testo unico dell'intermediazione finanziaria; vengono, difatti, recepite la MIFID II e MIFIR, ossia, rispettivamente, la Direttiva

⁵⁴Cfr. DI SABATO, *Società in generale, società di persone*, in *Trattato di Diritto Civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. PERLINGIERI, 2005, 72.

⁵⁵Cfr. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo europeo*, Napoli, 2013, 120 s.

⁵⁶Cfr. G. PERLINGIERI, *Il “giusto rimedio” nel diritto civile*, in *Giusto proc. civ.*, 2011, 1 ss.; ID., *Alla ricerca del “giusto rimedio” in tema di certificazione energetica. A margine di un libro di Karl Zacharie*, in *Rass. dir. civ.*, 2011, 665; ID., *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo europeo*, *op. cit.*, 31 ss.

2014/65/UE del 15 maggio 2014 (*Market in Financial Instruments Directive*) e il Regolamento n. 600/2014 UE (*Market in Financial Instruments Regulation*), sempre del 15/05/2014. MiFID II e MiFIR costituiscono la prima revisione “di sistema” della Direttiva MiFID I del 2004 e di quella nazionale di recepimento. Con le citate fonti europee sono stati introdotti più ampi obblighi d’informazione della clientela su costi e oneri connessi ai servizi d’investimento o accessori, ivi compreso il costo della consulenza (se rilevante), il costo dello strumento finanziario raccomandato o venduto e le modalità di remunerazione del proprio investimento; è prevista, inoltre, un’informazione in forma aggregata dei costi complessivi, al fine di consentire all’investitore una più agile attività di comparazione tra i servizi offerti dai diversi intermediari, favorendo per tale via una miglior competitività; sono altresì previsti regole più stringenti in materia d’adeguatezza nonché un ampliamento dei poteri di vigilanza da parte delle Autorità del settore, su tutta l’attività in materia d’investimenti dell’intermediario.

La MiFID II può essere considerata come l’ultima, fondamentale, tappa del percorso intrapreso dal legislatore europeo nella regolazione del mercato finanziario⁵⁷. La MiFID II è un testo chiave nella regolazione del mercato finanziario dell’UE che si trova a dover affrontare gli effetti della crisi. Il testo, come si è detto, poggia le sue basi sull’esigenza di garantire in capo all’investitore la più ampia informazione su tutti gli aspetti più rilevanti che riguardano il prodotto finanziario oggetto dell’acquisto. In termini più generali, si può affermare che la MiFID II condivide lo scopo originario della MiFID I e ne conferma le linee programmatiche di base. L’obiettivo è infatti lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa che tenda verso lo scopo di proteggere gli investitori. Risparmiatori e imprese di investimento hanno la facoltà, rispettivamente, di in-

⁵⁷Per un’ampia e approfondita riflessione sul tema si veda CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv. trim. dir. ec.*, n. 2, 2015, 72 ss.

vestire e prestare servizi di investimento, a livello transfrontaliero; il legislatore ha semplificato le modalità e ha definito condizioni identiche per tutti gli Stati dell'Unione. Inoltre, al fine di rafforzare la fiducia nel sistema finanziario, sono inclusi nell'ambito di applicazione della MiFID II, settori in precedenza non regolamentati e viene altresì adottato un nuovo modello di vigilanza. Difatti, l'ESMA⁵⁸, l'EBA e le autorità di vigilanza nazionali (Consob e Banca d'Italia) avranno la facoltà di vietare o limitare la distribuzione di taluni prodotti finanziari; in particolare, tali autorità potranno valutare nel merito i prodotti offerti e potranno vietare su base temporanea la loro commercializzazione e lo svolgimento di qualunque altra attività qualora ritengano che essi possano compromettere la stabilità e l'integrità dei mercati, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e gli interessi degli investitori.

Una tra le novità più rilevanti apportate dalla MiFID II è il ruolo centrale affidato all'attività di consulenza. La MiFID II conferma l'importanza della consulenza come servizio di investimento alla clientela *retail*. Il principale cambiamento è rappresentato dall'introduzione della consulenza "indipendente". L'indipendenza dell'intermediario è determinata dal fatto che questi non riceve alcun compenso, diretto o indiretto, dalle imprese per le quali vende i prodotti; pertanto, il consiglio di investimento considera esclusivamente le esigenze dell'investitore al fine di suggerire l'acquisto del *migliore possibile* tra i prodotti offerti dal mercato. Difatti, quando l'intermediario fornisce una consulenza in materia su base indipendente, è tenuto a valutare una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che devono essere sufficientemente diversificati tra loro al fine di garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti. Di poi, al fine di evitare il ricorso a pratiche che, in passato, hanno determinato l'insorgenza di conflitti di interesse,

⁵⁸Public consultation of the Commission, "Review of Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)", 8.12.2010, 63; DELLA NEGRA, The effects of the ESA's Powers on Domestic Contract Law, in ANDENAS, DEIPENBROCK (eds), *Regulating and Supervising European Financial Markets*, Springer International Publishing, 2016.

l'intermediario "indipendente" non può accettare *inducements*, ovvero onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre comunicare chiaramente i benefici non monetari di entità minima – gli unici che il consulente indipendente può accettare- che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. Nel caso in cui l'impresa di investimento riceva degli incentivi, dovrà immediatamente trasferirli al cliente, con il divieto che tali somme vadano a compensazione della parcella di consulenza che il cliente dovrà pagare⁵⁹. La MiFID II, come si è detto, fortifica la posizione della consulenza all'interno dei servizi offerti dagli intermediari, sintomo del fatto che il legislatore ha bene chiaro il ruolo che assume il consiglio formulato da operatori del settore e quanto detta attività possa incidere sulla stabilità del mercato finanziario⁶⁰.

7. Si è già fatto cenno alle peculiarità del sistema europeo, dove il legislatore predispone una serie di tutele dirette a preservare il risparmiatore da scelte incongrue rispetto alla propria predisposizione al rischio. La via maestra da seguire è rappresentata dalla corretta, completa e chiara informazione al fine di condurre l'investitore verso l'opzione più idonea alle sue esigenze. Secondo J. Whitman, citato da un autorevole esponente della dottrina internazionale, «l'Europa si sta avvicinando verso un nuovo punto di svolta: dal produzionismo

⁵⁹Cfr. COSSU, *L'attivismo degli investitori istituzionali in Italia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2017, 398 ss.

⁶⁰Sul punto si veda MAGGILOLO, *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da P. Schlesinger, Torino, 2012, 271; DE MARI, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2008, I, 398; SCIARRONE ALIBRANDI, *La consulenza in materia di investimenti: profili di novità della fattispecie*, in *L'attuazione della Direttiva MiFID*, (a cura di) L. Frediani e V. Santoro, 2009, 73; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, *op. cit.*, 1009; M. jr RICHTER, *op. ult. cit.*, 324.

europo — che si incentra sulla protezione del consumatore — al consumismo statunitense — che garantisce il consumatore attraverso l'efficienza di mercato⁶¹». In verità, la Carta dei Diritti Fondamentali potrebbe (*rectius* dovrebbe) realizzare una “costituzionalizzazione” del consumatore, e detta costituzionalizzazione — direttamente operata dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea — potrebbe costituire il rimedio da adottare per arginare le conseguenze delle eccessive aspettative riposte nell'integrazione di mercato come modo per promuovere la giustizia sociale⁶². L'augurio è che l'Europea non perda di vista quell'*Umanesimo* (anche giuridico) che ne ha ispirato la costituzione e che dovrebbe animare gli animi di ciascun *civis* europeo. Volgere lo sguardo verso gli USA, verso un'economia che innalza dazi ed inneggia al capitalismo più sfrenato, in questa circostanza, determinerebbe un arretramento, una svolta reazionaria a danno dei diritti dei singoli individui.

Le crisi sistemiche degli ultimi anni si sono abbattute sui mercati finanziari e sull'economia reale con grande intensità. Hanno destabilizzato lo scenario economico e politico mondiale e ciò è stato possibile anche a causa di una scarsa informazione del “ceto degli investitori” oltre che da un comportamento reticente, se non addirittura opaco, assunto da taluni intermediari. Le regole di condotta degli intermediari finanziari rappresentano, quindi, un elemento imprescindibile per garantire il corretto funzionamento dei mercati e la stabilità del sistema.

Il futuro sarà (forse) migliore del passato. La CONSOB e la Banca d'Italia

⁶¹Cfr. MICKLITZ, *Il consumatore: mercatizzato, frammentato, costituzionalizzato*, in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, fasc.3, 2016, pag. 859

⁶²L'A. prosegue affermando che «la Corte di giustizia europea ha ed avrà molto spazio per plasmare la costituzionalizzazione del diritto privato europeo e, ottimisticamente parlando, per indicare dei “principi generali” che serviranno a collegare i frammenti sparsi e disorganizzati del diritto europeo. La dottrina avrà il compito di capire se il consumatore costituzionalizzato costituisce solamente un'altra variante nella storia della protezione del consumatore o se invece tale nozione ci conduce ad una nuova pagina nella storia del diritto privato europeo, del diritto privato costituzionale che trascende il confine statale grazie alla Carta dei diritti fondamentali e senza dimenticare la convenzione europea dei diritti umani», MICKLITZ, *op. cit.*, 865. Sul punto si veda, altresì, anche ALPA, *Dal diritto privato al diritto pubblico. Parte seconda*, Modena, 2017, 50 ss.

hanno investito sull'educazione finanziaria come materia di insegnamento nelle scuole. Essere preparati, per meglio affrontare le sfide del futuro, è un imperativo categorico per l'umanità intera.

Anna Maria Pancallo

SAGGI PRESENTATI NELL' A.A. 2019/2020

L'EQUITY CROWDFUNDING E LA PROPOSTA DI REGOLAMENTO PER L'ISTITUZIONE DI UN PASSAPORTO EUROPEO *

(The equity crowdfunding and the proposal for a Regulation for the introduction of an European passport)

ABSTRACT: *Crowdfunding is increasingly an alternative form of finance for start-ups, as well as for small and medium enterprises (SMEs) especially at an early stage of company growth. Equity crowdfunding, in particular, offers the company's securities to a number of potential investors in exchange for financing and this can be a valuable support to sustain innovative ideas and projects.*

The crowdfunding process is carried out on specialized digital platforms, open to the public to facilitate prospective investors or lenders being matched with businesses that seek funding.

However, according to the European Commission, the reason why crowdfunding in the EU is underdeveloped can be attributed to a lack of common rules, as this makes it difficult for crowdfunding platforms to expand their services across borders because of increased operational and compliance costs.

As an attempt to address this issue, in March 2018 the European Commission presented a proposal for a Regulation on crowdfunding service providers as part of its Fintech action plan.

The proposal establishes a European label for equity and lending-based crowdfunding platforms that enables cross-border activity and seeks to address risks in a proportionate manner.

Under the Regulation, crowdfunding service providers will be able to register with the European Securities and Market Authority (ESMA).

The new crowdfunding regime would be supplemental to existing national crowdfunding rules, thus leaving service providers the choice to opt for the European passport.

*Contributo approvato dai revisori.

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. *L'equity crowdfunding*: dal Decreto Crescita *bis* all'estensione a tutte le PMI innovative – 3. L'estensione alle PMI tradizionali e alle imprese sociali – 4. Il recente ampliamento delle fonti di finanziamento per le PMI: l'offerta di obbligazioni e altri titoli di debito – 5. I gestori e il registro dei gestori – 6. Il requisito della stabile organizzazione per i gestori UE e l'assenza di una disciplina comunitaria omogenea – 7. La proposta di regolamento della Commissione europea per l'istituzione di un passaporto per i gestori – 8. L'autorizzazione e la vigilanza dell'ESMA – 9. Considerazioni finali

1. Il *crowdfunding* è il processo con cui più persone (*crowd* o “folla”) conferiscono somme di denaro (*funding*), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet (“portali” o “piattaforme”)¹. In pratica, coloro che intendono promuovere un'iniziativa imprenditoriale possono renderla pubblica su un portale online, di modo da raccogliere il contributo degli utenti intenzionati a sostenerla.

Si tratta di un finanziamento “dal basso” che risponde alle esigenze di coloro i quali, “*malgrado l'elevato potenziale creativo, non dispongono delle risorse necessarie per la realizzazione di propri progetti*”².

In genere, i soggetti promotori pubblicano il proprio progetto sul sito web di una piattaforma indicando “*l'importo minimo di capitale necessario per portarlo a compimento*”, il “*termine di scadenza della raccolta*” e “*l'eventuale corrispettivo che sarà riconosciuto ai finanziatori*”³.

In considerazione delle meccanismo di funzionamento della raccolta dei fondi, si possono distinguere tradizionalmente quattro modelli di *crowdfun-*

¹ Cfr. CONSOB: *Equity crowdfunding: Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "start-up innovativa tramite portali on-line*, consultabile sul sito dell'Autorità, nella sezione *Investor education*.

²Cfr. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta di capitali tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, II, 2013, p.12.

³Cfr. IOVIENO, *Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, I, 2016, p.1.

ding⁴: (i) il *donation based*, nel quale “il finanziamento non legittima il sostenitore ad alcun tipo di ritorno (se non morale)”⁵, esaurendosi quindi in un atto di mera liberalità; (ii) il *reward based*, dove i sostenitori di un’iniziativa ricevono in cambio una ricompensa, differente dalla partecipazione al capitale della società finanziata⁶; (iii) il *lending based*, il quale prevede la “messa in contatto, attraverso piattaforme internet (o altri mezzi elettronici) di prestatori e prestatari di denaro che concluderanno direttamente tra loro un contratto di finanziamento”⁷; (iv) l’*equity based*, in cui, a fronte di investimenti in denaro in un determinato progetto, l’investitore invece acquisisce una partecipazione societaria rappresentata da azioni o quote⁸.

2. Il Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. Decreto Crescita *bis*), convertito con modifiche nella Legge 17 dicembre 2012, n. 221, ha introdotto in Italia, con una disciplina “pioniera rispetto al panorama europeo ed internazionale”⁹, la raccolta di capitali di rischio tramite portali web da parte di start-up innovative, ovvero delle società che hanno quale oggetto sociale esclusivo o prevalente “lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o

⁴V., sul punto, PINTO, *L’equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal “Decreto Crescita”*, in *Le Società*, 7, 2013, p. 819.

⁵Cfr. IOVIENO, *ult. op. cit.*

⁶Cfr. PINTO, *ult. op. cit.* Secondo IOVIENO, *ult. op. cit.*, si tratta oggi del modello di crowdfunding più diffuso, il quale ricorre “ogniqualevolta il finanziatore riceva, a titolo di corrispettivo, un “premio” non pecuniario (generalmente, un prototipo del prodotto realizzato con la somma così raccolta, talché il finanziamento si esaurisce in una prevendita del prodotto medesimo)”.

⁷Così MACCHIARELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca Borsa*, I, 2018, p. 63. Il lending based è spesso denominato *peer-to-peer lending*, il quale prevede due varianti: il peer-to consumer (P2C), quando coloro che ricevono il prestito sono consumatori, e il peer-to-business (P2B), in caso di prestiti ad imprese.

⁸Cfr. MARABINI, *Analisi dei possibili profili anticoncorrenziali della normativa italiana in tema di crowdfunding*, in *Contratto e impresa*, II, 2016, p. 556.

⁹Così FRAGONARA, *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento – L’Equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. It.*, 2016, pp. 2285 ss. Per un’analisi attenta sul panorama europeo con riferimento all’istituto in esame, v., tra gli altri, VITALI., *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. Soc.*, 2014, pp. 377 ss. Cfr. anche ALVISI P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. banc.*, III, 2014, consultabile sul sito www.dirittobancario.it.

*servizi innovativi ad alto valore tecnologico*¹⁰. L'equity crowdfunding rappresenta un mezzo alternativo alla raccolta di capitali per le start-up *“che faticano a reperire capitali di rischio, nelle fasi iniziali della propria attività”*¹¹.

L'istituto in esame, infatti, trova origine nell' *“esigenza di individuare un'alternativa al sistema di intermediazione creditizia”*¹² in seguito agli squilibri derivanti dall'ultima crisi economica¹³ e alle carenze nell'erogazione di credito da parte degli istituti bancari e finanziari, il cui ruolo, nel *crowdfunding*, è limitato all' *“implementazione delle attività di gestione dei portali e di perfezionamento degli ordini di acquisto delle quote”*¹⁴.

L'obiettivo di introdurre un mezzo di finanziamento alternativo al canale bancario si è conciliata, nella normativa sull'*equity crowdfunding*, con *“l'esigenza (avvertita come altrettanto importante)”*¹⁵, di offrire adeguati standard di protezione per gli investitori, specialmente non professionali, dal momento che è stata inserita, *inter alia*, una riserva di attività con riguardo alla gestione delle piattaforme web che rappresenta senz'altro una *“prima garanzia per i sottoscrittori degli strumenti finanziari”*¹⁶.

Il Decreto Crescita *bis* ha modificato il Testo Unico della Finanza (“TUF”) introducendo nel titolo III, parte II, un nuovo capo III-*quater*¹⁷ che delinea il quadro normativo per l'esercizio professionale del servizio di gestione dei portali tramite i quali si realizza questa nuova forma di investimento che prevede ap-

¹⁰Cfr. art. 25, comma 2, lett. f) del D.L. 179/2012.

¹¹Cfr. DI LORENZO, *Crowdfunding e start up innovative: tecnica redazionale*, in *Riv. notariato*, IV, 2016, 438.

¹²Cfr. DI LORENZO, *ult. op. cit.* Parla di *“peculiare fattispecie di disintermediazione creditizia”* TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa*, II, 2014, p. 528.

¹³Per un'analisi dell'ultima crisi e sul suo impatto sul sistema finanziario europeo v. CAPRIGLIONE, TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Milano, 2014.

¹⁴Cfr. TROISI, *ult. op. cit.*

¹⁵Cfr. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, II, 2019, 514.

¹⁶Cfr. MINNECI, *op. cit.*, 515.

¹⁷Il Capo III-*quater* del Titolo III della Parte II è stato rinominato come Capo I del Titolo III-*bis* della Parte II dall'art. 2 del D.Lgs. 25 novembre 2019 n. 165.

porti in *equity*.

Al Decreto Crescita *bis*, in ossequio alla delega prevista dal comma 5 dell'art. 50-*quinquies* del TUF, ha fatto seguito il “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”, adottato dalla Consob con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, che ha istituito il registro dei gestori di portali, l'iscrizione nel quale presuppone il possesso di alcuni requisiti, anche di onorabilità e professionalità in capo ai soggetti che svolgono attività di amministrazione, direzione e controllo delle piattaforme.

Come anticipato, l'impianto originario del Decreto Crescita *bis* limitava l'applicazione dell'istituto dell'*equity crowdfunding* alle sole operazioni di finanziamento delle start-up innovative: la ristrettezza dei soggetti ammessi ad offrire le proprie quote attraverso piattaforme web, “*insieme alla severità della loro disciplina*”¹⁸, ha contribuito a sancire, in un primo momento, “*l'insuccesso pratico della riforma*”¹⁹.

La prima modifica alla normativa di rango primario è stata apportata dal Decreto Legge 24 gennaio 2015 n. 3 (c.d. *Investment Compact*), convertito con Legge 24 marzo 2015, n. 33, il quale, alla luce degli evidenti limiti dell'istituto, fin da subito emersi, ha ampliato il ventaglio dei soggetti emittenti ai fini della normativa del *crowdfunding*, modificando il Testo Unico della Finanza ed includendo tra tali soggetti anche le PMI innovative²⁰, nonché gli organismi di inve-

¹⁸Cfr. MACCHIAVELLO, “*La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*”, in *Riv. dir. banc.*, I, 2018, p. 134.

¹⁹Cfr. MACCHIAVELLO, *ult. op. cit.*. In senso critico, v. anche PIATTELLI U., *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013; ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla?* in AA. VV., *Atti del convegno Crowdfuture*, 2013.

²⁰L'art. 4, comma 1 del D.L. 3/2015 definisce le PMI innovative come le società di capitali, costituite anche in forma di cooperativa, non iscritte nel registro delle start-up innovative, che possiedono i seguenti requisiti: (i) sede in Italia o altro Stato membro, ma con almeno una sede produttiva o una filiale in Italia; (ii) azioni non quotate in un mercato regolamentato; (iii) ultimo bilancio certificato; (iv) rispetto di almeno due dei seguenti requisiti: a) livello di spesa in sviluppo e ricerca uguale o superiore al 3% della maggiore entità tra costo e valore totale della produzione; b) impiego di laureati/ricercatori (ricercatori o dottori di ricerca per almeno 1/5 o laureati

stimento collettivo del risparmio o le altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e PMI innovative.

In tal modo il Legislatore ha di nuovo enfatizzato *“la rilevanza delle imprese tecnologiche quale causa di accresciuta produttività industriale”* e *“competitività dell'economia domestica”*²¹, estendendo la possibilità di raccogliere capitali tramite portali a pressoché tutte le PMI attive nel settore dell'innovazione tecnologica, a prescindere dall'oggetto sociale e dalla data di costituzione.

3. La legge 11 dicembre 2016, n. 232 (Legge di Bilancio 2017) ha introdotto *“importanti novità in materia di equity crowdfunding”*²², estendendo la disciplina contenuta nel TUF, precedentemente limitata, come visto sopra, alle sole start-up e PMI innovative, *“a tutte le piccole e medie imprese (PMI) come definite dalla disciplina dell'Unione Europea”*²³.

Tale evoluzione legislativa sancisce, dunque, il *“definitivo tramonto dell'equity crowdfunding quale strumento di finanziamento unicamente dei progetti imprenditoriali definiti innovativi”*²⁴, riconoscendo, in linea con quanto già accaduto in altri Stati membri, le potenzialità di tale mezzo di finanziamento alternativo al canale bancario, adesso accessibile anche alle PMI tradizionali.

Il Decreto Legislativo 3 Luglio 2017, n. 112, che ha modificato la disciplina

magistrali per almeno 1/3 della forza lavoro complessiva); c) titolarità di una privativa industriale nei settori indicati dalla norma.

²¹Cfr. CUCCHIARATO, *L'equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità 2017*, in *www.dirittobancario.it*, Approfondimenti, Dicembre 2016.

²²Cfr. CONSOB, *Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori, 5 dicembre 2017.

²³Ccfr. CONSOB, *Revisione, ult. op. cit.* Ai fini dell'individuazione delle PMI, rilevanti per la disciplina del *crowdfunding*, è necessario fare riferimento all'art. 2, par. 1, lett. f), primo alinea del Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto) secondo cui sono PMI le società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei seguenti criteri: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250; totale dello stato patrimoniale non superiore a Euro 43.000.000; fatturato netto annuale non superiore a Euro 50.000.000.

²⁴Cfr. CUCCHIARATO, *op. cit.*, p. 6.

in materia di imprese sociali, ha inoltre previsto la possibilità della raccolta di capitale di rischio tramite portali anche per le imprese sociali²⁵, se costituite in forma di società di capitali o di società cooperative.

4. Da ultimo, il Legislatore è intervenuto con la Legge di Bilancio 2019 (Legge 30 dicembre 2018 n. 145) modificando il TUF, al fine di estendere l'ambito di applicazione della normativa in tema di raccolta di capitali online anche alle offerte aventi ad oggetto obbligazioni o altri titoli di debito emessi dalle PMI.

Tale modifica normativa ha *“un notevole impatto dal punto di vista finanziario imprenditoriale, rendendo possibile il finanziamento per le imprese attraverso strumenti diversi rispetto a quelli tradizionali”*²⁶, e delineando una nuova modalità di raccolta di capitale differente dall'*equity-based crowdfunding* e dal *lending-based crowdfunding* sia dal punto di vista oggettivo che soggettivo.

In primo luogo è necessario chiarire chi siano i soggetti legittimati a partecipare alle offerte di titoli di debito. A tal fine, giova precisare che, con riferimento alla offerte aventi ad oggetto azioni e quote rappresentative del capitale sociale, le sottoscrizioni, secondo la disciplina vigente, sono aperte *“al pubblico indistintamente, salvo il limite del 5% destinato ad investitori professionali o a fondazioni bancarie o a incubatori di start-up innovative o ai c.d. investitori a*

²⁵Ai sensi dell'art. 1, comma del Decreto Legislativo 3 luglio 2017, n. 112 *“possono acquisire la qualifica di impresa sociale tutti gli enti privati, inclusi quelli costituiti nelle forme di cui al libro V del codice civile, che, in conformità alle disposizioni del presente decreto, esercitano in via stabile e principale un'attività d'impresa di interesse generale, senza scopo di lucro e per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, adottando modalità di gestione responsabili e trasparenti e favorendo il piu' ampio coinvolgimento dei lavoratori, degli utenti e di altri soggetti interessati alle loro attività.*

Non possono acquisire la qualifica di impresa sociale le società costituite da un unico socio persona fisica, le amministrazioni pubbliche di cui all'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, e successive modificazioni, e gli enti i cui atti costitutivi limitino, anche indirettamente, l'erogazione dei beni e dei servizi in favore dei soli soci o associati”.

²⁶Cfr. AMATO, GIORGI, *Il Debt crowdfunding: un tertium genus accanto all'Equity ed al Lending crowdfunding*, in www.dirittobancario.it, Approfondimenti, Aprile 2019, p. 1.

*supporto delle piccole e medie imprese*²⁷.

Come anticipato, l'art. 100-ter del TUF prevede la sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito solo da parte di investitori professionali²⁸ rimettendo alla Consob il compito di individuare altre particolari categorie di investitori autorizzati a partecipare ad operazioni di *debt crowdfunding*²⁹.

È stato rilevato come tale limitazione sulla qualifica dei possibili investitori faccia sorgere dei "*primi dubbi*"³⁰ relativamente alla nozione stessa di *crowdfunding*, poiché questo strumento, "*sin dalla sua diffusione nel nostro ordinamento, è stato utilizzato come strumento di raccolta soprattutto [...] da parte di investitori retail*"³¹.

Ci si chiede, infatti, quali siano le ragioni sottese alla scelta di una limitazione soggettiva nella raccolta di capitale tramite l'offerta di strumenti di debito, quando analoga restrizione non è stata prevista per gli strumenti di *equity*, che presentano spesso profili di rischio non meno elevati rispetto all'offerta di obbligazioni o strumenti analoghi.

Sotto il profilo oggettivo, si deve invece evidenziare come il *debt crowdfunding* si discosti dal *lending crowdfunding*³², in quanto quest'ultimo si basa sull' "*uso di piattaforme digitali che consentono l'erogazione di prestiti ad*

²⁷Cfr. MACCHIA, *Le modifiche apportate al Regolamento Crowdfunding: i sottoscrittori delle offerte*, in www.dirittobancario.it, 18 novembre 2019.

²⁸Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. j) del Regolamento sul *crowdfunding*, sono investitori professionali i clienti professionali privati di diritto e i clienti professionali privati su richiesta, individuati nell'Allegato 3, del Regolamento Intermediari, adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018, nonché i clienti professionali pubblici di diritto e i clienti professionali pubblici su richiesta individuati rispettivamente dagli articoli 2 e 3 del Decreto Ministeriale 11 novembre 2011, n. 236 emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

²⁹Il nuovo art. 24 del Regolamento Consob, in attuazione di tale delega, ora specifica che, oltre agli investitori professionali e ai soggetti indicati al comma 2 del medesimo articolo, la sottoscrizione di tali titoli è riservata agli investitori non professionali che: (a) hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, superiore a Euro 250.000; (b) si impegnano ad investire almeno Euro 100.000 in un'offerta, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto; (c) che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

³⁰Cfr. AMATO, GIORGI, *op. cit.*, p. 2.

³¹Cfr. AMATO, GIORGI, *ult. op. cit.*

³²Sul *lending crowdfunding*, v., in breve, l'Introduzione al presente lavoro.

imprese e privati da parte di altri utenti delle medesime piattaforme”³³. L’oggetto del finanziamento, dunque, nel *lending crowdfunding* è rappresentato da un contratto di mutuo, mentre nel *debt crowdfunding* da obbligazioni e da altri strumenti finanziari di debito, i quali circolano secondo le regole proprie degli strumenti finanziari e sono oggetto di un’offerta rivolta “*in maniera uniforme ad incertam personam*”³⁴.

5. Al pari del tradizionale servizio di collocamento di strumenti finanziari³⁵, la principale prestazione dei portali di *equity crowdfunding* è l’attività di intermediazione tra emittente e potenziali investitori realizzata “*con la facilitazione tecnologica del web*”³⁶. La scelta di una data piattaforma per la raccolta di capitali piuttosto che un’altra è frutto di un’autonoma decisione dell’impresa. Questa si affiderà ad una piattaforma online, gestita da una banca o impresa di investimento o da un gestore di portali, “*individuata tra più concorrenti, sulla base di un contratto con il gestore prescelto*”³⁷.

I gestori possono essere: (i) gestori “di diritto”, cioè banche, SIM, gestori di OICR³⁸ (e cioè SGR, SICAF e SICAV che gestiscono direttamente i propri patrimoni, GEFIA UE, GEFIA non UE, società di gestione UE, gestori di EuVECA e di EuSEF) limitatamente all’offerta di azioni o quote di OICR che investono preva-

³³Cfr. MACCHIAVELLO E., *La problematica regolazione del lending-based*, op. cit., p. 63.

³⁴Cfr. AMATO, GIORGI, op. cit., 3. Nel *lending crowdfunding*, invece, l’incontro tra la domanda e l’offerta avviene in modo bilaterale, e non “in massa” e in maniera frazionata, come accade nella sottoscrizione di obbligazioni e degli strumenti di debito in generale.

³⁵Sul collocamento di strumenti finanziari, v. ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, Milano, 2013; ID., voce *Collocamento di strumenti finanziari (servizio di)*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, Torino, 2015, pp. 84 ss.

³⁶Cfr. ACCETTELLA, CIOCCA, *Emittente e portale nell’equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, II, 2017, p. 237.

³⁷Cfr. ACCETTELLA, CIOCCA, *ult. op. cit.*

³⁸Sui gestori di OICR v., recentemente, CAPRIGLIONE, *Il ruolo delle SGR e le nuove opportunità del mercato*, in *Contratto e impresa*, 2018, pp. 665 ss.; LEMMA, *Autonomia statutaria e controllo pubblico della Sicaf*, in AA. VV., *Liber amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019, pp. 801 ss.; ANNUNZIATA, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di CAPRIGLIONE, Milano, 2019, pp. 253 ss.

lentamente in PMI ed imprese sociali³⁹; (ii) gestori di portali specializzati per la raccolta di capitali per le PMI e per le imprese sociali⁴⁰ i quali, oltre al servizio di ricezione e trasmissione di ordini, “per il quale è prevista una specifica esenzione”⁴¹, non possono prestare altri servizi di investimento, non essendo autorizzati come SIM o impresa di investimento.

I gestori di diritto sono iscritti in una sezione speciale del registro tenuto dalla Consob, mentre i gestori dei portali sono iscritti nella sezione ordinaria⁴².

L'iscrizione in una sezione o nell'altra ha una differente rilevanza giuridica. L'iscrizione nella sezione ordinaria, poiché è subordinata alla sussistenza di alcuni requisiti, come si vedrà *infra*, ha un'efficacia costitutiva mentre nel caso dei gestori di diritto, “non si può nemmeno parlare di iscrizione quanto, piuttosto, di annotazione”, la quale, essendo rivolta a censire soggetti *ex ante* autorizzati a fornire servizi di investimento, e ora autorizzati a svolgere anche attività di *crowdfunding*, è dotata di efficacia di pubblicità notizia⁴³.

Per l'iscrizione, gli operatori specializzati in gestione di portali devono presentare alla Consob una domanda di autorizzazione in cui devono essere indicati “la denominazione sociale, la sede legale e la sede amministrativa della società, la sede della stabile organizzazione nel territorio della Repubblica per i soggetti comunitari, l'indirizzo del sito internet del portale, il nominativo e i recapiti di un referente della società e l'elenco dei documenti allegati”⁴⁴, unita-

³⁹V. art. 4, comma 2 del Regolamento sul *crowdfunding*.

⁴⁰Tali soggetti sono comunque sottoposti al “vincolo di trasmettere gli ordini riguardanti la sottoscrizione delle partecipazioni offerte a banche o imprese di investimento”: v. MINNECI, *op. cit.*, p. 515.

⁴¹Cfr. MACCHIAVELLO, “La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding”, *op. cit.*, p. 149.

⁴²“Alla data del 30 giugno 2019 in Italia risultavano autorizzati da Consob 35 portali di equity crowdfunding. Di questi 33 sono iscritti alla sezione ‘ordinaria’ mentre solo due (Unicaseed.it, peraltro inattivo da tempo, e Tifosy.com) sono iscritti alla sezione speciale”: cfr. OSSERVATORIO CROWDINVESTING, POLITECNICO DI MILANO, 4° Report italiano sul *crowdinvesting*, luglio 2019, p. 13.

⁴³Cfr. VITALI, *ult. op. cit.*

⁴⁴Cfr. Allegato I al Regolamento sul *crowdfunding*.

mente ad una relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa⁴⁵. Per “l'annotazione nella sezione speciale del registro”, invece, i gestori di diritto devono inviare solo una comunicazione prima dell'avvio dell'attività, comunque completa delle informazioni richieste dall'Allegato I, par. B del Regolamento sul *crowdfunding*.

L'art. 50-*quinquies*, comma 3, del TUF, indica i comuni requisiti per l'iscrizione nella sezione ordinaria e speciale del registro tenuto dalla Consob. Tra tali condizioni figurano la forma di società di capitali o di società cooperativa⁴⁶, la sede legale e amministrativa o, per i gestori comunitari, la stabile organizzazione, in Italia e l'oggetto sociale che comprenda l'esercizio in forma professionale della raccolta di capitali tramite portali.

A ciò si aggiungono le “*severe regole*” introdotte al fine di assicurare “*un elevato standard etico-comportamentale*”⁴⁷ mutuando la disciplina contenuta nelle vigenti disposizioni per le banche e le imprese di investimento. Si tratta dei requisiti di onorabilità, principalmente connessi all'insussistenza di condanne penali, che devono sussistere in capo ai soggetti che detengono il controllo dei gestori⁴⁸. Nell'ipotesi in cui nessuno dei soci detenga il controllo, tali requisiti devono essere soddisfatti dai soci che detengano partecipazioni pari almeno al 20% del capitale della società. Se invece il controllo o la partecipazione pari al 20% sia detenuti da una persona giuridica, i requisiti di onorabilità devono ricorrere per gli amministratori e direttore generale.

Coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore, oltre al rispetto dei criteri di onorabilità, devono rispondere a determinati parametri di professionalità e competenza indicati all'art. 9 del Regolamento sul *crowdfunding*.

⁴⁵Cfr. par. A e B dell'Allegato II al Regolamento sul *crowdfunding*.

⁴⁶Non è invece richiesto alcun capitale, minimo, a differenza delle SIM (cfr. MACCHIAVELLO E., “*La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding*, op. cit., p. 142).

⁴⁷Cfr. FREGONARA, *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento – L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 10, 2016, p. 2288.

⁴⁸V. art. 8 del Regolamento sul *crowdfunding*.

I requisiti di onorabilità e professionalità indicati sono assimilabili a quelli previsti per le SIM dal D.M. 468/1998, e appaiono comunque meno stringenti rispetto a quelli ora applicabili a banche, intermediari finanziari, IMEL ed istituti di pagamento.

L'art. 50-*quinquies*, comma 3, del TUF prescrive inoltre la necessità di stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca un'adeguata protezione alla clientela.

I gestori italiani e quelli degli Stati membri che operano in Italia sono sottoposti alla vigilanza della Consob. L'oggetto della vigilanza, ai sensi dell'art. 50-*quinquies*, comma 6 del TUF, è quello di verificare l'osservanza delle disposizioni del citato articolo e della disciplina d'attuazione.

I poteri di vigilanza *“sono configurati nella tripla tradizionale declinazione della stessa, inclusi poteri informativi e ispettivi”*⁴⁹.

6. L'art. 50-*quinquies*, comma 3, del TUF e l'Allegato I al Regolamento sul *crowdfunding*, come già anticipato, subordinano l'iscrizione nella sezione ordinaria del registro tenuto dalla Consob al requisito della sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, della stabile organizzazione nel territorio della Repubblica. I gestori dei portali degli Stati membri, quindi, sono tenuti a rispettare la normativa emanata dalla Consob e sono sottoposti alla sua vigilanza.

Non è previsto in materia di *crowdfunding* alcun passaporto europeo e i gestori di uno Stato membro, qualora volessero offrire il servizio di raccolta di capitali tramite piattaforme oltre i confini nazionali, dovrebbero sottostare *“alla varietà di approcci giuridici e normative nazionali previste nei diversi paesi, affrontando i relativi costi e difficoltà tecnico pratiche”*⁵⁰. Negli ultimi anni, pertanto, gli operatori si sono scontrati con l'assenza di un quadro normativo omoge-

⁴⁹Cfr. DE STASIO, *Il crowdfunding*, in *il Testo Unico Finanziario*, diretto da CERA e PRESTI, Milano, 2020, p. 2340.

⁵⁰Cfr. MACCHIAVELLO, *op. cit.*, p. 166.

neo all'interno dell'Unione Europea e con le innegabili difficoltà derivanti dall'esistenza di regolamentazioni differenti a livello locale. L'assenza di un vero e proprio mercato unico dei capitali tramite piattaforme web ha rappresentato un freno, ostacolando l'accesso da parte delle start-up innovative e delle piccole e medie imprese europee a risorse finanziarie provenienti da investitori di altri Stati membri⁵¹.

Quanto invece ai gestori di "diritto", quali banche ed imprese di investimento, essi, se operano in regime di mutuo riconoscimento, possono svolgere l'attività di gestione dei portali in tutti gli Stati europei, pur dovendo sottostare agli specifici obblighi stabiliti dalle normative nazionali sul *crowdfunding* dello Stato ospitante⁵².

La Commissione Europea, all'esito della consultazione su "*FinTech: A more competitive and innovative European financial sector*"⁵³, aperta nel marzo 2017 e volta ad ottenere commenti sull'impatto del Fintech⁵⁴ sui servizi finanziari, ha pubblicato un *Inception impact assessment* avente ad oggetto una "*Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*", con riferimento, dunque, sia ad investimenti effettuati in "crowd", che a finanzia-

⁵¹Per un'analisi sugli attuali numeri del *crowdfunding* in Europa, con particolare riferimento alla Francia, Germania e Regno Unito, v. OSSERVATORIO CROWDINVESTING, *op. cit.*, pp.8 ss.

⁵²Sul principio del mutuo riconoscimento e della licenza unica in relazione alle SIM ed imprese di investimento, v., tra gli altri, PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di CAPRIGLIONE, Milano, 2019, pp. 397 ss. Con riferimento alle imprese di investimento che intendono operare in Italia "il principio della licenza unica trova applicazione nei confronti delle imprese di investimento comunitarie, per tali intendendo le imprese di investimento diverse dalle banche, autorizzate a svolgere servizi o attività di investimento, aventi sede legale e direzione generale in un medesimo Stato comunitario, diverso dall'Italia". Tali imprese possono svolgere nel nostro Paese "i servizi ammessi al mutuo riconoscimento per i quali siano autorizzate nel paese d'origine, sia in regime di stabilimento che di libera prestazione".

Per un'analisi del diritto di stabilimento e dell'operatività in libera prestazione di servizi v., in generale, CAPRIGLIONE, *Libertà di stabilimento e libera prestazione di servizi*, in AA. VV., *Diritto bancario comunitario*, Torino, 2002.

⁵³Reperibile su https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-fintech_en

⁵⁴Per un'analisi sul Fintech e sulle innovazioni tecnologiche applicate al campo finanziario, si rinvia a CANALINI, *Il Fintech e le nuove frontiere dell'innovazione finanziaria*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di CAPRIGLIONE, Milano, 2019, pp. 397 ss. Con riferimento, invece, al progresso della tecnologia a supporto della prestazione di servizi di pagamento, v. LEMMA, *Le piattaforme nel mercato dei capitali*, in AA. VV., *Le attività delle banche*, a cura di URBANI, Padova, 2019.

menti effettuati secondo la modalità peer to peer⁵⁵. In questa valutazione d'impatto, la Commissione aveva individuato quattro diverse opzioni, alternative tra loro, per regolare la materia a livello europeo.

Una prima opzione consisteva nel mantenere lo *status quo* non introducendo alcun “*EU framework*”⁵⁶, continuando dunque a condurre solamente studi e approfondimenti al fine di favorire la circolazione di *best practices*⁵⁷. La seconda consisteva nell'individuazione da parte della Commissione, sulla base dello studio delle normative vigenti nei singoli Stati membri e delle *best practices*, di alcuni requisiti minimi che i portali avrebbero dovuto soddisfare, ma a cui i gestori si sarebbero adeguati sulla base di una scelta meramente volontaria. Si sarebbe trattato di una forma di “*self regulation incentivata dalla Commissione*”⁵⁸, che avrebbe rappresentato, pur nel suo approccio “minimo”, comunque un passo ulteriore rispetto alla situazione vigente⁵⁹.

La terza strada consisteva nell'introdurre il nuovo quadro normativo europeo del *crowdfunding* all'interno delle discipline europee già esistenti, creando dunque un'autorizzazione specifica per i gestori al fine di operare negli altri Stati dell'Unione Europea e modulando, al fine di garantire la tutela degli inve-

⁵⁵Sul punto, v. in breve l'Introduzione al presente lavoro.

⁵⁶V. “*Option 1 - Baseline scenario*” dell'Inception impact assessment, p. 3: “*The Commission would maintain regular dialogue, through twice yearly meetings, with the European Supervisory Authorities, Member States, and the crowdfunding sector to promote convergence, sharing of best practice and keep developments under review. An increasing number of Member States are implementing bespoke crowdfunding regimes creating potentially a large variety of standards making the scaling-up of the industry very difficult and costly*”. L'Inception impact assessment è reperibile su <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1166-Legislative-proposal-for-an-EU-framework-on-crowd-and-peer-to-peer-finance>.

⁵⁷Cfr. MACCHIAVELLO E., *La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding*, in www.dirittobancario.it, Approfondimenti, Marzo 2018, p. 2.

⁵⁸Così MACCHIAVELLO E., *La travagliata evoluzione normativa*, op. cit., 167. Sui processi di *self-regulation* e deregolazione in ambito finanziario v., in generale, tra gli altri, CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di CAPRIGLIONE, Milano, 2019, pp. 19 ss.

⁵⁹V. “*Option 2- Building on reputational capital - a self-regulatory approach with minimum EU standards*”, Inception impact assessment, p. 3: “*The Commission would map best practices and local regulatory regimes with the intent to recommend a set of non-binding minimum standards and industry's best practices*”.

stitori e l'integrità del settore, i requisiti di *governance* e trasparenza⁶⁰.

La quarta e ultima via, invece, avrebbe dato vita ad un *"proportionately regulated EU regime"*⁶¹ al quale i gestori avrebbero potuto decidere di aderire (*opt-in*) al fine di *"condurre la loro attività di crowdfunding in regime mutuo riconoscimento negli altri Stati membri"*, permettendo, tuttavia, alle piattaforme che intendessero operare solo a livello nazionale di restare soggette ai regimi previsti dai singoli Stati dell'Unione.

7. A marzo 2018, la Commissione Europea ha pubblicato la prima bozza del Regolamento relativo ai *"fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese"* (*Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*). La proposta legislativa, presentata dalla Commissione Europea, rientra nel piano comunitario di sviluppo e promozione di nuove tecnologie per il sistema finanziario (c.d. piano FinTech). Questo piano, a sua volta, *"fa parte del piano d'azione per stimolare una maggiore integrazione dei mercati finanziari europei"*⁶² (c.d. *Capital Markets Union* o "CMU") entro il 2019.

⁶⁰V. *"Option 3 – "A comprehensive EU approach - treating crowdfunding platforms like regulated trading venues or payment institutions"*, Inception impact assessment, p. 3: *"The Commission would introduce an EU framework for crowdfunding into existing regulation covering financial services to include specific provisions governing the operation of crowdfunding platforms. The amendments would allow for a specific crowdfunding licence under the existing passporting framework allowing the platforms to operate across the Single Market (objective 1). Governance and transparency requirements would be calibrated in a proportionate way ensuring investor protection and sector integrity (objectives 2 and 3). A variant of this option is to harmonise national regimes through a stand-alone legislation using enabling elements of relevant EU regulation"*.

⁶¹V. *"Option 4: The cross-border solution - a standalone opt-in EU framework"*, Inception impact assessment, p. 3: *"On the basis of enabling elements of existing financial services regulation, the Commission would create a proportionately regulated EU regime that platforms wishing to conduct cross-border activity could opt into, while leaving the rules for platforms conducting only national business unchanged. The main aim is to enable crowdfunding platforms to scale-up their activities by passporting into other EU Member States (objective 1) and ensure the necessary trust and sector integrity through organisational requirements, investor and consumer protection (objective 2 and 3). The impact assessment will identify the key enabling elements of the financial services regulation that could help the crowdfunding industry to develop"*.

⁶²Cfr. VALIANTE, *Il crowdfunding e la nuova proposta di regolamento UE*, in *Riv. dir. soc.*, 4, 2018, p. 27.

Infatti - si legge nel testo della proposta - *“le differenze tra le normative nazionali esistenti sono tali da ostacolare la prestazione transfrontaliera di servizi di crowdfunding e incidono pertanto direttamente sul funzionamento del mercato interno in tale settore”*⁶³.

È dunque opportuno *“affrontare gli ostacoli che si frappongono al corretto funzionamento del mercato interno di servizi di crowdfunding”* per creare *“un corpus unico di norme in materia di prestazione di servizi di crowdfunding”*⁶⁴.

Lo schema di Regolamento, che riguarda i fornitori transfrontalieri di servizi di *equity crowdfunding* e di *lending crowdfunding*, ad esclusione dei *“servizi di crowdfunding relativi ai prestiti ai consumatori”*⁶⁵, dimostra l'adesione da parte della Commissione alla quarta *“strada”* indicata nel testo della consultazione dell'*Inception impact assessment*, ossa la previsione di un regime opzionale a cui i gestori di portali possono scegliere di sottostare qualora intendano operare al di fuori dei confini nazionali.

I fornitori, infatti, avranno la possibilità di presentare domanda per una sola autorizzazione valida all'interno del territorio dell'Unione Europea e di esercitare la loro attività nel rispetto di tali requisiti uniformi, potendo scegliere, tuttavia, di offrire i propri servizi esclusivamente nei mercati nazionali nel quadro della legislazione nazionale applicabile⁶⁶.

L'art. 2 della proposta di Regolamento identifica l'ambito di applicazione della disciplina europea. Essa si applicherebbe agli operatori che forniscono il servizio di *“abbinamento tra l'interesse a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite piattaforme di crowdfunding”*⁶⁷ nelle forme di facilitazione della concessione di prestiti e/o di collocamento senza garanzia di

⁶³V. considerando n. 6 della proposta di Regolamento ECSP.

⁶⁴V. considerando n. 7 della proposta di Regolamento ECSP.

⁶⁵V. considerando n. 8 del Regolamento ECSP: tali prestiti sono definiti all'art. 3, lett. a) della Direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio.

⁶⁶V. considerando n. 14 della proposta di Regolamento ECSP.

⁶⁷V. art. 3, comma 1, lett. a) della proposta di Regolamento ECSP.

valori mobiliari emessi da titolari di progetti e la ricezione e trasmissione di ordini relativamente a tali valori mobiliari⁶⁸. Nell'ipotesi in cui i medesimi soggetti intendessero offrire servizi più complessi, quali la gestione di portafogli o il servizio di consulenza, sarebbero tenuti a richiedere "un'autorizzazione piena in base alla disciplina MIFID o a seguire quanto previsto dalla normativa nazionale"⁶⁹. Il Regolamento, dunque, non si applicherebbe ai soggetti già autorizzati come imprese di investimento, i quali, se vorranno offrire servizi di *crowdfunding*, potranno farlo seguendo il regime MIFID⁷⁰, né ai soggetti che già godono di autorizzazione ad operare come gestori di portali rilasciata da un'autorità nazionale. Come anticipato, inoltre, sono esclusi i servizi forniti a titolari di progetti qualificabili come consumatori, cioè le persone fisiche che richiedano finanziamenti per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta⁷¹.

Il Regolamento, inoltre, non si applicherebbe, secondo la proposta della Commissione, alle offerte riguardanti singoli progetti superiori ad Euro 1.000.000 per offerta, effettuate nell'arco di 12 mesi⁷².

8. Le persone giuridiche che intendono prestare servizi di *crowdfunding* nel nuovo quadro europeo, volendo ottenere un'unica autorizzazione valida a livello comunitario⁷³, secondo la proposta di Regolamento, dovranno presentare domanda all'ESMA, indicando alcune informazioni, tra cui l'indirizzo e lo *status* giuridico del fornitore del servizio, il programma di attività con descrizione dei servizi di *crowdfunding* che il fornitore intende prestare, una descrizione dei sistemi di *governance* e controllo interno che saranno adottati al fine di assicurare il rispetto della nuova normativa, l'identità delle persone responsabili della

⁶⁸V. art. 3, comma 1, lett. a) (ii) della proposta di Regolamento ECSP.

⁶⁹Cfr. MACCHIAVELLO, *La proposta della Commissione Europea, op. cit.*, p. 3.

⁷⁰V. art. 2, comma 2, lett. b) della proposta di Regolamento ECSP.

⁷¹Cfr. art. 2, comma 2, lett. c) della proposta di Regolamento ECSP.

⁷²V. art. 2, comma 2, lett. c) della proposta di Regolamento ECSP.

⁷³V. considerando n. 14 della proposta di Regolamento ECSP.

gestione del fornitori e la prova dei loro requisiti di onorabilità (con riferimento, in particolare, all'assenza di condanne e sanzioni penali per reati fallimentari, societari o in relazione ai servizi finanziari)⁷⁴.

L'art. 11 della proposta di Regolamento, inoltre, prevede l'istituzione da parte dell'ESMA di un registro di tutti i fornitori di servizi di *crowdfunding*.

I gestori, inoltre, saranno sottoposti alla vigilanza continua dell'ESMA, che potrà richiedere informazioni (art. 22), svolgere indagini generali (art. 23) ed ispezioni in loco (art. 24), irrogare sanzioni amministrative pecuniarie (art. 28) e revocare l'autorizzazione in caso di violazioni gravi (art. 13, comma 1).

9. In data 19 dicembre 2019 la Commissione ha accolto con favore l'accordo preliminare raggiunto il 18 dicembre tra il Parlamento e il Consiglio sulla proposta di Regolamento ECSP⁷⁵.

Dopo l'approvazione da parte degli ambasciatori presso l'Unione Europea e il raggiungimento di un accordo "*sotto forma di posizione del Consiglio (pre-negoziata) in prima lettura*", il Parlamento e il Consiglio "*saranno invitati ad adottare il regolamento proposto a norma dell'art. 294, paragrafo 7 del TFUE (spesso definito "accordo rapido in seconda lettura")*"⁷⁶.

Dall'analisi del Regolamento emerge in primo luogo che la normativa europea non indica quale requisito per la fornitura dei servizi di *crowdfunding* la presenza di succursali in altri Stati membri.

A ben vedere, anzi, i Paesi europei non devono imporre agli operatori "*la presenza fisica nel territorio di uno Stato membro diverso da quello in cui sono stabiliti per offrire i loro servizi su base transfrontaliera*"⁷⁷.

Da ciò potrebbe derivare che, in caso di normativa nazionale meno permissiva di quella europea (come in Italia, ove, come visto, è richiesta la stabile

⁷⁴V. art. 10 della proposta di Regolamento ECSP.

⁷⁵V. Comunicato stampa del Consiglio n. 860/19 del 19 dicembre 2019.

⁷⁶Cfr. comunicato n. 860/19.

⁷⁷V. art. 10 comma 9 della proposta di Regolamento ECSP.

organizzazione dei gestori comunitari), le piattaforme optino per la disciplina europea a scapito di quella nazionale, che dovrebbe essere modificata prevedendo requisiti meno restrittivi.

Inoltre, a fronte di precisi obblighi informativi, di trasparenza e di norme dettagliate in materia di prevenzione dei conflitti di interesse, la normativa europea non impone per i fornitori dei servizi di *crowdfunding* requisiti prudenziali, capitale minimo o un'assicurazione professionale nella fase iniziale dell'autorizzazione.

Infine, si deve rilevare che le imprese di investimento non potranno accedere a questo regime speciale, il quale è destinato ai soli gestori, e ciò potrebbe determinare uno svantaggio per tali imprese a favore dei soggetti specializzati nei servizi di *crowdfunding*.

Alessandro Corbò

L'ACCESSO AL CREDITO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE: IL RUOLO DI BANCA DEL MEZZOGIORNO - MEDIOCREDITO CENTRALE S.P.A.*

(The access to credit of small and medium sized enterprises: the role of Banca del Mezzogiorno - Mediocredito Centrale S.p.A.)

ABSTRACT: *Small and medium-sized enterprises have a fundamental role in the Italian and European economy. Therefore, it was decided to examine the main regulatory interventions introduced in order to facilitate the access to credit for SMEs. In particular, these were chosen with the purpose to examine the elements that hinder SMEs' access to credit and however some possible alternative solutions have been identified. This is the reason why the activity of Banca del Mezzogiorno - Mediocredito Centrale S.p.A. and the means used by this Bank try to favour the access to credit of SMEs were analyzed.*

SOMMARIO: 1. Le Piccole e Medie Imprese e il rapporto con le Banche. - 2. L'accesso al credito delle Piccole e Medie Imprese e i relativi elementi ostativi. - 3. La finanza alternativa come possibile soluzione. - 4. La finanza alternativa nella realtà di Banca del Mezzogiorno – Mediocredito Centrale S.p.A. - 5. L'attività svolta da Banca del Mezzogiorno - Mediocredito Centrale S.p.A. – 6. Il Fondo di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese. – 7. Conclusioni.

1. Le Piccole e Medie Imprese (PMI) sono definite dalla Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea¹ come imprese il cui organico sia inferiore rispettivamente a 50 e a 250 persone e il cui fatturato annuo, o il totale di bilancio annuo, non superino rispettivamente i 10 e i 50 milioni di Euro.

Esse costituiscono attualmente la forma di impresa maggiormente sviluppata sul territorio italiano.

*Contributo approvato dai revisori.

¹ Cfr. articolo 2, Raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003.

L'attuale definizione di PMI, a differenza della precedente risalente al 1996², tiene anche conto della capacità di una PMI di ottenere finanziamenti esterni come nel caso di imprese collegate ad altre imprese che dispongano di notevoli risorse finanziarie che superino le soglie indicate e che, dunque, non potrebbero essere definite PMI.

Per qualificare un'impresa come PMI, quindi, è in primo luogo necessario considerare l'entità in oggetto come un'impresa. In particolare, stando a quanto affermato dalla Corte di giustizia europea nelle proprie sentenze, è da considerarsi impresa *“ogni entità, a prescindere dalla forma giuridica, che eserciti un'attività economica”*. Da quanto riportato, è possibile notare come l'elemento fondamentale si identifichi nell'attività economica e non nella forma giuridica. Per tale ragione, dovranno considerarsi PMI le imprese familiari, le società di persone, le associazioni, i lavoratori autonomi e ogni altra entità che eserciti regolarmente un'attività economica.

Tuttavia, nonostante la sopra citata definizione normativa, risulta opportuno evidenziare come le PMI si presentino sotto forme e dimensioni molto diverse tra loro e, talvolta, sviluppino stretti rapporti finanziari o di *governance* con altre imprese.

Tutto ciò rende maggiormente difficoltoso distinguere una PMI da un'impresa di grandi dimensioni.

La definizione riportata nella Raccomandazione 2003/361/CE, dunque, è stata concepita per distinguere la categoria delle imprese in esame dalle altre, anche al fine di valutarne la disciplina applicabile, come nel caso del sostegno da offrire da parte dell'Unione europea e/o dai vari Stati membri alle imprese che realmente ne avessero necessità.

Le piccole e medie imprese rappresentano il motore dell'economia euro-

²Si veda in tal senso: Raccomandazione della Commissione 96/280/CE del 3 aprile 1996, relativa alla definizione di piccole e medie imprese.

pea, sono fondamentali per la crescita economica e con la loro presenza assicurano la stabilità sociale.

In particolare, le PMI stimolano lo spirito imprenditoriale e l'innovazione a livello europeo rivestendo così un ruolo fondamentale per la promozione della competitività e dell'occupazione.

Ad oggi, sette imprese su dieci in Europa rientrano nella categoria in esame. La crescita degli investimenti e del conseguente rilancio dell'occupazione sono gli elementi cardine di tale categoria di imprese.

La costante crescita del numero delle PMI ha fatto sì che le stesse ricoprissero nel tempo un ruolo sempre più centrale tra le priorità del legislatore europeo e non solo. In considerazione di quanto sopra esposto, è possibile evidenziare che la normativa di riferimento abbia come obiettivo fondamentale quello di evitare l'introduzione di norme troppo prescrittive e dettagliate, al fine di favorire l'innovazione³ e la competitività delle imprese in oggetto⁴.

Alla luce di quanto sopra menzionato, risulta chiaro come l'attività svolta dalle PMI sia fortemente interconnessa con quella svolta dalle Banche, in particolare modo per quanto attiene all'aspetto relativo all'erogazione del credito da parte di quest'ultime.

Volendo brevemente ipotizzare il percorso di sviluppo di una PMI, appare chiara l'interconnessione tra le due entità in esame: la Banca e le PMI.

Dal momento della sua costituzione, infatti, l'impresa dovrà man mano svilupparsi. Inizialmente procederà tramite l'autofinanziamento, da intendersi

³Si veda sul tema: ZAVANI, DI TOMA, *L'innovazione nei processi amministrativi delle PMI*, Milano, 2012.

⁴In tal senso si è pronunciato anche l'ex Presidente della Commissione europea, Jean.-Claude Juncker, in occasione del discorso di apertura della plenaria del Parlamento europeo tenutosi a Strasburgo il 15 luglio 2014: “ (...) *l'occupazione, la crescita e gli investimenti in Europa sono subordinati all'istituzione di un contesto normativo adeguato e alla promozione dell'imprenditorialità e della creazione di posti di lavoro. Non possiamo permetterci di soffocare l'innovazione e la competitività con normative troppo prescrittive e troppo dettagliate, in particolare nei confronti delle piccole e medie imprese (PMI). Le PMI sono la colonna portante della nostra economia e creano l'85 % dei nuovi posti di lavoro in Europa. Abbiamo il dovere di sgravarle da regolamentazioni onerose*”.

come unica fonte iniziale. L'espansione dei progetti d'investimento, poi, spingerà l'impresa verso la necessità di ricorrere al credito. In questo passaggio in particolare, è opportuno porre l'attenzione sul profilo di rischio dell'impresa. Quest'ultimo, infatti, come esamineremo più avanti, rappresenta uno degli elementi di interconnessione tra le PMI e le Banche. Queste, infatti, per procedere ad una erogazione del credito, valuteranno diversi elementi tra cui il profilo di rischio delle PMI che ne abbia fatto richiesta.

Una volta superata la fase embrionale della vita dell'impresa - e avendo avuto accesso al credito - le PMI potranno accedere alla fase successiva, quindi di espansione o, più in generale, di crescita. Durante questa fase, le imprese potranno avvalersi di strumenti differenti quali, ad esempio, l'emissione di azioni - a fronte di una quotazione sul mercato - o il debito obbligazionario.

Il rapporto tra una Banca e una PMI, però, non si esaurisce con l'erogazione del credito bensì perdura nel tempo, subendo le scelte che l'impresa fa, come accade in tema di rischi connessi al progetto.

Inoltre, è importante sottolineare che il rapporto tra Banche e PMI è stato fortemente compromesso a seguito della crisi economica globale. Le imprese di piccole e medie dimensioni, infatti, hanno risentito particolarmente proprio del fatto che non presentano una sufficiente stabilità dal punto di vista patrimoniale.

In conclusione, appare giustificata la preoccupazione relativa agli effetti della normativa in tema di piccole e medie imprese, tra cui, gli Accordi di Basilea II e III.

I diversi dibattiti sul tema, infatti, sono finalizzati a stabilire se mutamenti in atto nel settore bancario siano tali da ostacolare l'accesso al credito da parte delle PMI italiane.

2. Nell'ottica di favorirne la crescita e l'innovazione, l'accesso al credito da parte delle piccole e medie imprese riveste un'importanza fondamentale.

Nel 2019, l'attenzione del legislatore europeo si è concentrata in modo particolare sugli investimenti, al fine di ottenere un rendimento macroeconomico sempre più elevato. Contestualmente, il legislatore europeo ha evidenziato numerosi ostacoli di tipo normativo e strutturale atti a rallentare la crescita dell'economia a breve e lungo termine aventi ripercussioni sugli investimenti e, quindi, sull'economia delle piccole e medie imprese.

Inoltre, sebbene le PMI ricoprano un ruolo fondamentale per l'economia italiana ed europea, esse si presentano diverse debolezze che ne limitano il potenziale.

Il principale fattore ostativo all'accesso al credito per le PMI è la valutazione del merito creditizio svolta dalle Banche⁵. Con l'espressione "*accesso al credito*" si indica la disposizione delle Banche, e più in generale degli intermediari finanziari, a erogare denaro a favore dei Clienti.

In particolare, le PMI costituiscono un mercato finanziario complesso e variegato che entra in contatto principalmente con Banche di piccole dimensioni le quali devono fronteggiare rischi diversificati e difficilmente valutabili.

Nel momento in cui è erogato un credito a favore di una PMI, infatti, il soggetto finanziatore assume rischi rispetto ai quali risulta necessaria una preventiva valutazione⁶, soprattutto in merito all'eventuale insolvenza da parte dell'impresa. Tutto ciò è definito "*merito creditizio*"⁷.

⁵Cfr. LIBERATORE, *La valutazione delle PMI*, Milano, 2014.

⁶Si veda sul tema: MIELI, ex Direttore Centrale per la Vigilanza Creditizia e Finanziaria della Banca d'Italia, in occasione del Convegno "*Accesso al credito e garanzie per le imprese, garantire lo sviluppo, crescere nella stabilità*", tenutosi a Roma il 15 dicembre 2009: "(...) *le piccole e medie imprese, che costituiscono la gran parte del sistema produttivo italiano, presentano alcune caratteristiche che rendono complessiva la valutazione del loro merito di credito. Rispetto alle grandi imprese, operano con livelli di capitalizzazione inferiori, hanno una capacità di investimento più limitata, livelli di redditività più contenuti. È stretta la connessione tra impresa e patrimonio personale dell'imprenditore. (...) Per la valutazione di questo tipo di imprese sono molto importanti le informazioni di natura qualitativa, la cui acquisizione è facilitata dal radicamento sul territorio, dalla conoscenza dell'economia locale, delle persone.*"

⁷Al fine di valutare il merito creditizio di una PMI, la Banca effettua un'accurata analisi che può essere sinteticamente riassunta come segue: a) analisi quantitativa: si analizza l'ultimo bilancio dell'impresa e lo compara con i due o tre bilanci d'esercizio precedenti, al fine di avere un quadro

La problematica sopra esposta è spesso mitigata dalla presenza di alcune garanzie in favore delle PMI. A fronte di una richiesta di finanziamento, per esempio, una Banca potrebbe vedere il rischio di credito mitigarsi in presenza di una garanzia personale, oppure di una garanzia reale.

Nella realtà imprenditoriali, tuttavia, sempre maggiore è la presenza delle garanzie offerte da soggetti quali Consorzi di garanzia e i Confidi⁸ che supportano le PMI, prestando la propria garanzia a fronte di specifiche convenzioni stipulate con determinati istituti bancari.

In caso di insolvenza della PMI, infatti, la Banca potrà riscuotere la garanzia del Confidi o del Fondo di Garanzia ex L.662/1996, recuperando così il credito erogato. Inoltre, tra i fattori che rendono maggiormente difficoltoso per le PMI l'accesso al credito vanno menzionate le carenze istituzionali e le barriere all'ingresso che riducono gli incentivi agli investimenti per le imprese e che frenano la riallocazione delle risorse.

La Commissione, dunque, si è adoperata a livello nazionale ed europeo per la rimozione degli ostacoli normativi e amministrativi.

Le iniziative a livello europeo sono complementari alle riforme strutturali negli Stati membri. Sebbene siano stati fatti progressi, le difficoltà sono ancora considerevoli in vari paesi e settori⁹.

completo; b) analisi quantitativa: la Banca valuta le informazioni emerse nella fase quantitativa e le integra con tutte le altre informazioni a propria disposizione, relative al Cliente. In questa fase, particolare attenzione è dedicata ad aspetti quali la reputazione dei soci, le caratteristiche e le eventuali debolezze passate e presenti dell'impresa; c) analisi andamentale: sono esaminati i dati presenti nella Centrali Rischi della Banca d'Italia, al fine di avere un quadro completo circa gli affidamenti in favore del Cliente presso il sistema bancario. Gli istituti finanziari, infatti, sono tenuti a inviare mensilmente alla Banca d'Italia la situazione relativa ai propri Clienti, dando evidenza dei crediti che superano i 30.000 Euro, nonché di quelli classificati come "a sofferenza" di qualsiasi importo.

⁸Per maggiori approfondimenti sul tema, si veda: <http://www.dirittobancario.it/spazio-confidi/la-garanzia-consortile-e-le-regole-di-vigilanza-prudenziale>.

⁹Nel caso dell'Italia, ad esempio, la Commissione si è pronunciata affermando che "(...) i problemi di accesso ai finanziamenti frenano gli investimenti da parte delle piccole e medie imprese e delle imprese innovative mentre la capacità amministrativa e l'incertezza sull'applicazione delle norme in materia di appalti limitano gli investimenti delle autorità pubbliche". Si veda sul tema: Commissione Europea, "Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio europeo, al consiglio, alla banca centrale europea, al comitato economico e sociale europeo, al

Inoltre, tra le cause che hanno reso difficoltosi gli investimenti, è opportuno menzionare la scarsa fiducia nelle imprese. Per poter investire, infatti, è necessario che si instauri, nei confronti delle imprese, fiducia, prevedibilità e soprattutto certezza giuridica.

Volendo delineare a ritroso un quadro completo delle problematiche sopra esposte, già a partire dal primo decennio degli anni 2000, le PMI avevano riscontrato una notevole difficoltà nell'accedere al credito, non solo in Italia ma in Europa. Tale situazione, è andata via via migliorando dando i primi risultati a partire dal 2016 quando la percentuale delle PMI con difficoltà di accesso ai finanziamenti è passata dal 16% al 9%. Le ragioni di questo miglioramento sono da ravvisare, tra l'altro, nelle sfide strategiche che l'Italia - e in generale i paesi dell'Unione Europea - hanno adottato in merito all'accesso al credito da parte delle PMI.

Risulta quindi evidente la presenza di paesi, tra cui l'Italia, per cui la problematica dell'accesso al credito da parte delle PMI non può ancora dirsi del tutto superata.

Per quanto concerne le modalità attraverso cui i finanziamenti vengono erogati alle PMI, è da dire che queste sono estremamente variegate. In particolare, la diversità si concentra: a) sull'entità delle fonti di finanziamento impiegate dalle imprese; b) sul grado di sviluppo degli istituti finanziari quali banche, fondi di investimento, fondi pensione o assicurativi; c) sul grado di sviluppo dei segmenti di mercati finanziari quali, la borsa valori, il mercato delle obbligazioni e i mercati delle cartolarizzazioni¹⁰.

Resta inteso che le fonti primarie di finanziamento per le PMI sono costituite dalle linee di credito, dai prestiti bancari e dalle locazioni finanziarie.

Al fine di contrastare le difficoltà sopra menzionate, gli Stati Membri

comitato delle regioni e alla banca europea per gli investimenti”, del 05.06.2019.

¹⁰Si veda sul punto: “*Scheda tematica per il semestre europeo: Accesso delle piccole e medie imprese ai finanziamenti*” della Commissione Europea del 22.11.2017.

hanno attuato diverse politiche e programmi a favore delle PMI. In particolare, è opportuno menzionare alcuni programmi quale “Horizon 2020”, i Fondi strutturati e di investimento europei (FSIE)¹¹ e il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS)¹². Per completezza, inoltre, va evidenziato come le PMI abbiano la possibilità di ricevere finanziamenti anche dalla Banca europea per gli investimenti, attraverso banche commerciali, *partner* selezionate e altri intermediari.

In conclusione, tra gli elementi che maggiormente ostacolano l'accesso al credito bancario da parte delle PMI, è possibile individuare l'alto tasso di indebitamento che nella maggior parte dei casi caratterizza le PMI e i lunghi tempi di riscossione dei crediti da parte della Pubblica Amministrazione oltre all'acquisizione di nuovi Clienti.

Tali fattori, uniti a quelli che rendono difficoltoso l'accesso al credito bancario delle PMI, rappresentano così un elemento di preoccupazione per le PMI italiane e hanno frequentemente spinto le stesse ad accedere al credito attraverso forme di finanziamento alternative a quella bancarie.

3. Ad oggi, le PMI italiane rappresentano circa il 76% delle imprese presenti sul territorio nazionale. Particolarmente rilevante, inoltre, è il dato pubblicato dalla Commissione europea nel *Survey on the Access to Finance of Enterpri-*

¹¹I Fondi strutturali e di investimento europei (FSIE) sono i principali strumenti finanziari della politica regionale dell'Unione europea, il cui scopo è quello di rafforzare la coesione economica, sociale e territoriale riducendo il divario fra le regioni più avanzate e quelle in ritardo di sviluppo (art. 174 TFUE). Si veda sul punto: <https://www.miur.gov.it>.

¹²Il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) è il pilastro centrale del piano di investimenti per l'Europa. Mira a contrastare la mancanza di fiducia e di investimenti provocata dalla crisi economica e finanziaria, e a usare la liquidità detenuta da istituti finanziari, imprese e privati in un momento in cui le risorse pubbliche scarseggiano. La Commissione collabora con il suo partner strategico, il gruppo della Banca europea per gli investimenti (BEI). Il FEIS sostiene gli investimenti strategici in settori chiave, quali le infrastrutture, l'efficienza energetica e l'energia rinnovabile, la ricerca e l'innovazione, l'ambiente, l'agricoltura, la tecnologia digitale, l'istruzione, la sanità e i progetti sociali. Inoltre, aiuta le piccole imprese ad avviare l'attività, crescere ed espandersi, fornendo capitale di rischio. Si veda sul tema: https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan/european-fund-strategic-investments-efsi_it.

se (SAFE), vale a dire che il 68% delle PMI in Europa si rivela ottimista rispetto alla possibilità di entrare in contatto con un istituto bancario al fine di ottenere un finanziamento per svolgere la propria attività.

Tale dato però, decresce fortemente se valutato nei singoli Stati. In Italia, ad esempio, tale percentuale equivale al 58%.

Un ulteriore dato su cui è opportuno riflettere prima di affrontare la tematica della finanza alternativa è quello relativo alla probabilità di successo che le PMI ritengono di avere nell'approccio con una Banca. In Europa, tale dato è calcolato nel 23% delle PMI, mentre in Italia solamente nel 9%.

Il problema principale che riguarda le PMI, dunque, è la grande difficoltà che le stesse riscontrano nell'approcciare con il mondo bancario e con l'accesso al credito¹³.

Nonostante tutto, però, ad oggi, molte delle PMI italiane rinvengono ancora nelle banche la figura di *partner* ideale per supportare i progetti, garantendo così la crescita delle stesse.

Per tale ragione, è quindi evidente come le forme di finanza alternative e innovative di accesso al credito abbiano richiesto diverso tempo prima di affermarsi a pieno nel nostro sistema giuridico, e non solo¹⁴.

L'evoluzione alla quale stiamo assistendo, perciò, non ci permette più di definire più il nostro sistema come "banco-centrico".

Tra il 2018 e il 2019, infatti, in Italia le risorse che la finanza alternativa al credito bancario ha veicolato in favore delle PMI sono state pari a circa tre miliardi di Euro, contro i circa due miliardi del periodo tra il 2017 e il 2018¹⁵.

¹³In tal senso si veda: SIGNORINI, "Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza, Università degli Studi di Trento", 4 Novembre 2015.

¹⁴Sul punto: CALVANI, BORTOLETTI, CODA NEGOZIO, "La crescita delle Pmi attraverso gli strumenti di finanza innovativa. Mini Bond, cambiali finanziarie, Aim, Progetto Elite, Spac, incentivi allo sviluppo", Milano, 2014.

¹⁵Si veda sul tema: "Quaderno di ricerca sulla Finanza alternativa per le PMI in Italia", Osservatori Entrepreneurship & Finance della School of Management del Politecnico di Milano. Il testo è stato presentato in occasione del primo Alt-Finance Day, organizzato dalla Camera di Commercio di Milano-Monza-Brianza-Lodi.

Tra queste i *mini-bond*¹⁶ e il *crowdfunding* nonché il *private equity*¹⁷ o il *direct lending*¹⁸.

Con il termine *mini-bond*, si intendono titoli di debito, quali obbligazioni o titoli di debito a medio-lungo termine, emessi da società non quotate in Borsa, tipicamente PMI, normalmente destinate a piani di sviluppo nonché a operazioni di investimento¹⁹.

I *mini-bond* permettono quindi alle società non quotate di affacciarsi sul mercato, riducendo la dipendenza dal credito bancario²⁰.

I *mini-bond* vengono emessi dalle imprese sul mercato mobiliare e, successivamente, sottoscritti da investitori professionali e qualificati²¹ che, a fronte

¹⁶Per maggiori approfondimenti sul tema, si veda: FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni e capitale di rischio*, in *Bancaria* n. 6/2014, Roma, 2014.

¹⁷Il *private equity* è l'attività finanziaria attraverso cui un investitore professionale rileva quote del capitale di rischio di un'impresa non quotata in Borsa attraverso: a) l'acquisizione delle azioni dei soci; o b) sottoscrivendo azioni di nuova emissione ed apportando nuovo capitale all'interno della società. Tali operazioni sono realizzate con l'intento di contribuire attivamente alla crescita dell'azienda, al fine di ottenere una plusvalenza al momento dell'*exit*, vale a dire al momento della dismissione della partecipazione con la cessione a terzi o con la quotazione in Borsa. Nonostante tale strumento sia attivo nel nostro ordinamento da tempo, il mercato italiano del *private equity* è meno sviluppato di quando lo sia in altri Paesi europei quali Regno Unito, Germania e Francia.

¹⁸ Con l'espressione "*direct lending*", si intende l'attività di erogazione –introdotta in Italia con il D.L. 18/2016, relativo alle "*misure urgenti concernenti la riforma delle Banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alla procedura di crisi e la gestione collettiva del risparmio*". Tra le forme di finanza alternative citate nel testo, quella in esame è senza dubbio la meno sviluppata. Il *direct lending* permette alle imprese di ottenere un prestito, e quindi nuove risorse economiche, direttamente da altre imprese, evitando così di far ricorso all'intermediazione bancaria. In particolare, la citata normativa ha permesso di creare nuovi fondi non bancari per concedere prestiti, vale a dire dei fondi di investimento alternativi-FIA, sia italiani che europei. Per quanto concerne poi l'aspetto del controllo e della vigilanza, questo è affidato dalla Banca d'Italia, la quale vigila sulla sana e prudente gestione, e dalla CONSOB, alla quale spetta la vigilanza sulla correttezza e trasparenza dei comportamenti.

¹⁹Per maggiori approfondimenti sul tema, si prenda visione di: *3° Report italiano sui Mini-Bond*, Politecnico di Milano - Dipartimento di Ingegneria Gestionale, febbraio 2017.

²⁰Dal punto di vista normativo, i principali interventi in materia di *mini-bond* sono contenuti nel D.L. 22 giugno 2012 n. 83 ("Decreto Sviluppo") e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012 n. 179 ("Decreto Sviluppo-bis"), dal D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano "Destinazione Italia") e dal D.L. 24 giugno 2014 n. 91 ("Decreto Competitività")

²¹La sottoscrizione di queste obbligazioni è generalmente riservata a investitori istituzionali professionali ed altri soggetti qualificati: banche, imprese di investimento, SGR, società di gestione armonizzate, SICAV, intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario e le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento anche aventi sede legale in uno Stato extracomunitario, purché autorizzate alla prestazione di servizi nel territorio

della raccolta di capitale - rimborsato secondo modalità predefinite - offrono una remunerazione contrattualmente stabilita attraverso il pagamento di cedole²².

In particolare, le emissioni in esame sono effettuate *“da parte di società di capitale o cooperative aventi operatività propria (escludendo banche e assicurazioni) di importo massimo fino a Euro 500 milioni, non quotate su listini aperti agli investitori retail”*²³. A tal proposito, è possibile affermare che in Italia i *mini-bond* siano in progressiva crescita.

Il principale punto di svolta è stato segnato dal D.L. 22 giugno 2012 n. 83 e dai successivi decreti sopraccitati. Tali interventi normativi hanno agevolato per le PMI la collocazione sul mercato di obbligazioni e cambiali finanziarie sottoscritte da investitori professionali, quali fondi e *asset management companies*.

Concentrando poi l'attenzione sui dati che hanno caratterizzato le PMI italiane, è possibile rilevare come quelle che hanno emesso *mini-bond*, fino al 2019, siano state circa 279, di cui 19 affacciate sul mercato per la prima volta nel medesimo anno.

Infine, un recente studio svolto dal Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano²⁴, ha evidenziato come nel 2018 *“(…) il controvalore collocato è stato pari a Euro 3,545 miliardi, suddiviso in 335 emissioni; nel 2017*

della Repubblica. A tal proposito, si fa presente che Borsa Italiana ha creato un segmento *ad hoc* del mercato *ExtraMOT* dove poter negoziare i relativi titoli di debito. *“Esiste una sorta di mercato secondario sul circuito ExtraMOT PRO, dove accanto ai mini-bond classici che i titolari decidono di cambiare si trovano anche mini-bond emessi da società più grandi che hanno deciso di approfittare dei minori vincoli. Tecnicamente non si tratta di un mercato regolamentato ai sensi della Direttiva MIFID, ma di un “sistema di scambi organizzato” (multilateral trading facility) attivo con una piattaforma di negoziazione elettronica, con procedure di settlement automatiche, e comunque eleggibile per tutte le operazioni finanziarie bancarie verso la Banca Centrale Europea”* Si veda sul tema: <https://media.orrick.com/Media%20Library/public/files/practices/guida-alle-pmi-innovative-orrick.pdf>.

²²Lo strumento finanziario descritto è esaminato anche nel Codice Civile, in particolare agli articoli 2410-2420 per le S.p.A., e nell'articolo 2483 per le S.r.l., i quali ne disciplinano l'emissione.

²³Cfr. *“Elaborazione sui dati: 4° Report italiano sui mini-bond”*, Osservatorio italiano sui *mini-bond*, Politecnico di Milano, febbraio 2018.

²⁴Si veda sul tema: *“Elaborazione sui dati: 4° Report italiano sui Mini-Bond”*, Osservatorio italiano sui Mini-Bond, Politecnico di Milano, febbraio 2018.

la raccolta è stata pari a Euro 1,527 miliardi e nel primo semestre del 2018 siamo a Euro 313 milioni. La cedola media dei mini-bond emessi da PMI è pari al 5,3% e la maturity media è 4,9 anni. Si tratta di un mercato che presumibilmente continuerà a crescere nel breve termine, in quanto incontra particolare interesse sia da parte delle PMI che da parte degli investitori”.

4. Il ricorso allo strumento dei mini-bond ha incontrato il favore di alcune realtà bancarie tra cui Banca del Mezzogiorno – Mediocredito Centrale S.p.A.

Tra le operazioni svolte dalla citata Banca, è possibile fare riferimento al progetto “Campania Basket Bond” in base al quale la regione Campania, per favorire la crescita delle nuove PMI presenti nel proprio territorio, ha deliberato l’attivazione di una serie di finanziamenti.

In particolare, ciò è avvenuto tramite l’emissione di *mini-bond* costituiti in un portafoglio, *Basket Bond*, assistiti da garanzie a valere sulle risorse del POR FESR 2014-2020, vale a dire il Programma Operativo Regionale, cofinanziato dal Fondo Europeo di Sviluppo Regionale.

L’attuazione del programma in esame è stata affidata a Sviluppo Campania S.p.A. che ha individuato - all’esito di procedure ad evidenza pubblica - quale coordinatore finanziario del processo di emissione dei *mini-bond* e di strutturazione dell’operazione, il Raggruppamento temporaneo di imprese (RTI) costituito da MCC e FISG S.r.l., i quali agiscono nella veste di *Arranger* dell’operazione.

Attraverso la Garanzia Campania Bond, dunque, si intende favorire l’accesso al mercato di capitali, attraverso strumenti di finanza alternativa per la realizzazione di progetti imprenditoriali di innovazione, espansione e rafforzamento. L’operazione Basket Bond Campania è strutturata come di seguito.

Per poter partecipare, le PMI emittenti dovranno avere sede in Campania, nonché rispettare determinati requisiti in merito al proprio *rating*²⁵.

²⁵Se non già in possesso di un rating ECAI, gli emittenti devono ottenere - con il supporto dell’*Arranger* - un *rating* ECAI almeno pari a BB- sulla scala *Standard & Poor’s* (o equivalenti).

Ogni PMI partecipante emetterà un *bond senior unsecured*, per un ammontare complessivo massimo di 148 milioni di Euro.

L'emissione dei *bond*, dovrà rispettare specifici requisiti per quanto concerne la destinazione. Essa, infatti, dovrà essere circoscritta tra investimenti attivi in materiali (terreni, immobili, impianti, macchinari, etc.), investimenti attivi immateriali (diritti di brevetto, licenze, *know-how* o altre forme di proprietà intellettuale), nonché capitale circolante.

Una volta emessi, i *mini-bond* saranno sottoscritti da Basket Bond Campania S.r.l. - una società veicolo (SPV), appositamente creata ai sensi della L.130/1999 - tramite l'emissione di titoli (ABS) per un valore nominale pari alla somma dei *bond*.

La complessità dell'operazione, inoltre, richiede la presenza di un'ulteriore figura, vale a dire quelle del *Servicer*, il quale, tramite incarico conferito dall'SPV con apposito contratto di *servicing*, svolgerà - in nome e per conto dell'SPV stessa nonché nell'interesse dei portatori dei titoli - l'attività di amministrazione, gestione e incasso dei *bond*²⁶.

Nell'operazione in oggetto, gli ABS saranno sottoscritti da CDP - in qualità di investitori principale - per una quota indicativamente pari al 50% e il restante da parte di MCC. In caso di mancato pagamento di uno o più *bond*, l'SPV potrà

È comunque consentita la partecipazione di PMI campane potenzialmente idonee a soddisfare le aspettative degli investitori, non ancora in possesso di un valido rating BB-, allorché dimostrino al momento della manifestazione di interesse di essere in possesso dei seguenti requisiti: a) bilanci approvati e depositati in forma non abbreviata negli ultimi tre esercizi; b) non aver realizzato perdite d'esercizio in più di uno degli ultimi tre esercizi e, sulla base dell'ultimo bilancio approvato aver ricavi di vendita pari ad almeno 10 milioni di Euro, PFN/EBITDA < [5,0]x, PFN/PN: < [3]x, nonché EBITDA/Ricavi di vendita > [4]%

²⁶A titolo esemplificativo, le attività svolte dal *Servicer* consisteranno in: a) verificare che le operazioni poste in essere nel contesto dell'operazione siano conformi alla legge e al prospetto informativo, secondo quanto previsto dall'art. 2, comma 6-bis, dalla L. 130/1999; b) porre in essere - in nome e per conto dell'SPV - tutte le attività che il creditore (o in caso di cartolarizzazione del relativo credito, il *Servicer*) è per legge tenuto a svolgere secondo le previsioni di legge di volta in volta applicabili; c) nominare, coordinare, supervisionare nonché gestire i rapporti per conto dell'SPV con i legali o i mandatari eventualmente incaricati del recupero dei *bond* inadempienti; d) fornire all'SPV le informazioni e i dati in suo possesso, ai fini dell'adempimento da parte dell'SPV stessa degli obblighi di informativa nei confronti della Banca d'Italia.

utilizzare la garanzia rappresentata dal *cash collateral* a copertura dei mancati pagamenti.

I *mini-bond* emessi dalle PMI, infatti, sono assistiti dalla Garanzia Campania Bond che regione Campania ha previsto con una dotazione finanziaria pari ad Euro 37 milioni (POR FESR 2014-2020).

In particolare, Sviluppo Campania mette a disposizione risorse pubbliche – secondo quanto disposto dall'art. 41 del Regolamento (UE) 130/2013 – su un conto corrente aperto presso MCC, in qualità di Banca custode.

Tali somme costituiscono il *cash collateral* e sono poste a garanzia, *inter alia*, delle obbligazioni di pagamento a titolo di capitale e interessi delle Società emittenti ai sensi dei relativi *bond*, entro il limite massimo del 25% del valore nominale dei *bond* di volta in volta emessi (fino ad un massimo di Euro 37.000.000,00), a fronte del pagamento a Sviluppo Campania da parte di ciascuna Società emittente di una commissione per la gestione del *cash collateral*.

In conclusione, l'operazione consistendo in una forma di finanziamento per le imprese complementare a quello bancario, è atto a sostenere le imprese meritevoli nella realizzazione di progetti di crescita per il Mezzogiorno.

Campania Basket Bond, dunque, permette alle imprese di aprirsi a strumenti finanziari innovativi, con ridotti vincoli attuativi, con il coinvolgimento di un soggetto di emanazione pubblica, la regione.

Tale progetto, inoltre, offrendo agli investitori un portafoglio diversificato di emissioni, garantisce agli stessi una differenziazione nel rischio, stimolando il percorso di crescita dell'impresa anche per il tramite dell'ottenimento di un *rating* e del confronto con investitori istituzionali.

5. Al fine di fornire un quadro completo che tenga conto anche realtà bancarie che maggiormente favoriscono l'accesso al credito da parte delle PMI, si è scelto di esaminare l'attività svolta da parte di Banca del Mezzogiorno-Mediocredito Centrale S.p.A. ("MCC").

MCC nasce nel 1952 come Ente di diritto pubblico preposto ad erogare credito e gestire le agevolazioni pubbliche verso le piccole e medie imprese.

A seguito di una serie di operazioni straordinarie²⁷, attualmente fa parte dall’Agenzia nazionale per l’attrazione degli investimenti e lo sviluppo d’impresa, Invitalia S.p.A., e svolge un ruolo a favore della crescita e dello sviluppo delle imprese, in particolare nel Mezzogiorno, collaborando con le principali Banche e i maggiori Confidi a sostegno dell’accesso al credito delle PMI²⁸.

²⁷Nel 1994, MCC è stata trasformata da ente pubblico in società per azioni, avviando l’attività di *lending* nei settori del *Project & Export Finance* e della finanza d’impresa che ne hanno permesso l’affermazione come Banca di investimento e di sviluppo attraverso strumenti di mercato. Alla fine del 1999, Mediocredito Centrale viene ceduta (al 100%) dal Ministero del Tesoro alla Banca di Roma, entrando così nel Gruppo Bancaroma (poi Capitalia) e specializzandosi nel settore del *corporate banking*. Dal 1 ottobre 2007, in seguito al percorso di integrazione tra Capitalia e UniCredit, MCC entra a far parte del nuovo Gruppo Bancario, specializzandosi nei finanziamenti a medio-lungo termine e nel *project finance*. Negli anni successivi, MCC si è focalizzata sull’offerta di servizi al settore pubblico e, in particolare, sul credito agevolato e sulla gestione degli incentivi pubblici per le imprese. Nel 2011, in seguito alla cessione da parte di UniCredit S.p.A. a Poste Italiane S.p.A. del 100% del capitale sociale della Banca, MCC è diventata veicolo per l’attuazione del progetto di sviluppo delle aree meridionali voluto dal Governo. Infine, il 7 agosto 2017, il capitale sociale di MCC è stato interamente acquisito dall’Agenzia nazionale per l’attrazione degli investimenti e lo sviluppo d’impresa S.p.A. (Invitalia S.p.A.).

²⁸Particolare attenzione merita la vicenda che negli ultimi mesi ha visto coinvolta MCC e Banca Popolare di Bari (“BPB”), istituto al quale fanno capo circa 600.000 clienti, tra cui oltre 100.000 aziende. In particolare, il 18 giugno 2019 sono stati avviati presso BPB accertamenti ispettivi di vigilanza. L’ispezione si è concentrata, in una prima fase, sul ricambio della *governance*, avvenuto a fine luglio, per poi passare all’analisi della qualità del credito. I risultati, ufficializzati a dicembre, hanno evidenziato “l’incapacità della nuova *governance* di adottare con sufficiente celerità ed efficacia le misure correttive necessarie per superare la stasi operativa e riequilibrare la situazione reddituale e patrimoniale della BPB”. Inoltre, sono emerse gravi perdite patrimoniali che hanno portato i requisiti prudenziali di Vigilanza al di sotto dei limiti regolamentari. La crisi che ha coinvolto la Banca ha portato al commissariamento della stessa e, successivamente, all’emanazione del decreto legge 16 dicembre 2019, n. 142, recante “*Misure urgenti per il sostegno al sistema creditizio del Mezzogiorno e per la realizzazione di una banca di investimento*”. In seguito, il citato decreto è stato approvato con il nuovo titolo “*Conversione in legge, con modificazioni, del decreto legge 16 dicembre 2019, n. 142, recante misure urgenti per il sostegno al sistema creditizio del Mezzogiorno e per la realizzazione di una banca di investimento*”, Legge 7 febbraio 2020, n. 5 (G.U. n. 37 del 14 febbraio 2020). Nella questione in esame, il coinvolgimento di MCC prevede – tra le altre – che “(...) con uno o più decreti del Ministro dell’economia e delle finanze” siano “assegnati in favore dell’Agenzia Nazionale per l’attrazione investimenti e lo sviluppo d’impresa S.p.A. - Invitalia, contributi in conto capitale, fino all’importo complessivo massimo di 900 milioni di euro per l’anno 2020, interamente finalizzati al rafforzamento patrimoniale mediante versamenti in conto capitale in favore di Banca del Mezzogiorno - Mediocredito Centrale S.p.A. affinché questa promuova, secondo logiche, criteri e condizioni di mercato, lo sviluppo di attività finanziarie e di investimento, anche a sostegno delle imprese nel Mezzogiorno, da realizzarsi mediante operazioni finanziarie, anche attraverso il ricorso all’acquisizione di partecipazioni al capitale di società

In particolare, MCC svolge la propria attività perseguendo gli obiettivi previsti dall'art. 2, comma 162, della Legge 23 dicembre 2009 n. 191 ossia: (i) aumentare la capacità di offerta del sistema bancario e finanziario del Mezzogiorno; (ii) sostenere le iniziative imprenditoriali maggiormente meritevoli di credito, incidendo sui costi di approvvigionamento delle risorse finanziarie necessarie agli investimenti; (iii) canalizzare il risparmio verso iniziative economiche che creino occupazione nel Mezzogiorno.

Per quanto attiene alla struttura operativa, MCC opera come Banca di secondo livello, senza una rete di distribuzione o filiali, anche attraverso sinergie commerciali e accordi con altri Istituti. I Clienti di MCC possono essere sia PMI che imprese *corporate*.

L'attività primaria di MCC, infatti, è condotta sia attraverso il convenzionamento con altri Istituti che propongano operazioni di *club deal* o in *pool* che tramite la canalizzazione di operazioni con prevedano l'utilizzo dell'apposito portale B2B Easy PMI.

Mediocredito Centrale, inoltre, ricopre il ruolo di Gestore del Fondo di Garanzia²⁹, ex legge 23 dicembre 1996, n. 662.

Il citato Fondo permette alle PMI di accedere più facilmente al credito bancario, grazie proprio alla garanzia concessa dal Fondo stesso.

bancarie e finanziarie, di norma società per azioni, e nella prospettiva di ulteriori possibili operazioni di razionalizzazione di tali partecipazioni". Inoltre, le Legge in esame dispone che "A seguito delle iniziative poste in essere dalla banca in attuazione del comma 1, con decreto del Ministro dell'economia delle finanze di concerto con il Ministro dello sviluppo economico", possa "essere disposta la sua scissione con costituzione di nuova società, alla quale sono assegnate le attività e partecipazioni acquisite ai sensi del comma 1" e che "le azioni rappresentative dell'intero capitale sociale della società" siano "attribuite, senza corrispettivo, al Ministero dell'economia e delle finanze".

²⁹L'amministrazione del Fondo, ai sensi dell'art. 47 del D.lgs. 1 settembre 1993, n. 358 (TUB) è affidata al Comitato previsto dall'art. 15, comma 3, della Legge 7 agosto 1997, n. 266 e dall'art. 13 del Decreto del Ministro dell'Industria, Commercio e Artigianato di concerto con il Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica del 31 maggio 1999, n. 248, la cui composizione è stabilita con D.M. del Ministero dello Sviluppo Economico del 9 aprile 2009. Con i provvedimenti del Ministero dello Sviluppo Economico sono nominati i componenti del Comitato di Gestione e sono, altresì, fissati i compensi loro spettanti e gli eventuali rimborsi a carico del Fondo.

Negli ultimi anni, MCC si è distinta poi per il sostegno offerto alle PMI operanti nel Mezzogiorno d'Italia, attraverso la concessione di finanziamenti finalizzati, ad esempio, alla realizzazione di investimenti materiali e immateriali, formazione di scorte e/o altre necessità finanziarie di medio o lungo periodo, correlate all'attività dell'impresa.

6. Il Fondo di Garanzia per le PMI è rivolto alle micro³⁰, piccole e medie imprese iscritte al Registro delle Imprese³¹, nonché ai professionisti iscritti agli ordini professionali o aderenti ad associazioni professionali iscritte all'apposito elenco del Ministero dello Sviluppo Economico, appartenenti ad ogni settore, escluso quello delle attività finanziarie.

Il Fondo di Garanzia, fin dall'inizio della crisi finanziaria globale del 2008, ha rappresentato in Italia la principale misura a sostegno dell'eventuale razionamento del credito alle imprese poiché ricopre un ruolo centrale nel rapporto tra imprese, Banche e Confidi³².

Il Fondo è stato costituito nel 2000 e sin dalla sua origine è stato gestito da Banca del Mezzogiorno - Mediocredito Centrale³³, la quale riveste, ad oggi, il ruolo di capofila di un *pool* di Banche.

Il Fondo garantisce ogni tipologia di operazione finanziaria direttamente finalizzata all'attività d'impresa concessa da un soggetto finanziatore, vale a dire una Banca o altro intermediario. Esso garantisce una copertura massima fino

³⁰Sono micro imprese tutte quelle con meno di 10 soggetti occupati e che abbiano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di Euro.

³¹Per quanto concerne i soggetti che possono richiedere la garanzia del Fondo, si fa presente che essi devono essere valutati in grado di rimborsare il finanziamento garantito. Essi, pertanto, devono essere considerati economicamente e finanziariamente sani, sulla base di appositi modelli di valutazione che utilizzano i dati di bilancio (o delle dichiarazioni fiscali) degli ultimi due esercizi. Si veda sul punto: <https://www.fondidigaranzia.it/conosci-il-fondo>.

³²Cfr. VACCA, MISTRULLI, *I Confidi e il credito alle piccole imprese durante la crisi*, in *Questioni di Economia e Finanza – Occasional Paper* n. 105 del 24 ottobre 2011.

³³Il Fondo di Garanzia costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio del Gestore (MCC). A tal fine, la gestione del Fondo deve essere svolta con apposita contabilità separata e secondo quanto previsto dal D.lgs. 1 settembre 1993, n. 385.

all'80% dell'importo dell'operazione finanziaria e fino ad un importo massimo garantito dal beneficiario pari a 2,5 milioni di Euro.

Per quanto concerne le modalità di intervento, inoltre, il Fondo può, alternativamente, intervenire attraverso una garanzia diretta, vale a dire garantendo interamente l'operazione finanziaria, oppure attraverso una controgaranzia o una riassicurazione.

In quest'ultimo caso, il Fondo controgarantisce o riassicura un soggetto garante, quale un Confidi o altro intermediario finanziario il quale garantisce l'operazione in prima istanza.

La garanzia del Fondo è concessa ai soggetti beneficiari purché vi siano alcuni requisiti³⁴ e sarà revocabile al verificarsi di alcuni eventi espressamente descritti all'interno delle citate Disposizioni. Il rapporto tra la Banca e il Cliente è rimesso, invece, alla libertà negoziale degli stessi, senza che il Fondo possa intervenire.

Sulla parte garantita dal Fondo, inoltre, non possono essere acquisite garanzie reali, né assicurative o bancarie.

Per quanto attiene, invece, all'aspetto funzionale, la garanzia offerta dal Fondo - essendo un'agevolazione del Ministero dello sviluppo economico - è finanziata anche con le risorse europee.

Negli ultimi anni, il Fondo di Garanzia ha visto un costante e crescente aumento delle richieste. In particolare, a partire dal 2000 esso ha agevolato 152,7 miliardi di Euro di finanziamenti, prestando garanzie per 97,4 miliardi di Euro a fronte di qualsiasi tipologia di operazione finanziaria, dal *leasing* ai *mini-*

³⁴La garanzia del Fondo non è concessa ai soggetti beneficiari che: a) rientrino nella definizione di "impresa in difficoltà" ai sensi del regolamento 651/2014; b) presentino, alla data della richiesta di garanzia, sulla posizione globale di rischio, esposizioni classificate come *sofferenze*; c) presentino, alla data della richiesta di garanzia, esposizioni nei confronti del soggetto finanziatore classificate come inadempienze probabili o scadute e/o sconfinanti deteriorate; d) siano in stato di scioglimento o di liquidazione, ovvero sottoposti a procedure concorsuali per insolvenza o ad accordi stragiudiziali o piani asseverati ai sensi dell'articolo 67, comma 3, lettera d), della legge fallimentare di cui al regio decreto 16 marzo 1942, n. 267 o ad accordi di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'articolo 182-*bis* della medesima legge.

bond, passando per il microcredito.

Il Fondo risulta essere molto vantaggioso poiché permette alle PMI con difficoltà di accedere al credito, in quanto prive delle necessarie garanzie, di ottenere finanziamenti.

Il Fondo, dunque, si sostituisce dal punto di vista funzionale alle onerose garanzie richieste alle PMI per avere accesso al credito.

7. Il legislatore italiano, dunque, anche a seguito della crisi economica globale verificatasi a partire dal 2006, ha compreso l'importanza del ruolo delle piccole e medie imprese per l'economia nazionale.

Per tale ragione, si è assistito ad un susseguirsi di interventi normativi atti ad introdurre soluzioni che facilitassero l'accesso al credito da parte delle PMI permettendone, così, la crescita e lo sviluppo.

A fronte dello studio svolto nel presente elaborato è emerso come nel nostro Paese le PMI riscontrino notevoli difficoltà in fase di accesso al credito.

Le ragioni di ciò sono ravvisabili principalmente nella valutazione del merito creditizio svolta dalle Banche, nonché negli elementi che limitano gli incentivi agli investimenti per le imprese impedendone la riallocazione delle risorse.

A tal proposito, si è cercato di individuare alcune possibili soluzioni, prima tra tutte la finanza alternativa.

Con tale espressione ci si riferisce agli strumenti, sviluppatisi negli ultimi anni, che permettono alle PMI di far ricorso al credito in via alternativa rispetto a quella bancaria.

Tra questi, particolare attenzione è stata dedicata allo strumento dei *mini-bond*. In relazione ai *mini-bond*, inoltre, si è scelto di realizzare alcuni progetti realizzati con la partecipazione di Banca del Mezzogiorno – Mediocredito Centrale S.p.A. (MCC), tra cui "Campania Basket Bond", progetto attraverso cui è stato possibile notare come i meccanismi alternativi facilitino l'accesso al credito ban-

cario da parte delle PMI.

In conclusione, dunque, è possibile notare come il legislatore nazionale, al pari di quello europeo, agisca nei propri interventi consapevole dell'importanza delle PMI per l'economia. In Italia, il numero crescente delle PMI ha portato il loro numero a 760 mila, vale a dire il 76% circa delle imprese presenti sul territorio nazionale.

Tuttavia, il numero delle PMI, pur se in costante aumento, necessita ancora di interventi dei legislatori nazionali atti a facilitare l'accesso al credito da parte delle stesse.

Inoltre, l'obiettivo da perseguire anche a livello europeo è indubbiamente quello di rendere maggiormente competitive e innovative le PMI, attraverso l'investimento nella ricerca e nello sviluppo.

La possibilità di accesso ai finanziamenti per le piccole e medie imprese, infatti, mira ad aumentare la competitività e l'innovazione tra le stesse, con l'intento generale di favorire l'economia.

Vittoria Romana Granone

BREVI RIFLESSIONI IN MATERIA DI FATTORI ESG E INFORMATIVA NON FINANZIARIA NELLA CRISI DA COVID-19 *

*(Short thoughts on ESG factors and non-financial disclosure
in the Covid-19 crisis)*

ABSTRACT: *This paper briefly highlights an unexpected phenomenon of convergence - which occurred due to the pandemic - between short-term and long-term oriented initiatives as well as between the interests of shareholders and stakeholders of large companies negatively affected by the crisis.*

In this context, the health emergency has shown that risks related to ESG factors are unforeseeable and “systemic” in nature. For this reason, the paper argues that initiatives of the board of directors which are aimed at mitigating and preventing such risks should be welcomed, even by those who adhere to shareholders’ primacy theories, as far as they are compliant with the proportionality principle.

Lastly, the analysis of institutional investors’ portfolio screening mechanisms and the fast-evolving legislative framework suggest that non-financial disclosure will be crucial for large “systemic” companies in order to attract new equity on the markets.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La rilevanza “sistemica” dei fattori ESG. – 3. Il valore dell’informativa non finanziaria. – 4. Sintetiche considerazioni conclusive.

1. La crisi economica e sociale conseguente alla diffusione della pandemia da Covid-19 ha richiesto agli organi di amministrazione ed ai *managers* delle

*Contributo approvato dai revisori.

grandi società di tutto il mondo di adottare decisioni volte a mitigare gli effetti negativi dell'emergenza sia nel breve che nel lungo periodo (¹).

Per un verso, la crisi ha comportato la necessità di adottare politiche di breve termine funzionali a sostenere nell'immediato l'operatività dell'impresa – ad esempio, riconvertendo la produzione industriale (²), rinviando la distribuzione dei dividendi agli azionisti, prevedendo tagli alla remunerazione del *top management* (³) – al fine di consentirne la sopravvivenza e, al tempo stesso, rassicurare il pubblico degli investitori (⁴).

Per altro verso, ma nella medesima prospettiva, la scelta di adottare strategie industriali e modelli di *business* orientati al perseguimento di obiettivi di crescita nel lungo periodo permette all'impresa di “assorbire” l'impatto negativo che episodi di crisi auspicabilmente isolati e temporanei producono sulla si-

¹Sul ruolo degli amministratori e del *management* nel contesto dell'emergenza sanitaria cfr. AA. VV., *Key ESG Considerations in the Crisis*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 11 aprile 2020, disponibile su www.corpgov.law.harvard.edu; KATZ e MCINTOSH, *Director Oversight in the Context of COVID-19*, in *The New York Law Journal*, 26 marzo 2020, disponibile su www.law.com.

²Si pensi a Ferrari, che sin dalla prima metà di marzo 2020 ha impiegato parte delle strutture e dei dipendenti dello stabilimento di Maranello per la produzione di valvole per respiratori polmonari, oppure a Bulgari - società del gruppo LVMH - che ad aprile ha lanciato la produzione di gel disinfettante idroalcolico.

³In certi casi la decisione di rinviare la distribuzione dei dividendi e di procedere ad una revisione dei compensi del *top management* è stata raccomandata dalle Autorità di settore. Al riguardo, con specifico riferimento alle imprese di assicurazione, si v. la raccomandazione diffusa dall'IVASS in data 30 marzo 2020 e disponibile su www.ivass.it, ove si legge, tra l'altro, che “l'IVASS, in considerazione di questo mutato quadro economico e finanziario, ha inviato una lettera alle imprese di assicurazione e riassicurazione aventi sede in Italia chiedendo di adottare, a livello individuale e di gruppo, estrema prudenza nella distribuzione dei dividendi e nella corresponsione della componente variabile della remunerazione agli esponenti aziendali”. Per quel che concerne gli enti creditizi, la Banca Centrale Europea, con raccomandazione del 27 marzo 2020 (ECB/2020/1) ha invitato le banche significative a non distribuire dividendi almeno fino al 1° ottobre 2020; tale raccomandazione è stata poi seguita, in pari data, dalla Banca d'Italia per quel che concerne le banche meno significative (le due raccomandazioni sono disponibili, rispettivamente, agli indirizzi www.ecb.europa.eu e www.bancaditalia.it).

⁴Sul punto cfr. la *Stewardship Engagement Guidance to Companies in Response to Covid-19* pubblicata da State Street in data 31 marzo 2020 e disponibile qui www.ssga.com.

tuazione patrimoniale-finanziaria della stessa nel breve termine, riducendo il rischio che tali eventi possano comprometterne irrimediabilmente la continuità aziendale ⁽⁵⁾.

Inoltre, la circostanza che gli investitori riconoscano ad un emittente il merito di aver adottato una strategia di crescita sostenibile nel lungo periodo consente all'impresa di reperire più facilmente sul mercato nuovi capitali che ne supportino l'operatività; ciò in quanto, in un contesto in cui la volatilità dei mercati ha determinato il crollo del prezzo delle azioni della maggior parte degli emittenti quotati, la prospettiva di poter acquistare (o incrementare) una partecipazione in una società il cui valore di mercato è momentaneamente sottostimato a causa della particolare congiuntura economica – ma il cui valore intrinseco è rimasto, invece, intatto e destinato ad emergere nel lungo termine – è molto attraente per gli investitori ⁽⁶⁾.

⁵Sul punto, cfr. BEBCHUK, BRAV e JIANG, *The long term effects of hedge fund activism*, 2015, spec. p. 1145 ss., disponibile su www.ssrn.com, i quali svolgono un'analisi empirica che mette in relazione gli effetti delle politiche di lungo termine promosse dagli investitori attivisti con lo *shock* finanziario conseguente alla crisi del 2007; cfr. anche BARTON, BAILEY e ZOFFER, *Rising to the challenge of short-termism*, FCLT GLOBAL, 2016, disponibile su www.fcltglobal.org.

⁶Dall'altro lato, tuttavia, il crollo del prezzo delle azioni dovuto alla volatilità dei mercati apre la strada a possibili manovre speculative e acquisizioni predatorie; in questa prospettiva, ad esempio, la Commissione europea ha invitato tutti gli Stati membri ad utilizzare i meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti per evitare che l'attuale crisi possa determinare una perdita di risorse e tecnologie critiche (cfr. la comunicazione della Commissione europea del 13 marzo 2020 n. COM(2020) 112 *final*, seguita dagli orientamenti pubblicati in data 26 marzo 2020 con comunicazione n. 2020/C 99 I/01). In linea con quanto precede, in Italia - al pari di quanto accaduto in altri Paesi europei come la Spagna - si è assistito ad un significativo rafforzamento della disciplina in materia di *golden powers* contenuta nel d.l. n. 21 del 15 marzo 2012, recentemente modificato ad opera del d.l. n. 23 dell'8 aprile 2020; per una ricognizione delle modifiche apportate dal decreto appena menzionato cfr. SACCO GINEVRI, *Golden powers e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidita*, 9 aprile 2020, disponibile su www.dirittobancario.it; cfr. anche ENRIQUES, *Extreme Times, Extreme Measures: Pandemic-Resistant Corporate Law*, 22 aprile 2020, in www.law.ox.ac.uk/business-law-blog, secondo il quale rafforzare i meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti non è una soluzione del tutto idonea a proteggere le imprese strategiche da possibili acquisizioni ostili agevolate dalla congiuntura di mercato.

In quest'ottica, sembra possibile sostenere che la crisi da Covid-19 abbia determinato una convergenza tra gli obiettivi perseguiti dal *management* dell'impresa mediante l'implementazione di iniziative di breve e di lungo periodo; tant'è che anche gli investitori istituzionali e i *proxy advisors*, tradizionalmente orientati in favore di strategie funzionali a creare profitto nel medio-lungo termine, stanno progressivamente abbandonando e/o riconsiderando le loro campagne attiviste al fine di consentire agli amministratori di concentrarsi sulle esigenze più urgenti dovute alla diffusione della pandemia (⁷).

Inoltre, le misure adottate per contrastare le esternalità negative derivanti dalla emergenza sanitaria in atto sembrano evidenziare un ulteriore profilo di convergenza fra istanze diverse, della cui compatibilità la dottrina è tornata nuovamente a discutere: quelle degli azionisti (*shareholders*) – generalmente interessati alla crescita del valore della società partecipata e, di riflesso, alla crescita del valore della partecipazione da essi detenuta in un'ottica di profitto tipica dell'impresa lucrativa (art. 2247 cod. civ.) – e quelle dei c.d. *stakeholders*, e cioè i soggetti esterni all'impresa che vengono in vario modo incisi dall'attività di quest'ultima (ambiente, comunità di riferimento, lavoratori, fornitori, creditori, clienti, ecc.).

⁷A tal proposito, è particolarmente significativa la comunicazione pubblicata dall'investitore istituzionale Vanguard in data 1° aprile 2020, in cui è espressamente affermato, tra l'altro, che “*during this period of acute risk and volatility, we recognize the need for companies to exercise judgment and flexibility as they balance short- and long-term considerations. We understand, for example, that many companies are adapting their approaches to shareholder meetings or changing capitalization strategies to meet immediate business needs*”; cfr. *Vanguard Investment Stewardship Update on the 2020 Proxy Season*, disponibile all'indirizzo www.vanguard.com. Per un esempio di quanto affermato nel testo si pensi alla circostanza che *proxy advisors* come ISS e Glass Lewis hanno recentemente mostrato un certo grado di apertura verso l'introduzione di misure “antiscalata” (c.d. “*poison pills*”) funzionali a tutelare la società e i suoi azionisti da acquisizioni ostili. A tal proposito, la *ISS Policy Guidance for Impacts of the Covid-19 Pandemic* (adottata, con riferimento al mercato statunitense, in data 8 aprile 2020) prevede, tra l'altro, che “*a severe stock price decline as a result of the COVID-19 pandemic is likely to be considered valid justification in most cases for adopting a pill of less than one year in duration*”.

Si fa riferimento, in particolare, al vastissimo dibattito dottrinale che vede contrapposti, seppur con diverse gradazioni e intensità, i sostenitori della c.d. *shareholders' primacy* (o "*shareholderism*") – secondo i quali l'azione degli amministratori di una società lucrativa dovrebbe essere volta unicamente alla creazione di un profitto per gli azionisti – e i sostenitori della c.d. *stakeholders' primacy* (o "*stakeholderism*"), i quali sostengono – anche avvalendosi di taluni indici normativi mutuati da diversi ordinamenti (primo fra tutti l'art. 172 del *Companies Act* britannico) ⁽⁸⁾ – che l'operato degli amministratori dovrebbe tenere in considerazione gli interessi degli *stakeholders*, privilegiando una crescita sostenibile dell'impresa nel lungo periodo, ove necessario anche a discapito dell'interesse dei soci a ricavare un guadagno dall'iniziativa imprenditoriale partecipata ⁽⁹⁾.

⁸La norma, significativamente rubricata "*Duty to promote the success of the company*", prevede, tra l'altro, che "*a director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole*". Per una recente applicazione giurisprudenziale della previsione appena menzionata cfr. VITALI, *Un recente caso inglese sul dovere degli amministratori "to promote the success of the company"* (*Routledge vs Skeritt*), in *Riv. soc.*, 2019, p. 1318 ss.

⁹In arg. si v., tra i più recenti e senza alcuna pretesa di esustività, BEBCHUK-TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, reperibile su www.ssrn.com, 2020, p. 1 ss.; CHEFFINS, *Stop Blaming Milton Friedman!*, reperibile su www.ssrn.com, 2020, p. 1 ss.; NICHT-ADAMS, *Shareholders and Stakeholders around the World: The Role of Values, Culture, and Law in Directors' Decisions*, disponibile su www.ssrn.com, 2019, p. 2 ss.; LICHT, *Stakeholder Impartiality: A New Classic Approach for the Objectives of the Corporation*, disponibile su www.ssrn.com, 2019, p. 2 ss., HERTIG, *Governance by Institutional Investors in a Stakeholder World*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di Gordon e Ringe, 2018, Oxford University Press, disponibile su Oxford Handbooks Online; BUCKLEY, *Can corporations contribute directly to society or only through regulated behaviour?*, in *Journal of British Academy*, 2018, p. 323 ss.; DAVOUDI-MCKENNA-OLEGARIO, *The historical role of the corporation in society*, *ivi*, p. 17 ss.; HSIEH-MEYER-RODIN-VAN T'KLOOSTER, *The social purpose of corporations*, *ivi*, p. 49 ss.; VILLALONGA, *The impact of ownership on building sustainable and responsible business*, *ivi*, p. 375 ss. Nel dibattito italiano cfr., di recente, i contributi di BAZOLI, *Intesa Sanpaolo. Motore per lo sviluppo sostenibile e inclusivo*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 1; ANGELICI, "*Poteri*" e "*interessi*" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, *ivi*, p. 4 ss.; FERRARINI, *An alternative View of Corporate Purpose: Colin Mayer on Prosperity*, *ivi*, p. 27 ss.; VENTORUZZO, *Brief Remarks on*

Senza entrare nel merito di tale dibattito – che imporrebbe una riflessione approfondita sui temi dell’interesse sociale e della responsabilità sociale d’impresa ⁽¹⁰⁾ – ci si limita ad osservare che, in tempo di crisi, gli obiettivi di creazione di valore per gli azionisti e di tutela degli *stakeholders* sembrano coincidere.

Si pensi, ad esempio, ai significativi investimenti effettuati da alcune imprese per offrire assistenza ai dipendenti che hanno contratto il virus, ovvero alle iniziative adottate da alcune società *hi-tech* che, per un periodo di tempo limitato, hanno offerto gratuitamente i propri servizi ai clienti ⁽¹¹⁾.

Sembra ragionevole ritenere che misure di questo tipo non perseguano unicamente finalità solidaristiche, ma siano, al contempo, parte di strategie di *business* funzionali a creare profitto per la società e per i suoi azionisti (oltre che per i destinatari di tali interventi). In primo luogo, infatti, l’osservazione della prassi mostra che gli azionisti si aspettano che la società in cui hanno investito agisca per sostenere la comunità durante la crisi, con la conseguenza che l’inerzia può provocare un danno reputazionale all’impresa oltre che una perdita di *chance* ⁽¹²⁾.

“Prosperity” by Colin Mayer and the often Misunderstood Notion of Corporate Purpose, *ivi*, p. 43 ss.; STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell’ultima lettera annuale di BlackRock*, *ivi*, p. 51 ss.

¹⁰Cfr., in luogo di molti, ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d’impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 3 ss.; ID., *Responsabilità sociale dell’impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 159 ss.; MONTALENTI, *L’interesse sociale: una sintesi*, *ivi*, p. 303 ss.; BEVIVINO, *La responsabilità sociale delle imprese fra autonomia privata, nuovi obblighi di legge e prospettiva rimediabile*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, 2018, p. 95 ss.

¹¹Ad esempio, Uber ha adottato una politica di sostegno finanziario per i propri autisti affetti da Covid-19 (www.engadget.com). Quanto al settore *hi-tech*, si v. le iniziative adottate da Microsoft, Google e Zoom che hanno offerto gratuitamente l’utilizzo dei servizi di videoconferenza per agevolare il lavoro da remoto (www.vox.com).

¹²A tal proposito, è interessante esaminare il tenore delle domande rivolte dagli azionisti ai sensi dell’art. 127-ter del d.lgs. n. 58/1998 nel corso dell’attuale tornata assembleare. Nella maggior parte dei casi ci si imbatte in quesiti volti a far luce sulla tipologia di interventi di supporto offerti

In secondo luogo, è probabile che i lavoratori e i clienti che hanno beneficiato delle suddette iniziative decidano di mantenere il loro rapporto di impiego/clientela con l'impresa anche dopo che la crisi sarà cessata (¹³). Inoltre, non si dovrebbe sottovalutare la circostanza che, nel caso delle imprese *hi-tech*, il mancato guadagno conseguente alla fornitura gratuita dei servizi informatici di comunicazione potrebbe essere compensato dal valore dei dati personali ceduti dagli utenti al fine di usufruire di tali servizi.

2. Alla luce della ricostruzione appena effettuata sembra meno persuasiva l'obiezione secondo cui gli amministratori non sarebbero sufficientemente incentivati a tenere in considerazione gli interessi degli *stakeholders* nella gestione dell'impresa in assenza di una esplicita previsione di legge che glielo imponga. Tale modo di ragionare assume, infatti, che raramente l'interesse dei soci alla valorizzazione della partecipazione e gli "interessi altri" degli *stakeholders* coincidano, con la conseguenza che, dovendo scegliere quale tra i predetti interessi privilegiare, gli amministratori saranno naturalmente portati ad optare per quello dei soci che li hanno nominati (e che possono revocarli) (¹⁴).

Al contrario, la risposta alla crisi da Covid-19 mostra che l'attenzione ri-

dagli emittenti per affrontare la crisi sanitaria, ovvero in richieste di chiarimento circa le misure di sostegno che sono state adottate per sostenere le famiglie che abbiano subito la scomparsa di congiunti a causa del virus, oppure, ancora, in domande sull'ammontare (ove ve ne siano state) delle erogazioni liberali effettuate dalla società al fine di fronteggiare l'emergenza sanitaria (per alcuni esempi si v. le raccolte di domande pre-assembleari disponibili nella sezione "Assemblee - Assemblea ordinaria degli azionisti 2020" dei siti *internet* di Intesa Sanpaolo S.p.A., BPER Banca S.p.A., Assicurazioni Generali S.p.A., Unicredit S.p.A. e Amplifon S.p.A.).

¹³In arg. cfr. KAMALNATH, *Shareholder Primacy in the Time of Coronavirus*, in *Oxford Business Law Blog*, 7 aprile 2020, disponibile all'indirizzo www.law.ox.ac.uk/business-law-blog.

¹⁴Cfr., tra gli altri, BEBCHUK-TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, cit., p. 29 ss.; VENTORUZZO, *Brief Remarks on "Prosperity" by Colin Mayer and the often Misunderstood Notion of Corporate Purpose*, cit., p. 43 ss.

servata alle aspettative degli *stakeholders* può essere funzionale a realizzare l'interesse dei soci alla valorizzazione della loro partecipazione; tuttavia, affermare ciò è ben diverso dall'individuare una tendenza verso l'abbandono del tradizionale modello della società lucrativa in favore di un nuovo paradigma imperniato sul primato degli *stakeholders*, atteso che l'obiettivo ultimo perseguito dall'organo di amministrazione mediante l'adozione delle suddette iniziative benefiche sembra comunque essere quello di creare valore per la società e per i suoi azionisti.

Fermo quanto precede – che è ben noto ai sostenitori della concezione moderata dello *shareholder value* conosciuta come “*enlightened shareholder value*”⁽¹⁵⁾ – è piuttosto agevole osservare che tutto quanto si è detto finora poggia sull'assunto che la valorizzazione degli interessi degli *stakeholders* sia effettivamente funzionale a promuovere l'immagine e il successo economico della società. Diversamente, sembra difficile individuare quali incentivi potrebbero avere gli amministratori a adottare politiche sociali o ambientali costose, che non portino un vantaggio economico all'emittente e che, pertanto, comporterebbero il sacrificio delle risorse della società per il perseguimento di finalità diverse dalla creazione di un profitto per gli azionisti⁽¹⁶⁾.

In questa prospettiva, la convergenza creatasi in tempo di crisi tra gli interessi degli azionisti, da un lato, e quelli degli *stakeholders*, dall'altro lato, po-

¹⁵Sul punto cfr. SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi nella gestione delle banche*, 2016, Bari, p. 40 ss., ove si legge che la formula “*enlightened shareholder value*” riassume in sé una “*moderna visione contrattualistica del fenomeno societario consacrata nell'art. 172 del Companies Act britannico del 2006 che mira prioritariamente alla remunerazione dell'investimento azionario in una prospettiva di lungo termine. E ciò considerate e ponderate le legittime istanze di tutti gli stakeholders, nell'assunto che «increasing shareholder value does not conflict with the longrun interests of other shareholders»*”; cfr. anche BEBCHUK-TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, cit., p. 10 ss.

¹⁶Cfr. sul punto MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 1004 ss.

trebbe apparire come un evento eccezionale.

In realtà, è proprio con riferimento a tale ultima osservazione che l'emergenza sanitaria in atto sembra aver dato un'indicazione suscettibile di mantenere la propria validità anche al di là della attuale congiuntura di mercato. A ben vedere, infatti, la crisi ha confermato che i *rischi* connessi ai temi sociali, ambientali e di governo societario (*“Environmental, Social and Governance Factors”*, abbreviati nell'acronimo *“ESG”*) rivestono una rilevanza *“sistemica”* (o di *“mercato”*) ⁽¹⁷⁾; ciò appare testimoniato dalla circostanza che le conseguenze negative per l'economia mondiale prodotte da un evento esogeno come la pandemia da Covid-19 – che ha colpito soprattutto il fattore *“S”* e, in particolare, i lavoratori, i fornitori, i consumatori e la comunità in generale – sono peggiori di quelle riconducibili alla crisi finanziaria degli anni 2008–2009 (legata, in ogni caso, al fattore *“G”*) ⁽¹⁸⁾.

Muovendo da tale ultima considerazione, sembra ragionevole ritenere che il tentativo di individuare i possibili incentivi che dovrebbero spingere gli

¹⁷Cfr. la Risoluzione del Parlamento europeo del 29 maggio 2018 sulla finanza sostenibile (2018/2007(INI)) ove si legge, tra l'altro, che *“il Parlamento europeo [...] 32. sottolinea che una finanza sostenibile richiede un chiarimento degli obblighi degli amministratori delle società europee in merito alla creazione di valore sostenibile a lungo termine, agli aspetti ESG e ai rischi sistemici, nell'ambito dell'obbligo generale degli amministratori di promuovere il successo della società; [...] 38. sottolinea che l'individuazione, la gestione e la comunicazione dei rischi ESG sono parte integrante della protezione dei consumatori e della stabilità finanziaria e dovrebbero pertanto rientrare nel mandato e negli obblighi di vigilanza delle AEV; chiede al CERS di procedere attivamente alla ricerca sull'interazione dei fattori ESG e del rischio sistemico, oltre i cambiamenti climatici”*; sul punto si v. anche MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, cit., p. 1024.

¹⁸Cfr. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown*, 6 aprile 2020, disponibile su www.imf.org, ove si legge, tra l'altro, che *“as a result of the pandemic, the global economy is projected to contract sharply by –3 percent in 2020, much worse than during the 2008–09 financial crisis. In a baseline scenario, which assumes that the pandemic fades in the second half of 2020 and containment efforts can be gradually unwound, the global economy is projected to grow by 5.8 percent in 2021 as economic activity normalizes, helped by policy support”*. In arg. cfr. anche CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in questa *Rivista*, n. 1/2020, p. 1 ss.

amministratori a tenere in considerazione i fattori ESG nei processi decisionali non vada effettuato guardando *esclusivamente* al rapporto fra costi e benefici che potrebbero derivare all'impresa da tale comportamento responsabile. Infatti, la gravità delle conseguenze provocate dalla pandemia induce a ritenere che la valorizzazione dei fattori ESG da parte degli amministratori delle società di rilevanza "sistemica" sia in primo luogo funzionale a minimizzare la possibilità che rischi "di mercato" come quelli associati ai temi ambientali, climatici e sociali possano verificarsi.

Corollario di quanto precede, allora, è che gli amministratori dovrebbero includere i fattori ESG e le istanze degli *stakeholders* nei loro processi decisionali poiché spetta al consiglio di amministrazione, in qualità di organo deputato alla predisposizione degli assetti indicati dall'art. 2381 cod. civ., adottare un sistema di controllo interno efficace che consenta di prevenire l'inverarsi di tali rischi ⁽¹⁹⁾.

A tal proposito, si osserva che la norma di comportamento Q.3.5. elaborata dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili con riferimento al collegio sindacale di società quotate (ed. aprile 2018) definisce il sistema di controllo interno come "*l'insieme delle direttive, delle procedure e delle prassi operative adottate dall'impresa allo scopo di raggiungere, attraverso un adeguato processo di identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi*", tra l'altro, gli "*obiettivi strategici, volti ad assicurare la conformità delle scelte del management alle direttive ricevute e all'oggetto che la società si propone di conseguire, nonché a garantire la salvaguardia del patrimonio aziendale e a tutelare gli interessi degli stakeholder*".

¹⁹Sul contenuto degli assetti indicati dall'art. 2381, comma 3, cod. civ. e il rapporto con il sistema di controllo interno cfr. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgment Rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, p. 643 ss.

Anche il nuovo Codice di *Corporate Governance* delle società quotate italiane approvato dal Comitato per la *Corporate Governance* di Borsa Italiana S.p.A. in data 31 gennaio 2020 raccomanda che il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi – le cui linee di indirizzo sono definite dall’organo di amministrazione dell’emittente – sia idoneo a consentire *“una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, al fine di contribuire al successo sostenibile della società”* ⁽²⁰⁾.

A ben vedere, anche la circolare della Banca d’Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 contiene un principio simile nella parte in cui prevede l’inclusione del *“rischio di reputazione”* (o *“rischio reputazionale”*) – per tale intendendosi *“il rischio attuale o prospettico di flessione degli utili o del capitale derivante da una percezione negativa dell’immagine della banca da parte di clienti, controparti, azionisti della banca, investitori o autorità di vigilanza”* – tra i rischi *“difficilmente quantificabili”* per i quali è richiesto che il RAF (*Risk Appetite Framework*) fornisca *“specifiche indicazioni di carattere qualitativo che siano in grado di orientare la definizione e l’aggiornamento dei processi e dei presidi del sistema dei controlli interni”* ⁽²¹⁾.

Tale ultima disposizione consente di precisare che, anche nella loro dimensione di fattore di rischio, gli elementi ESG dovrebbero ragionevolmente essere tenuti in considerazione dagli amministratori nella misura in cui gli stessi possano provocare quella *“flessione degli utili o del capitale”* invocata dalla Banca d’Italia nella previsione appena menzionata. Anche in questo caso, quin-

²⁰Il nuovo Codice di Corporate Governance definisce il “successo sostenibile” come l’*“obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società”*. Per un primo commento al nuovo Codice cfr. VENTORUZZO, *Il nuovo codice di corporate governance 2020: le principali novità*, in *Le società*, 2020, p. 439 ss.

²¹Cfr. l’Allegato C, Capitolo 3, Titolo IV, Parte I della Circolare n. 285/2013 della Banca d’Italia.

di, non ci si spinge ad affermare che gli amministratori dovrebbero sacrificare le aspettative di profitto dei soci per privilegiare interessi esterni alla compagine sociale senza che per questo derivi un vantaggio alla società in termini di crescita nel lungo periodo (²²).

Tuttavia, l'insegnamento della crisi sta nel fatto che sembrano ampliarsi le ipotesi in cui la valorizzazione delle istanze degli *stakeholders* risponde a un interesse della società e dei suoi azionisti, con la conseguenza che aumentano gli spazi di operatività dell'organo di amministrazione nel bilanciare le suddette istanze.

Infatti, al di là della convergenza di interessi evidenziata in apertura del presente scritto – che potrebbe forse essere considerata solo una eventualità di carattere momentaneo – resiste, invece, la percezione della natura imprevedibile e sistemica dei rischi ESG; ne consegue che l'azione degli amministratori che sia volta a contenere i più significativi fra tali rischi appare non solo giustificabile, ma anche rispondente all'interesse della società e degli azionisti (oltre che, evidentemente, degli altri *stakeholders*).

Ciò posto, la discrezionalità di cui gode l'organo amministrativo nell'operare un tale bilanciamento dovrebbe, in ogni caso, trovare un limite nell'applicazione del *principio di proporzionalità* rispetto alle dimensioni dell'impresa e alla sua capacità di contribuire effettivamente alla riduzione della tipologia di rischio sistemico per cui gli amministratori intendono agire (²³).

²²Sui riflessi che un tale ampliamento della discrezionalità degli amministratori avrebbe con riferimento all'applicazione della *business judgment rule* cfr. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, cit., p. 1029 ss.; SACCO GINEVRI, *Crediti deteriorati e business judgment rule*, in questa *Rivista*, 2/2019 suppl. n. 2, p. 161 ss.

²³è la stessa Circolare n. 285/2013 della Banca d'Italia a suggerire una tale interpretazione nella parte in cui prevede che “*il processo di controllo prudenziale si conforma al principio di proporzionalità, in base al quale: i sistemi di governo societario, i processi di gestione dei rischi, i meccanismi di controllo interno, di determinazione del capitale e dei presidi a fronte del rischio di*

In questa prospettiva, la predisposizione di un assetto organizzativo che consenta agli amministratori e ai dirigenti dell'emittente di monitorare i principali rischi e di assumere le informazioni necessarie per adottare scelte di gestione consapevoli appare funzionale al raggiungimento di un duplice scopo.

In primo luogo, la diffusione dell'epidemia da Covid-19 mostra che il consiglio di amministrazione è chiamato a svolgere un ruolo fondamentale di monitoraggio dei molteplici nuovi rischi che possono concretizzarsi in un contesto emergenziale. Si fa riferimento, ad esempio, all'impatto prodotto dalla crisi sulla situazione finanziaria e sulle esigenze di liquidità della società, al dovere di conformarsi alle previsioni normative di carattere urgente emanate per far fronte alla crisi, all'esigenza di mantenere una relazione continuativa e trasparente con gli investitori, all'opportunità di adottare misure "anti-scalata" per proteggere la società da manovre speculative, alla necessità di tutelare la sicurezza e la salute dei lavoratori cui consegue l'ulteriore rischio di possibili violazioni dei sistemi informatici resi particolarmente sensibili e vulnerabili dalla diffusione delle modalità di svolgimento del lavoro a distanza, all'obbligo di monitorare i rapporti con fornitori e clienti al fine di individuare possibili alternative e/o rimedi contrattuali (ad es., clausole di forza maggiore) che potrebbero essere attivati dalla società ovvero dalla controparte, ecc.

In secondo luogo, un sistema efficiente di monitoraggio e gestione dei rischi consente sia di minimizzare gli impatti negativi derivanti da eventuali futuri episodi di crisi sia di ridurre il rischio che essi si verifichino nuovamente. A tal fine, è opportuno che tali presidi vengano costantemente aggiornati per renderli

liquidità ritenuti adeguati alla copertura dei rischi devono essere commisurati alle caratteristiche, alle dimensioni e alla complessità dell'attività svolta dalla banca" (cfr. Parte I, Titolo III, Capitolo I, Sezione I).

idonei ad intercettare il maggior numero possibile di nuovi rischi che potrebbero verificarsi (si pensi a quelli legati alla cybersicurezza); pertanto, l'organo amministrativo dovrebbe valutarne frequentemente l'adeguatezza, ove necessario anche più di una volta all'anno (come previsto, ad esempio, dal nuovo Codice di Corporate Governance delle società quotate italiane) ⁽²⁴⁾.

Resta fermo che, la possibilità di prevenire episodi di crisi di rilevanza "sistemica" è strettamente legata alla circostanza che siffatte politiche di gestione del rischio siano seguite da un elevato numero di emittenti, posto che, in tal caso, la pressione del mercato affinché vi si uniformi un numero sempre più elevato di società sarà più elevata ⁽²⁵⁾.

3. La previsione di obblighi normativi concernenti la diffusione di informazioni di carattere non finanziario gioca un ruolo centrale nel processo di riduzione dei rischi di natura "sistemica" connessi ai fattori ESG.

In primo luogo, si può osservare che tali obblighi di *disclosure* – introdotti in Europa con la direttiva n. 2014/95/UE del 22 ottobre 2014, recepita dal legislatore italiano con il d.lgs. n. 254 del 30 dicembre 2016 – trovano applicazione nei confronti di "*talune imprese e gruppi di grandi dimensioni*", e cioè di soggetti che possono effettivamente contribuire a una riduzione del rischio "di mercato"

²⁴Cfr. la raccomandazione n. 33 ove si legge, tra l'altro, che "*l'organo di amministrazione, con il supporto del comitato controllo e rischi: a) definisce le linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi in coerenza con le strategie della società e valuta, con cadenza almeno annuale, l'adeguatezza del medesimo sistema rispetto alle caratteristiche dell'impresa e al profilo di rischio assunto, nonché la sua efficacia*". Previsione pressoché analoga è contenuta nello Codice di Corporate Governance inglese (UK Corporate Governance Code) pubblicato dal Financial Reporting Council a luglio 2018, ove è affermato, tra l'altro, che "*the board should monitor the company's risk management and internal control systems and, at least annually, carry out a review of their effectiveness and report on that review in the annual report. The monitoring and review should cover all material controls, including financial, operational and compliance controls*" (cfr. *provision* n. 29).

²⁵Cfr. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, cit., p. 1029 ss.

connesso ai fattori ESG (²⁶).

A ciò si aggiunga che la crescente percezione da parte del mercato circa la rilevanza “sistemica” delle tematiche ambientali, sociali e di *governance* comporta che sempre più investitori istituzionali di grandi dimensioni stiano integrando i fattori ESG nelle loro politiche di investimento e di *engagement*. In molti casi tali investitori adottano meccanismi di *screening* funzionali ad individuare le imprese partecipate che non abbiano implementato in maniera soddisfacente i fattori ESG nella propria organizzazione aziendale, nell’ottica di disinvestire tali partecipazioni (²⁷).

²⁶Cfr. il *considerando* n. 13 della dir. 2014/95/UE. Quanto all’ambito di applicazione della disciplina italiana in materia di informazioni non finanziarie, i soggetti tenuti all’obbligo di pubblicare la “dichiarazione di carattere non finanziario” (DNF) sono gli “enti di interesse pubblico” – come definiti dall’art. 16 del d.lgs. n. 39/2010 – che superino i requisiti dimensionali previsti dall’art. 2, comma 1, del d.lgs. n. 254/2016. In particolare, sono tenuti alla pubblicazione della DNF gli enti di interesse pubblico che: (i) abbiano avuto in media durante l’esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a 500, e (ii) alla data di chiusura del bilancio, abbiano superato almeno uno dei seguenti limiti dimensionali: (a) un totale dello stato patrimoniale di almeno 20 milioni di euro; (b) un totale dei ricavi netti delle vendite o delle prestazioni di almeno 40 milioni di euro. Si rammenta che, ai sensi dell’art. 16 del d.lgs. 39/2010, rientrano nella definizione di “ente di interesse pubblico” le banche, le assicurazioni e le imprese di riassicurazione nonché le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o dell’Unione Europea. Pertanto, in virtù del combinato disposto delle diverse definizioni richiamate sono tenute all’obbligo di pubblicazione della DNF non solo le società italiane emittenti azioni quotate, ma anche quelle che emettono obbligazioni od altri titoli di debito ammessi alle negoziazioni sui mercati regolamentati europei.

²⁷Ad es., BlackRock ha reso noto al mercato che limiterà ovvero escluderà i propri investimenti partecipativi in società operanti, tra l’altro, nei settori della produzione di armi chimiche o nucleari, delle armi destinate alla distribuzione fra i civili e del tabacco; cfr. il documento *BlackRock’s Baseline Screens in Europe, Middle East and Africa*, disponibile su www.blackrock.com. Ancora, dai documenti pubblici disponibili risulta che i criteri di *screening* adottati da The Vanguard Group sono i seguenti: (*environmental*) *air emissions and air quality; biodiversity protection; community health, safety and security; energy conservation; fossil fuels; hazardous materials use; land contamination; natural resource preservation; occupational health and safety; renewable energy resources; waste energy resources; water use and conservation;* (*social*) *adequate housing; abortion providers; adult entertainment; alcohol; animal testing; casinos and gambling equipment; consumer privacy; employment of minorities and women; human rights standards; income inequality; manufacturers of birth control products; obesity; opioids; religious values; tobacco; union relationships; weapons; workforce exploitation;* (*governance*) *antitrust violations; auditor independence; board independence and elections; board diversity;*

L'alternativa al disinvestimento è rappresentata dall'avvio di campagne attiviste volte a sensibilizzare il *management* della società *target* sull'importanza delle tematiche sociali e ambientali, sia mediante colloqui privati, sia sfruttando la valenza "segnalatica" dell'assemblea (ad es., esercitando voto contrario sulle politiche di remunerazione considerate eccessivamente focalizzate sul raggiungimento di obiettivi di breve termine) ⁽²⁸⁾.

Ciò spinge le imprese a uniformare le loro condotte a quelle dei *player* più virtuosi e a fornire al mercato una informativa sempre più completa al fine di esercitare maggiore *appeal* nei confronti degli investitori istituzionali; esigenza, quest'ultima, particolarmente avvertita nel corso dell'emergenza da Covid-19 a causa della crisi di liquidità che coinvolge la maggior parte degli emittenti. Si crea così un clima positivo di competizione fra i diversi operatori del mercato che, ove sufficientemente generalizzato, dovrebbe portare alla riduzione dei rischi "sistemici" connessi ai fattori ESG.

In quest'ottica, è sempre più avvertita dal mercato e dai *policy maker* l'esigenza di standardizzare il contenuto delle informazioni non finanziarie al fine di consentire agli investitori di effettuare una comparazione obiettiva fra gli emittenti e, quindi, di orientare più efficacemente le proprie scelte di investi-

consumer fraud; disclosure of material risks; executive compensation; oversight of strategy; political contributions; reporting transparency; short-term focus; voting rights; cfr. il documento ESG, SRI, and impact investing: A primer for decision-making, agosto 2018, disponibile all'indirizzo www.vanguard.com. Criteri di screening simili sono stati adottati da altri investitori istituzionali di primario standing fra cui, State Street, Fidelity Investments, BNY Mellon, JPMorgan Asset Management, Capital Group, Pimco, PIGM, Amundi e Capital Group.

²⁸Cfr. il documento pubblicato a gennaio 2020 da BlackRock intitolato *Investment Stewardship's approach to executive compensation*, disponibile all'indirizzo www.blackrock.com. In tale documento si legge, ad esempio, che "we may determine to vote against the election of compensation committee members and/or Say on Pay proposals in certain instances, including but not limited to when: [...] We determine that a company has not persuasively demonstrated the connection between strategy, longterm shareholder value creation, and incentive plan design".

mento, riducendo, al contempo, i fenomeni c.d. di “greenwashing” (²⁹).

A tal proposito, la Commissione europea, in data 20 febbraio 2020, ha indetto una consultazione pubblica propedeutica alla modifica della citata direttiva n. 2014/95/UE al fine di recepire le indicazioni del mercato sulle carenze evidenziate dell’attuale disciplina in materia di informazione non finanziaria (³⁰).

A ciò si aggiunga che, nel marzo 2020, il Technical Expert Group on Sustainable Finance ha rilasciato un *report* contenente le raccomandazioni di natura tecnica previste nella proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del

²⁹Sul punto si v., tra l’altro, la proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 maggio 2018 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili (COM(2018) 353 *final*), ove si legge, tra l’altro, che “*occorre pertanto standardizzare a livello unionale i criteri per stabilire cosa costituisce un’attività sostenibile a fini di investimento , per poi definire un sistema uniforme di classificazione, sempre a livello unionale, attraverso un processo che coinvolga tutti i portatori di interessi. In questo modo gli operatori economici attireranno i capitali per investimenti sostenibili con più facilità da tutta l’Unione. Sarà un primo passo contro la pratica della “verniciatura verde” (“greenwashing”) che permetterà agli investitori di individuare più facilmente i criteri applicati nella classificazione di un prodotto finanziario “verde” o sostenibile. La proposta mira pertanto a porre rimedio ai punti deboli dell’attuale quadro legislativo definendo criteri standard per valutare cosa può essere considerato un investimento ecosostenibile*” (cfr. p. 5). Cfr. anche ESMA, *Report on Undue short-term pressure on corporations*, 18 dicembre 2018, p. 23 ss., disponibile all’indirizzo www.esma.europa.eu.

³⁰La pagina della consultazione e il relativo documento sono disponibili all’indirizzo www.ec.europa.eu. Nel documento di consultazione si legge, in particolare, che “*the feedback received [...] confirms that the non-financial information currently disclosed by companies does not adequately meet the needs of the intended users. The following problems have been identified: (1) There is inadequate publicly available information about how non-financial issues, and sustainability issues in particular, impact companies, and about how companies themselves impact society and the environment. In particular: a. Reported non-financial information is not sufficiently comparable or reliable. b. Companies do not report all non-financial information that users think is necessary, and many companies report information that users do not think is relevant. c. Some companies from which investors and other users want non-financial information do not report such information. d. It is hard for investors and other users to find non-financial information even when it is reported. (2) Companies incur unnecessary and avoidable costs related to reporting non-financial information. Companies face uncertainty and complexity when deciding what non-financial information to report, and how and where to report such information. In the case of some financial sector companies, this complexity may also arise from different disclosure requirements contained in different pieces of EU legislation. Companies are under pressure to respond to additional demands for non-financial information from sustainability rating agencies, data providers and civil society, irrespective of the information that they publish as a result of the NFRD*”.

Consiglio del 24 maggio 2018 volto ad instaurare un sistema unico di classificazione delle attività sostenibili (c.d. “*tassonomia della sostenibilità*”), che si applicherà, tra l’altro, alle società cui si applica la direttiva n. 2014/95/UE nonché ai “*partecipanti ai mercati finanziari*” ed ai “*consulenti finanziari*” destinatari del Regolamento n. 2019/2088/UE del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari ⁽³¹⁾.

Allo stesso modo, in data 6 marzo 2020, la Financial Conduct Authority (FCA) ha pubblicato un documento di consultazione in cui si propone di introdurre l’obbligo per le società quotate sul segmento *premium* del London Stock Exchange di comunicare al mercato se l’impresa recepisce o meno le raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures, anche in questo caso al fine di assicurare agli investitori un’informazione più affidabile e standardizzata ⁽³²⁾.

4. La crisi determinata dalla pandemia da Covid-19 stimola un riflessione di sintesi sul ruolo che i fattori ambientali, sociali e di governo societario potranno rivestire in futuro ai fini della corretta gestione dell’impresa societaria.

In particolare, l’attuale congiuntura di mercato ha evidenziato la natura “sistemica” dei rischi legati ai fattori ESG. Per questo motivo, l’attenzione degli investitori è sempre più focalizzata sulle modalità con cui le imprese integrano tali elementi nell’organizzazione aziendale e nei processi decisionali. Tale attenzione si estrinseca nell’adozione di politiche di investimento funzionali ad escludere le imprese che abbiano adottato soluzioni considerate insoddisfacenti, ov-

³¹Il documento è disponibile all’indirizzo www.ec.europa.eu.

³²Cfr. in particolare p. 14 del documento di consultazione in cui si legge che “*investors may find it difficult to compare asset values, potentially leading to capital misallocation*”; il documento di consultazione è disponibile all’indirizzo www.fca.org.uk.

vero nel perseguimento di politiche di *engagement* mirate a sensibilizzare il *management* sui predetti temi. In tale scenario, il consiglio di amministrazione è chiamato ad effettuare un bilanciamento tra gli interessi riconducibili ai diversi componenti della compagine sociale, da un lato, e gli interessi degli *stakeholders*, dall'altro lato.

Fermo restando che tale bilanciamento non potrà determinare una gestione dell'impresa orientata a salvaguardare gli interessi degli *stakeholders* a discapito della legittima aspettativa di profitto degli azionisti, la crisi induce a ritenere che i margini di compatibilità fra le due istanze siano in realtà più ampi di quanto non ci si attendesse prima dell'emergenza.

In primo luogo, il contesto emergenziale ha dato luogo a una convergenza di interessi apparentemente incompatibili (breve termine/lungo termine, azionisti/*stakeholders*).

In secondo luogo, la natura imprevedibile della pandemia e le conseguenze "sistemiche" derivanti dalla stessa inducono a guardare con favore alle decisioni degli organi di amministrazione funzionali a dotare l'impresa di sistemi di gestione dei rischi ESG efficienti. Ciò nella duplice prospettiva di tutelare l'impresa, gli azionisti e i suoi *stakeholders* nel corso della crisi, sia – soprattutto – di prevenire il concretizzarsi di tali rischi in futuro.

Resta inteso che la discrezionalità dell'organo di amministrazione nello svolgimento delle valutazioni circa l'assetto organizzativo ritenuto più adeguato troveranno un limite nel principio di proporzionalità rispetto all'attività esercitata dall'impresa e alla tipologia e dimensione dei rischi da essa generati.

In tale contesto assume rilevanza centrale il tema dell'informativa non finanziaria. Essa svolge una funzione "segnaletica" che dovrebbe spingere gli ope-

ratori ad uniformarsi alle pratiche più virtuose seguite dai loro *competitor* ed apprezzate dagli investitori. Inoltre, proprio tale ultima circostanza – dimostrata dall’osservazione dei sistemi di *screening* adottati dai più importanti investitori istituzionali – induce a ritenere che una migliore informativa non finanziaria si traduca in una maggiore capacità dell’impresa di attrarre capitali sul mercato.

Da ultimo, anche la significativa evoluzione normativa che sta coinvolgendo i temi della *non-financial disclosure* dovrebbe spingere gli emittenti a conformarsi quanto prima a tale nuovo quadro normativo, pena la possibile perdita di *appeal* sul mercato e il pericolo di incorrere in sanzioni.

Lorenzo Locci

**L'EVOLUZIONE DEL DIRITTO DEL CONSUMATORE ALLA
RIDUZIONE DEL COSTO TOTALE DEL CREDITO A SEGUITO DEL
RIMBORSO ANTICIPATO DEL FINANZIAMENTO ***

*(The evolution of the consumer's right to a reduction in the total
cost of the credit in case of early repayment)*

ABSTRACT: *This essay deals with the matter of consumer's right to a reduction in the total cost of the credit in case of early repayment. The analysis starts from the examination of the legal framework's changes and focuses on a recent ECJ judgment which brings new elements to the national regulation's interpretation process. Later is enlightened how the European ruling is on the one hand applied by national jurisprudence and ADR system and on the other hand enforced by supervisory authorities.*

SOMMARIO: 1. Il percorso evolutivo della normativa europea e nazionale di riferimento. – 2. Il diritto alla riduzione del costo totale del credito a seguito di rimborso anticipato del finanziamento nell'interpretazione dei formanti interni. – 3. Il recente intervento della Corte di giustizia dell'Unione Europea. – 4. Le possibili conseguenze operative dal punto di vista dell'interprete nazionale. Il difficile processo di trasfigurazione ermeneutica del rimedio. – 5. Le prime soluzioni interpretative interne. Le prospettive della prima giurisprudenza di merito, ... – 5.1. (segue) dell'autorità di vigilanza, ... - 5.2. (segue) del Collegio di coordinamento dell'ABF. - 6. I riflessi sul sistema. Il possibile attrito con gli interessi dei consumatori collettivamente considerati e con gli obiettivi della vigilanza. – 7. Considerazioni conclusive.

1. La facoltà di adempiere, totalmente o parzialmente, agli obblighi derivanti dal contratto di credito prima della scadenza convenzionalmente

*Contributo approvato dai revisori.

definita, unitamente al diritto ad una riduzione dei costi a carico del consumatore-finanziato, irrompe nel panorama normativo europeo a far data dall'emanazione della prima direttiva in materia di credito al consumo, direttiva 87/102/CEE del Consiglio del 22 dicembre 1986. Tale provvedimento normativo, infatti, in via di principio, nel quadro di obiettivi di armonizzazione minima, riconosceva all'art. 8 il diritto del consumatore all'esecuzione in via anticipata del contratto e contemporaneamente attribuiva allo stesso il diritto ad un'«equa riduzione del costo complessivo del credito» «in conformità alle disposizioni degli Stati membri».

L'ordinamento italiano accolse la particolare prescrizione con l'art. 21, comma 10, della legge 19 febbraio 1992, n. 142¹, articolo abrogato poi dal d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (t.u.b.), che regolò a sua volta infine la questione all'art. 125, comma 2². La norma interna, nel recepire la disposizione comunitaria, rinviava per la definizione delle modalità operative della richiamata equa riduzione ad una delibera del CICR, in concreto poi sostituita dal decreto del Ministro del Tesoro pubblicato l'8 luglio 1992³.

¹Art. 21, comma 10, l. n. 142/1992: «Il consumatore ha sempre la facoltà dell'adempimento anticipato ovvero della risoluzione di cui alla lettera d) del comma 9; se il consumatore esercita tale facoltà, ha altresì diritto ad un'equa riduzione del corrispettivo del credito, conformemente alle disposizioni che verranno stabilite nella delibera del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio di cui all'articolo 19, comma 2».

²Art. 125, comma 2, t.u.b. nella versione in vigore sino al 19 settembre 2010: «Le facoltà di adempiere in via anticipata o di recedere dal contratto senza penalità spettano unicamente al consumatore senza possibilità di patto contrario. Se il consumatore esercita la facoltà di adempimento anticipato, ha diritto a un'equa riduzione del costo complessivo del credito, secondo le modalità stabilite dal CICR». Sulla portata della norma menzionata v. almeno CARRIERO, *sub art. 125*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione, II, Padova, 2001², p. 958 ss. e MACARIO, *sub artt. 121-126*, in *Testo unico bancario. Commentario*, a cura di Porzio, Belli, Losappio, Rispoli Farina e Santoro, Milano, 2010, p. 1067 ss.

³Art. 3, comma 1, d.m. 8 luglio 1992: «1. Il consumatore ha sempre la facoltà dell'adempimento anticipato; tale facoltà si esercita mediante versamento al creditore del capitale residuo, degli interessi ed altri oneri maturati fino a quel momento e, se previsto dal contratto, di un compenso

Il quadro è mutato nuovamente con l'entrata in vigore della direttiva 2008/48/CE, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori, portante in larga parte disposizioni di armonizzazione massima⁴, recepita nell'ordinamento italiano (ex art. 33, della legge comunitaria 2008, del 7 luglio 2009, n. 88) con il d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141. Il menzionato decreto, nell'innovare la speciale materia *de qua*, all'art. 1 ha così introdotto il novello art. 125-*sexies* nel Capo II del Titolo VI del t.u.b.⁵ Occorre far presente poi che lo stesso articolato rimedio, attraverso un espresso richiamo, è stato adottato anche in sede di disciplina del credito immobiliare ai consumatori di cui alla direttiva 2014/17/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 febbraio 2014, recepita in Italia con il d.lgs. 21 aprile 2016, n. 72, che a sua volta ha introdotto il Capo I-*bis* nell'ambito del Titolo VI del t.u.b.⁶

La citata riforma del 2010 «relativa ai contratti di credito ai consumatori»

comunque non superiore all'uno per cento del capitale residuo. - 2. Qualora il contratto non dettagli l'importo del capitale residuo dopo ciascuna rata di rimborso, esso si determina quale somma del valore attuale di tutte le rate non ancora scadute alla data dell'adempimento anticipato, calcolata mediante la formula riportata in allegato 2 al presente decreto; il tasso d'interesse da utilizzare nel calcolo è quello vigente all'epoca dell'adempimento anticipato per la determinazione degli interessi a carico del consumatore».

⁴Cfr. art. 22 dir. 2008/48/CE. Sul punto inoltre v. DE CRISTOFARO, La nuova disciplina comunitaria del credito al consumo: la direttiva 2008/48/CE e l'armonizzazione "completa" delle disposizioni nazionali concernenti "taluni aspetti" dei "contratti di credito ai consumatori", in Riv. dir. civ., 2008, II, p. 257 s. e SIRENA, Le clausole abusive nei contratti di credito ai consumatori dopo la direttiva 2008/48/CE, in Persona e mercato, 2010, p. 39 ss.

⁵ Per un quadro generale delle modifiche portate dalla dir. 2008/48/CE alla disciplina del credito al consumo, denominato a séguito della riforma «credito ai consumatori», v. *ex multis* CARRIERO, Dal credito al consumo al credito ai consumatori, in Società, 2007, p. 457 ss.; DE CRISTOFARO, La nuova disciplina comunitaria del credito al consumo: la direttiva 2008/48/CE e l'armonizzazione "completa" delle disposizioni nazionali concernenti "taluni aspetti" dei "contratti di credito ai consumatori", cit., p. 255 ss.; FEBBRAJO, La nuova disciplina dei contratti di credito "al consumo" nella Dir. 2008/48/CE, in Giur. it., 2010, p. 223 ss.; ANTONUCCI, Credito al consumo e zone limitrofe. Una scheda di lettura del d.lgs. n. 141 del 2010, in Nuova giur. civ. comm., 2011, II, p. 297 ss. e PAGLIANTINI, La nuova disciplina dei cd. ius variandi nei contratti bancari: prime note critiche, in Contratti, 2011, p. 191 ss.

⁶ V. art. 120-*noviesdecies* t.u.b.

ha essenzialmente apportato due principali novità – recate a monte dalla direttiva - alla regolamentazione previgente: ha abbandonato l'indefinito concetto di «equa riduzione del costo complessivo del credito», operando un riferimento all'importo degli interessi e dei costi dovuti per la "vita residua" del contratto, e ha introdotto il riconoscimento di un diritto del finanziatore ad un indennizzo equo ed oggettivamente giustificato per gli eventuali costi direttamente collegati al rimborso anticipato del credito, definendone al contempo rigidamente i limiti quantitativi nonché i casi di esclusione e, per converso, di applicazione.

Appare subito chiaro che l'evoluzione della disciplina della facoltà posta a tutela del consumatore per consentirgli di modulare la durata e l'importo del suo indebitamento - integrante il contenuto di un vero e proprio *ius variandi*⁷- si è risolta in particolar modo nell'evoluzione delle coordinate ermeneutiche di contemperamento della preminente richiamata istanza con il recessivo interesse dell'intermediario a fare affidamento sulla programmazione del profitto dell'operazione economica negoziale⁸, unitariamente intesa⁹, fondata

⁷In questi termini MAUGERI e PAGLIANTINI, *Il credito ai consumatori. I rimedi nella ricostruzione degli organi giudicanti*, Milano, 2013, p. 118. Per un quadro generale sul tema della modificabilità unilaterale del contratto tra disciplina generale e discipline speciali v. PAGLIANTINI, *Modificazione unilaterale del contratto (dir. civ.)*, in *Enc. dir. Annali*, VI, Milano, 2013, p. 487 ss.

⁸Cfr. *ex multis* D'ANGELO, *Contratto e operazione economica*, Torino, 1992, p. 106 ss.; E. GABRIELLI, *L'operazione economica nella teoria del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2009, p. 905 ss.; ID., *Il contratto e le sue classificazioni*, in *Contratto e contratti. Scritti*, Torino, 2011, p. 7 ss.

⁹Si rileva come nell'attuale esperienza giuridico-economica, dominata dall'attività d'impresa, l'orizzonte dell'interprete non può essere limitato al contenuto del singolo contratto, che soltanto in parte riassume l'"operazione economica" nella quale si svolge l'attività di impresa; cosicché potranno individuarsi gli elementi che definiscono la "natura" o lo "scopo" del singolo contratto anche oltre il suo contenuto, indagando l'operazione negoziale complessiva nella quale il contratto si inserisce; v. C. SCOGNAMIGLIO, *Interpretazione del contratto e interessi dei contraenti*, Padova, 1992, p. 425 ss.; P. PERLINGIERI, *Equilibrio delle posizioni contrattuali ed autonomia privata. Sintesi di un convegno*, in ID., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato*, Napoli, 2003,

sulla vincolatività dei rapporti contrattuali¹⁰. Tanto è suggerito dalle variazioni riscontrabili nelle formulazioni apertamente compromissorie delle disposizioni succedutesi. Il baricentro del delicato bilanciamento tra i richiamati interessi è stato quindi individuato prima nell' "equità" della riduzione dei costi a beneficio del consumatore e poi successivamente nella possibilità della previsione contrattuale che porti il riconoscimento di una somma in favore del finanziatore, al fine di tenerlo indenne dai costi subiti in virtù dell'anticipato scioglimento del rapporto contrattuale e dalla conseguente riduzione dei corrispettivi pattuiti in suo favore¹¹.

p. 465; JANNARELLI, *La disciplina dell'atto e dell'attività: i contratti tra imprese e tra imprese e consumatori*, in *Tratt. dir. priv. eur.* Lipari, III, Padova, 2003², p. 3 ss.; BUONOCORE, *Contrattazione d'impresa e nuove categorie contrattuali*, Milano, 2000, p. 118 ss.; VETTORI, *Anomalie e tutele nei rapporti di distribuzione fra imprese. Diritto dei contratti e regole di concorrenza*, Milano, 1983, p. 54 ss.; ID., *Contratto e concorrenza*, in ID. (a cura di), *Concorrenza e mercato. Le tutele civili delle imprese e dei consumatori*, Padova, 2005, p. 29 s. e 37 ss.; COLOMBO, *Operazioni economiche e collegamento negoziale*, Padova, 1999; VALENTINO, *Obblighi di informazione, contenuto e forma negoziale*, Napoli, 1999, p. 65 ss.; DI RAIMO, *Contratto e gestione indiretta di servizi pubblici. Profili dell'«autonomia negoziale» della pubblica amministrazione*, Napoli, 2000, p. 196 s. e ID., *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, Napoli, 2003, p. 158. Spunti in argomento, anche, in ALCARO, *L'attività. Profili ricostruttivi e prospettive applicative (Saggi)*, Napoli, 1999, p. 84 ss.; PALAZZO, *Operazioni economiche e collegamento negoziali in una recente ricostruzione*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, p. 387 ss.; FERRANDO, *Credito al consumo, operazione economica unitaria e pluralità di contratti*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, p. 607 ss.; FEMIA, *Interessi e conflitti culturali nell'autonomia privata e nella responsabilità civile*, Napoli, 1996, p. 589 ss.; v., inoltre, E. GABRIELLI, *Mercato, contratto e operazione*, in *Dig. disc. priv. Sez. civ.*, Agg. *****, diretto da Sacco, 2011, p. 243 ss., il quale identifica l'operazione economica in «una sequenza unitaria e composita che comprende in sé il regolamento, tutti i comportamenti che con esso si collegano per il conseguimento dei risultati voluti, e la situazione oggettiva nella quale il complesso delle regole e degli altri comportamenti si collocano, poiché anche tale situazione concorre nel definire la rilevanza sostanziale dell'atto di autonomia privata».

¹⁰Sul rilievo v. anche CIATTI, *La corresponsione anticipata delle somme dovute dal consumatore al creditore*, in *La nuova disciplina europea del credito al consumo. La direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito dei consumatori e il diritto italiano*, a cura di De Cristofaro, Torino, 2009, p. 154.

¹¹Giova qui evidenziare che l'art. 16, par. 4, lett. b) della dir. 2008/48/CE consentiva agli Stati membri la possibilità di riconoscere al creditore la facoltà di pretendere eccezionalmente un indennizzo maggiore qualora questi sia in grado di dimostrare che la perdita subita a causa del

Il rimedio così costruito dal legislatore comunitario può scomporsi quindi essenzialmente lungo quattro direttrici: la prima identificabile con l'attribuzione al consumatore di una facoltà di scioglimento anticipato del vincolo contrattuale per il tramite del rimborso totale¹²; la seconda con l'introduzione di una facoltà di rimodulazione dei tempi dell'adempimento della prestazione dovuta attraverso la possibilità di adempimenti parziali rimessi nell'importo e nella frequenza alle volizioni e alle esigenze dello stesso soggetto finanziato¹³; la terza con l'attribuzione di un beneficio in favore del consumatore a séguito del rimborso totale o parziale consistente nella riduzione dei costi originariamente dovuti; la quarta, strettamente connessa alle precedenti, con la compensazione di tale beneficio attraverso la previsione di un indennizzo per la controparte.

In ordine alla facoltà di rimborso totale occorre evidenziare come la stessa, consentendo di sciogliere anticipatamente e potestativamente, *ad nutum* e senza giustificazione, il vincolo contrattuale a tempo determinato¹⁴

rimborso anticipato supera l'importo determinato ai sensi del paragrafo 2. L'Italia però, come visto, non si è avvalsa della descritta opzione.

¹²Qualificata come «unica ipotesi ad effetti tecnicamente estintivi» da BONGIOVANNI, *L'estinzione unilaterale del contratto di credito ai consumatori*, in *Eur. e dir. priv.*, 2014, p. 499.

¹³Per tale aspetto la norma è stata definita «spuria», facendo altresì notare come consentirebbe di «trasformare in divisibile un rapporto unitario», da MAUGERI e PAGLIANTINI, *Il credito ai consumatori*, cit., p. 118 e derogatoria ai «principi, che non prospettano, ove non previsto, uno scioglimento per frazioni di un rapporto originariamente unico» da PADOVINI, *I contratti di credito ai consumatori. Il recesso e l'estinzione del rapporto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, p. 702.

¹⁴Sul punto è apprezzabile una delle maggiori divergenze dalla disciplina comune dei contratti bancari portata dal codice. Infatti, in tale sede, la recedibilità è generalmente assicurata, con il solo requisito del preavviso, *ex art. 1845, comma 3, c.c.*, nei rapporti a tempo indeterminato mentre è richiesta, *ex art. 1845, comma 1, c.c.*, per quelli a tempo determinato, la restrittiva necessità di una giusta causa. Se quindi, sul versante della disciplina speciale di settore, può dirsi che il portato dell'art. 125-*quater* t.u.b. si ponga in linea con la regola generale altrettanto non può dirsi dell'art. 125-*sexies*. Per un'evoluzione del rapporto tra la disciplina comune relativa alla parte generale dei contratti e ai singoli tipi e quella in materia di contratti dei consumatori per tutti si rinvia a ROPPO, *Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, p. 679 ss.; VETTORI, *Il diritto dei contratti fra Costituzione, codice civile e codici di settore*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, I, p. 751 ss. e spec. p. 768; LUCCHINI

mediante un adempimento totale, seppur non esatto¹⁵, del restante dovuto, possa considerarsi essenzialmente il contenuto di una forma di diritto di recesso di fonte legale.

Peraltro, appare utile osservare, come si è da più parti sottolineato¹⁶, che la norma può agevolmente porsi in correlazione sistematica con le previsioni di cui all'art. 40 t.u.b. in materia di credito fondiario e all'art. 120-ter t.u.b. in materia di mutui immobiliari¹⁷.

Sulla facoltà di rimborso parziale, riconosciuto al consumatore ai fini di una sorta di «recesso [...] anche in relazione ad una frazione del rapporto»¹⁸, può sottolinearsi che la stessa rappresenta invece una novità, introdotta dalla riforma, non prevista nella prima versione della disciplina. In ogni caso, seppur

GUASTALLA, *Sul rapporto tra parte generale e parte speciale della disciplina del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2004, p. 821 ss.; GENTILI, *Contratti del consumatore e diritto comune dei contratti*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, p. 1479 ss. e spec. p. 1510; BATTELLI, *Codice del consumo, Codice civile e codici di settore: un rapporto non meramente di specialità*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, p. 425 ss.

¹⁵Cfr. DOLMETTA e SCIARRONE ALIBRANDI, La facoltà di «estinzione anticipata» nei contratti bancari, con segnato riguardo alla disposizione dell'art. 7 legge n. 40/2007, in *Riv. dir. civ.*, 2008, p. 524, i quali precisano che, nell'ambito dell'analoga ipotesi ex art. 7 della legge 20 aprile 2007, n. 40, può discorrersi di un «adempimento anticipato e ridotto» che rievoca la configurazione di un'obbligazione con facoltà alternativa posta alla luce della possibilità di estinguere il rapporto con adempimento integrale alla scadenza o con adempimento ridotto ante termine.

¹⁶Cfr. DOLMETTA e SCIARRONE ALIBRANDI, op. cit., p. 534 ss.; PADOVINI, I contratti di credito ai consumatori. Il recesso e l'estinzione del rapporto, cit., p. 702; QUARTA, Estinzione anticipata dei finanziamenti a tempo determinato e modulazioni del costo del credito (commissioni di intermediazione, oneri assicurativi e penalità), in *Riv. dir. bancario*, 2013, p. 2 s.; MAUGERI e PAGLIANTINI, Il credito ai consumatori, cit., p. 118 e BONGIOVANNI, L'estinzione unilaterale del contratto di credito ai consumatori, cit., p. 500.

¹⁷Per un'analisi dei problemi di coordinamento tra le norme richiamate in quanto potenzialmente regolanti fattispecie che possono presentare elementi di sovrapposizione v. DOLMETTA e SCIARRONE ALIBRANDI, *La facoltà di «estinzione anticipata» nei contratti bancari*, cit., p. 538 ss.; MUCCIARONE e SCIARRONE ALIBRANDI, *Il recesso del cliente dai contratti bancari dopo il d.lgs. n. 141/2010: questioni di coordinamento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, p. 37 ss. e QUARTA, *Estinzione anticipata dei finanziamenti a tempo determinato e modulazioni del costo del credito (commissioni di intermediazione, oneri assicurativi e penalità)*, cit., p. 2 ss.

¹⁸Così PADOVINI, op. ult. loc. cit.

configurando in sostanza la possibilità di un adempimento parziale senza che il creditore possa opporvisi, questo interviene prima della scadenza del termine sicché la norma che ne è portatrice non si pone quale deroga all'art. 1181 c.c. in quanto quest'ultimo si riferisce esclusivamente ad obbligazioni esigibili e quindi scadute¹⁹. In definitiva, appare più corretto ravvisare in essa un superamento delle regole generali, ovverosia tanto di quella di cui all'art. 1816 c.c., in forza della quale (in caso di mutuo oneroso) il termine convenuto si presume in favore di entrambe le parti, quanto di quella di cui all'art. 1184 c.c., che contiene una mera presunzione in favore del debitore, giacché nel caso qui analizzato il termine può dirsi posto inderogabilmente in favore del consumatore²⁰.

Sul beneficio della riduzione dell'entità delle prestazioni poste a carico del finanziato-consumatore dal contratto è opportuno soffermarsi meglio di séguito. Ciò che preme mettere subito in rilievo è che la compiuta definizione di tale ultimo aspetto appare fondamentale per individuare il corretto baricentro del conflitto dei contrapposti interessi, preminentemente economici, eteronormato nel quadro della disciplina di tutela della parte debole. Appare utile denotare, difatti, la significatività del passaggio, segnato dalla riforma del 2008, dall'«equa riduzione del costo complessivo del credito» alla maggiormente specificata «riduzione del costo totale del credito, pari

¹⁹In questo senso CARRIERO, La riforma del credito ai consumatori e le nuove policies di tutela del risparmiatore nel settore bancario, in *Eur. dir. priv.*, 2011, p. 519; CIATTI, op. cit., p. 153 s. e MAUGERI e PAGLIANTINI, op. ult. loc. cit.

²⁰In senso analogo v. MASUCCI, Commento all'art. 125, D.l.gs. 1° settembre 1993, n. 385, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1994, p. 858; CIATTI, op. cit., p. 156; CARRIERO, *Autonomia privata e disciplina del mercato: il credito al consumo*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Bessone, XXXI, Torino, 2007², p. 125 e BONGIOVANNI, op. cit., p. 501 s.

all'importo degli interessi e dei costi dovuti per la vita residua del contratto»²¹.

Sul diritto all'indennizzo, infine, è d'uopo rilevare che, di recente, anche la Corte di giustizia dell'Unione Europea lo ha identificato come frutto di una scelta volta alla definizione dell'equilibrio tra l'interesse del consumatore e del finanziatore²². Esso, infatti è dovuto, se previsto contrattualmente, solo qualora si presenti equo e oggettivamente giustificato²³ dai costi sostenuti in virtù del rimborso anticipato del credito e oggettivamente collegati a questo. Pertanto, il descritto diritto non può dirsi sorgente automaticamente dal rimborso anticipato quale *naturale negotii*²⁴ - avendo invece una funzione specificamente compensativa assolvibile solo in caso di una comprovata perdita del

²¹Ritiene invece la nuova formulazione dell'art. 125-*sexies*, comma 1, t.u.b. «sostanzialmente ricognitiva della disciplina previgente» con riferimento alla specificazione aggiunta in ordine al perimetro della riduzione del costo totale QUARTA, *Estinzione anticipata dei finanziamenti a tempo determinato e modulazioni del costo del credito (commissioni di intermediazione, oneri assicurativi e penalità)*, cit., p. 6 n. 21. Afferma che detta norma «di fatto interpreta autenticamente il significato di “equa riduzione del costo complessivo del credito”» e che quindi risulta utile per il giudice nei casi di applicabilità *ratione temporis* dell'art. 125, comma 2, t.u.b. previgente, Trib. Napoli, Sez. II civ., 22 novembre 2019, n. 10489, in *dirittobancario.it*, p. 3.

²² Si v. in particolare il punto 34 della sentenza della Corte Giust. UE, Sez. I, 11 settembre 2019, C-383/18, in *curia.europa.eu*; in *Foro it.*, 2019, IV, cc. 605 s. e in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, p. 639 ss. con nota di DOLMETTA, *Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito». Il caso della cessione del quinto*.

²³Sicché può dirsi come è stato efficacemente notato in MAUGERI e PAGLIANTINI, *op. cit.*, p. 119 che «la formula restituisce sì l'immagine di un'attribuzione patrimoniale quantificata in via pattizia e vagliata giudizialmente ma dove le modalità manifestative dell'autonomia privata paiono in realtà ingabbiate in una griglia le cui maglie risultano assai costrittive». Ai fini dell'integrazione dei presupposti normativamente richiesti si ritiene generalmente che l'indennizzo da un lato sia equo se adeguatamente commisurato all'importo totale del credito nonché alla vita residua del contratto elisa dal rimborso anticipato, dall'altro che sia oggettivamente giustificato se in presenza di una perdita come definita dall'art. 16 dir. 2008/48/CE («differenza tra il tasso di interesse inizialmente concordato e il tasso di interesse al quale il creditore può prestare la somma rimborsata anticipatamente la somma rimborsata anticipatamente sul mercato al momento del rimborso anticipato» alla quale possono aggiungersi le eventuali spese sostenute effettivamente dall'intermediario. Sul punto v. specificamente VENTURI, sub *art. 125-*sexies**, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione, III, Padova, 2018⁴, p. 2214 s.

²⁴In questi termini MAUGERI e PAGLIANTINI, *op. ult. loc. cit.*

finanziatore²⁵- e non può in alcun modo costituire così il prezzo del recesso²⁶.

2. Al descritto apparato rimediale è stata riconosciuta una certa polifunzionalità.

Indubbiamente pósta nel preminente interesse del finanziato, la tratteggiata disciplina consente anche di perseguire finalità proconcorrenziali, poiché, in tale prospettiva, risulta in grado di stimolare il miglioramento delle condizioni offerte dagli operatori economici grazie all'agevolazione riconosciuta al consumatore con riguardo allo scioglimento dei vincoli ritenuti "non più competitivi" che è in grado di consentire il reperimento - prima del tempo della scadenza - di altri prodotti più convenienti sul mercato²⁷.

In ogni caso, in ordine al diritto alla riduzione del costo totale del credito a séguito di rimborso anticipato non sono apparsi nel confronto tra i formanti interni particolari contrasti in ordine alla selezione delle singole voci di costo soggette a quest'ultima. Complice anche il riferimento alla debenza con riguardo alla durata residua del contratto dei costi e degli interessi compresi in detta riduzione contenuto nella versione italiana della direttiva, è sembrato pressoché pacifico considerare la stessa operante unicamente con riguardo agli

²⁵Cfr. VENTURI, op. ult. loc. cit.

²⁶Per tale via può agevolmente dedursi che, nonostante l'espunzione dell'inciso «senza penalità» con riferimento al diritto di rimborso anticipato precedentemente contenuto nella previgente formulazione dell'art. 125 t.u.b., resta comunque preclusa la possibilità dell'apposizione di un "costo" a carico del consumatore "recedente" che rimborsi integralmente in forza del disposto dell'art. 127, comma 1, t.u.b. (si pensi ad es. al caso della previsione di una multa penitenziale *ex* art. 1373, comma 3, c.c.).

²⁷La finalità è emersa esplicitamente nel considerando n. 66 alla direttiva 2014/17/UE, (cd. MCD), ove si legge in esordio che: «La capacità di un consumatore di rimborsare il debito prima della scadenza del contratto di credito può svolgere un ruolo importante nel promuovere la concorrenza sul mercato interno e la libera circolazione dei cittadini dell'Unione, nonché nel contribuire a prevedere la flessibilità nel corso della durata del contratto di credito necessaria a promuovere la stabilità finanziaria in linea con le raccomandazioni del Consiglio per la stabilità finanziaria».

interessi non ancora maturati e ai costi relativi a prestazioni erogate ed erogande da parte del finanziatore in ragione della durata del contratto proprio perché riferite a servizi da reiterarsi durante l'intera esecuzione del rapporto.

Secondo tale ricostruzione, quindi, il fondamento del diritto²⁸ alla riduzione può dirsi riconducibile essenzialmente al principio - distinto ma complementare rispetto a quello della causalità dei negozi - ai sensi del quale non risultano ammesse dall'ordinamento attribuzioni patrimoniali non giustificate da un titolo idoneo²⁹.

Tale piana e rigida giustificazione attribuita al descritto diritto alla riduzione del costo totale del credito ha consentito di ritenere coinvolti unicamente i costi rappresentanti corrispettivi per prestazioni del finanziatore programmate per ripetersi nel *continuum* dello svolgimento del rapporto e quindi non più eseguibili dal momento dello scioglimento dello stesso, circostanza che rende gli stessi, se già prestati, in parte "oggettivamente indebiti"³⁰ perché colpiti dalla sopravvenuta privazione del requisito della

²⁸Ritiene invece che «il richiamo alla figura del "diritto" operato dal legislatore sia improprio», perché eventualmente diritti di credito sorgerebbero solo in base alle regole ordinarie dell'indebito, OLIVIERO, *L'anticipato adempimento dell'obbligazione restitutoria nel credito ai consumatori*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, p. 387 s. spec. n. 54.

²⁹Del quale, come noto, sono espressione le regole proprie delle discipline del pagamento dell'indebito e dell'azione generale di ingiustificato arricchimento. Sul tema v. almeno C.M. BIANCA, *Diritto civile*, 5, *La responsabilità*, Milano, 2012², p. 799 ss. e 821 ss.

³⁰*Contra* DOLMETTA, *Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito». Il caso della cessione del quinto*, cit., p. 649, argomentando dall'art. 1185, comma 2, c.c. Tuttavia, stante la diversità tra le fattispecie, tale rilievo non pare possa considerarsi conferente. I costi pagati "anticipatamente" dal cliente rispetto all'esecuzione dei corrispondenti servizi da questi remunerati non possono considerarsi pagati anticipatamente anche rispetto al termine dell'adempimento definito per dette prestazioni cui è tenuto perché tale ultimo termine, unico parametro di riferimento per la valutazione dell'anticipo nel pagamento ai sensi dell'art. 1185, comma 2, c.c., è così determinato dal titolo e pertanto non pare ci si possa trovare entro l'ambito applicativo della norma richiamata.

corrispettività, o meglio del titolo³¹.

In tale ottica lo strumento risulta assicurare al consumatore che recede dal rapporto negoziale una tutela sostanziale e procedurale rafforzata e maggiormente agevolata e tempestiva rispetto all'ordinario rimedio di cui agli artt. 2033 ss. c.c.³².

³¹Sicché l'argomento può dirsi idealmente ricollegabile alla *condictio causa data causa non secuta* di romana memoria su cui v., per tutti, CORBINO, *Fondamento e presupposti della condictio causa data causa non secuta*, in *Civitas civitatis. Studi in onore di Francesco Guizzi*, a cura di Palma, I, Torino, 2013, p. 215 ss. e CORTESE, *Indebiti solutio e arricchimento ingiustificato. Modelli storici, tradizione romanistica e problemi attuali*, Padova, 2009, p. 148 ss. In ogni caso nel discorso giuridico attuale può discutersi sul rilievo causale della descritta sopravvenienza. Di là dal dibattito intorno alla polisemia del termine "causa" - recante con sé le correlate perplessità circa la perdurante attualità del riferimento a tale istituto anche in ordine al problema della giustificazione degli spostamenti patrimoniali, dell'obbligazione e della prestazione - nonché da quello sulla natura giuridica dell'adempimento - ai sensi del quale il rilievo della sopravvenuta mancanza della causa potrebbe ritenersi appropriato solo accogliendo l'abbandonata tesi della negoziabilità di quest'ultimo - potrebbe in ogni caso scorgersi qualche margine di pertinenza del riferimento. Infatti, avendo riguardo al complesso dell'operazione negoziale, tra atto e rapporto, il rilievo causale cionondimeno potrebbe riacquistare pertinenza. In tal senso, si potrebbe leggere la definitiva inattuazione delle prestazioni dell'intermediario remunerate da determinate prestazioni poste a carico del finanziato, portata dalla cessazione anticipata dell'efficacia del contratto, quale epifania di un sopravvenuto difetto causale e giustificare così la successiva non debenza di queste ultime. Tanto si potrebbe concludere, infatti, in ossequio a quelle teorie che riconoscono rilevanza al principio causale, oltre che nel momento genetico del contratto, anche nella fase dell'attuazione negoziale. Sul tema v. per tutti DI MAJO, voce *Causa del negozio giuridico*, in *Enc. giur.*, VI, Roma, 1990, par. 6, p. 8.

³²Evidenzia l'effetto semplificativo e maggiormente favorevole per il consumatore assicurato dalla norma speciale rispetto all'applicazione dell'ordinaria disciplina della ripetizione dell'indebitato TINA, *Il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del finanziamento ex art. 125-sexies, primo comma, t.u.b. Prime riflessioni a margine della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, p. 172 ove si legge che: «L'art. 125-sexies, primo comma, t.u.b. riconosce, infatti, espressamente al cliente il diritto di estinguere il finanziamento senza dover versare interamente l'importo dovuto quale debito capitale residuo, per poi recuperare (ex art. 2033 c.c.) le somme indebitamente trattenute dall'intermediario successivamente all'estinzione; ma procedendo direttamente a corrispondere all'intermediario la differenza tra il debito capitale residuo e la quota parte delle commissioni non maturate». Sul punto, di recente, v. inoltre ABF, Collegio di Coordinamento, 19 giugno 2018, n. 13306, in *arbitrobancariofinanziario.it*: «In altre parole è come se l'art. 125-sexies TUB anticipasse l'esigibilità del diritto del cliente ex art. 2033 c.c., che altrimenti maturerebbe soltanto successivamente (o al più contestualmente) alla estinzione del finanziamento per effetto del pagamento integrale del debito capitale residuo». Tra le altre riconduce comunque il rimedio speciale a quello generale della ripetizione dell'indebitato ABF, Collegio di Coordinamento, 11 novembre 2016, n. 10003, in *arbitrobancariofinanziario.it*, ove si legge che «anche in assenza

Sul piano delle concretezze, ai fini dell'applicazione del diritto alla riduzione riconosciuto e regolato dall'art. 125-*sexies* t.u.b., si è allora costantemente distinto, costruendo un rigido codice binario, tra costi cd. *up-front*, non riducibili e quindi non ripetibili perché remuneranti attività relative alla fase delle trattative e della formazione del contratto e quindi esaurite³³, e costi cd. *recurring*, soggetti a riduzione e conseguentemente ripetibili per quanto già indebitamente pagato perché remuneranti attività ciclicamente ricorrenti che forniscono al cliente un'utilità parametrata alla durata stessa del rapporto³⁴.

Tale approdo interpretativo, per quanto riguarda più specificamente l'ordinamento italiano di diritto interno, è stato consacrato, in particolare, da un

dell'art. 125-*sexies* TUB, il consumatore avrebbe comunque il diritto alla ripetizione delle somme indebitamente trattenute dall'intermediario, secondo la disciplina generale dell'art. 2033 c.c., di cui l'art. 125-*sexies*, primo comma, TUB è chiaramente espressione».

³³La ricostruzione appare evidentemente in linea con la regola dell'intangibilità delle prestazioni già eseguite in caso di scioglimento, come per l'ipotesi di rimborso totale, di contratti ad esecuzione periodica (e di durata) desumibile *ex artt.* 1360, 1373 e 1458 c.c. Per l'applicabilità del richiamato complesso di norme anche alle figure disciplinate dalla legislazione speciale bancaria v., per tutti, LONGOBUCCO, *Rapporti di durata e divisibilità del regolamento contrattuale*, Napoli, 2012, p. 183 ss.

³⁴Sul tema della distinzione tra oneri *up-front* e *recurring* v., in particolare, MALVAGNA, Nel focus del credito al consumo: gli oneri economici della «cessione del quinto», in Riv. dir. civ., 2015, p. 1532 ss.; RAJANI, I costi della cessione del quinto tra regole di trasparenza ed esigenze di mercato, in Contratti, 2018, p. 669 ss.; TINA, Contratti di finanziamento personale e polizze assicurative: l'estinzione anticipata del finanziamento (art. 125-*sexies* t.u.b.) mediante attivazione della copertura assicurativa, in Giurisprudenza commerciale, 2018, I, p. 789 ss. e LIACE, sub art. 125-*sexies*, in COSTI e VELLA, Commentario breve al Testo unico bancario, Padova, 2019, p. 828 s. Nega sostanzialmente la validità della distinzione DOLMETTA, Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito». Il caso della cessione del quinto, cit., p. 11, il quale considera i costi comunemente definiti come *up-front* comunque quali «costi strutturalmente legati alla (avvenuta) stipulazione di uno specifico e concreto contratto di credito» e «come tali destinati a riflettere la loro utilità rispetto a tutte le frazioni temporali in cui questo è, secondo il programma negoziale fissato dalle parti, destinato a durare». Dello stesso ordine di idee appare COMMISSIONE EUROPEA, Observations écrites dans l'affaire C-383/18, 21 settembre 2018, Document de procédure juridictionnelle, ricevute il 17 dicembre 2018, in curia.europa.eu, par. 26, che discorre onnicomprensivamente di costi «liés directement ou indirectement à la durée du contrat de crédit».

lato dall'attività della Banca d'Italia, nell'esercizio delle sue funzioni istituzionali, che l'ha fatto proprio nelle "Disposizioni di trasparenza"³⁵, nonché in alcune Comunicazioni rivolte ai soggetti vigilati³⁶ e in recenti Orientamenti di

³⁵Un riferimento alla descritta bipartizione funzionale dei costi del credito è infatti contenuto nelle Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia del 29 luglio 2009, e s.m.i. – «Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti», alla Sezione VII, par. 5.2.1 ove si prevede che «le modalità di calcolo della riduzione del costo totale del credito a cui il consumatore ha diritto in caso di estinzione anticipata includono l'indicazione degli oneri che maturano nel corso del rapporto e che devono quindi essere restituiti per la parte non maturata, dal finanziatore o da terzi, al consumatore, se questi li ha corrisposti anticipatamente al finanziatore».

³⁶Cfr. Comunicazione del Governatore della Banca d'Italia del 10 novembre 2009 «Cessione del quinto dello stipendio e operazioni assimilate: cautele e indirizzi per gli operatori», disponibile in *bancaditalia.it*, ove si è sottolineato che: «Relativamente all'estinzione anticipata, la Banca d'Italia ha stigmatizzato la prassi, seguita dagli intermediari, di indicare cumulativamente, nei contratti e nei fogli informativi, l'importo di generiche spese, non consentendo quindi una chiara individuazione degli oneri maturati e di quelli non maturati. Tale prassi comporta la difficoltà, e talvolta l'impossibilità, per il cliente di individuare quali oneri debbano essere rimborsati in caso di estinzione anticipata della cessione»; nonché la Comunicazione del Direttore generale della Banca d'Italia del 7 aprile 2011, disponibile in *bancaditalia.it*, ove si sollecitano gli operatori a: «e) definire correttamente – in linea con le nuove disposizioni sul credito ai consumatori – la ripartizione tra commissioni *up-front* e *recurring*, includendo nelle seconde le componenti economiche soggette a maturazione nel tempo; f) definire criteri rigorosi, legati a una stima ragionevole dei costi, per individuare eventuali somme da rimborsare ai clienti che abbiano in passato estinto anticipatamente le operazioni, valutando l'opportunità di utilizzare procedure informatiche per calcolare prontamente il *quantum* dovuto. [...]; g) assicurare il pieno rispetto delle regole contabili nella rilevazione delle commissioni e degli oneri connessi con le CQS. In particolare, è necessario sia applicato correttamente il principio di competenza economica nella rilevazione delle commissioni percepite in relazione all'operatività in CQS, distinguendo quelle che maturano in ragione del tempo (c.d. *recurring*), da rilevare *pro rata temporis*, dalle altre, da rilevare quando percepite». Nell'allegato a tale ultima comunicazione, si legge inoltre: «[...] Non pienamente soddisfacenti risultano le prassi adottate in materia di ripartizione delle commissioni tra quota *up-front* e *recurring*, sovente non supportate da una dettagliata analisi dei costi e caratterizzate da uno sbilanciamento nei confronti della prima. In proposito, vanno evidenziati due aspetti caratteristici della natura delle commissioni richieste nella CQS. In primo luogo, solo una parte delle commissioni pagate interamente dalla clientela in via anticipata si riferisce a prestazioni non rimborsabili (come le spese d'istruttoria o di stipula del contratto) (c.d. quota *up front*), mentre la restante parte (c.d. quota *recurring*) è volta a coprire i rischi trattenuti (rischi di credito e di liquidità connessi con le garanzie prestate, quali ad esempio quella del "non riscosso per riscosso") e gli oneri la cui maturazione è intrinsecamente connessa con il decorso del finanziamento (ad esempio, la gestione degli incassi e dei sinistri). In secondo luogo, la struttura delle commissioni è spesso resa ulteriormente complessa dalla distinzione poco chiara, nell'ambito degli oneri posti a carico del cliente, tra componenti di costo dovute all'intermediario e componenti di costo dovute

vigilanza³⁷, e dall'altro dal granitico consolidarsi della descritta impostazione nell'attività decisionale, indipendente e imparziale, dell'Arbitro Bancario Finanziario³⁸, lungo il corso della sua decennale esperienza, con particolare riguardo all'imponente contezioso originato dalla peculiare forma tecnica di credito al consumo non finalizzato rappresentata dai finanziamenti contro cessione del quinto dello stipendio o della pensione³⁹.

Il problema della riconduzione delle voci di costo alle due categorie richiamate, guidata da criteri latamente "causalisti", si scontra però con la questione della disponibilità unilaterale dell'intermediario della formulazione di queste in sede di redazione della proposta contrattuale e quindi, in definitiva, dell'ostensione della corretta "*expressio causae*" della singola obbligazione – sul presupposto di un'istanza veritativa assoluta che imporrebbe la ricerca dell'effettiva corrispondenza del dichiarato con la reale natura di

alla rete distributiva. Ciò rende incerta la quantificazione degli oneri rimborsabili pro quota in caso di estinzione anticipata».

³⁷Trattasi degli Orientamenti di vigilanza in materia di «Operazioni di finanziamento contro cessione del quinto dello stipendio o della pensione», pubblicati il 30 marzo 2018, adottati con delib. 145/2018, disponibili in *bancaditalia.it*. Al par. III.1, intitolato «Rappresentazione dei costi», viene nuovamente ribadita l'importanza della chiara distinzione nel regolamento contrattuale tra gli oneri *up-front* e *recurring* anche «in relazione al diritto del consumatore al rimborso anticipato». Per una ricostruzione generale del provvedimento v. MARCHESI, *Operazioni di finanziamento contro cessione del quinto dello stipendio o della pensione: i nuovi orientamenti dell'autorità di vigilanza*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, II, p. 333 ss.

³⁸Sui margini della necessaria indipendenza istituzionale attribuita all'ABF v. SICLARI, *Sull'indipendenza dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in *ABF e supervisione bancaria*, a cura di Capriglione e Pellegrini, Padova, 2011, p. 235 ss. e TABARRINI, *L'indipendenza delle ADR incardinate nelle Autorità di Vigilanza*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2018, p. 239 ss.

³⁹Si veda per tutte la nota decisione ABF, Collegio di Coordinamento, 22 settembre 2014, n. 6167, in *arbitrobancariofinanziario.it*, costantemente confermata dalla totalità delle decisioni successive tra le quali *ex multis* v. ABF, Collegio di Coordinamento, 11 novembre 2016, nn. 10003, 10017 e 10035 in *arbitrobancariofinanziario.it*; ABF, Collegio di Torino, 8 novembre 2017, n. 14161, in *Contratti*, 2018, p. 665 ss. con nota di RAJANI, *I costi della cessione del quinto tra regole di trasparenza ed esigenze di mercato*, nonché da ultimo ABF, Collegio di Coordinamento, 19 giugno 2018, n. 13308, in *arbitrobancariofinanziario.it* e ABF, Collegio di Bologna, 20 agosto 2019, n. 19624, *ivi*.

remunerazione al di là del regolamento negoziale predisposto - rimessa in ultimo alla correttezza dei suoi comportamenti negoziali specialmente sul fronte informativo⁴⁰.

Al fine di superare le difficoltà poste da testi oscuri e da formulazioni poco trasparenti nella strutturazione delle commissioni, frutto di comportamenti contrari alla clausola generale di buona fede e agli specifici doveri di trasparenza propri della normativa bancaria, gli esiti dell'attività decisionale dell'ABF presentano ormai una inequivoca convergenza verso l'identificazione del giusto rimedio per simili fattispecie nello strumento dell'*interpretatio contra stipulatorem* portato dall'art. 35, comma 2, c. cons⁴¹. Per il tramite dell'applicazione di detto rimedio le voci di costo non chiare e trasparenti nell'espressione della funzione devono interpretarsi quali oneri *recurring* in quanto esito ermeneutico più favorevole al consumatore⁴².

⁴⁰Rilevano il descritto problema MALVAGNA, Nel focus del credito al consumo: gli oneri economici della «cessione del quinto», cit., p. 1535 ss.; TINA, Il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del finanziamento ex art. 125-sexies, primo comma, t.u.b. Prime riflessioni a margine della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea, cit., p. 169 ss.

⁴¹Per approfondimenti sul rimedio interpretativo portato dalla norma v. A. GENTILI, *Senso e consenso. Storia, teoria e tecnica dell'interpretazione dei contratti*, II, *Tecnica*, Torino, 2015, p. 605 ss.; S. PAGLIANTINI, *L'interpretazione dei contratti asimmetrici nel canone di Gentili e della Corte di Giustizia (il dopo Radlinger aspettando - le clausole floor, sullo sfondo del nuovo art. 1190 Code civil)*, in *Contratti*, 2016, p. 1029 ss. ed E. BATTELLI, "Interpretatio contra proferentem" e trasparenza contrattuale, in *Contratto e impresa*, 2017, p. 194 ss.

⁴²La soluzione si è consolidata a far data dalla richiamata pronuncia ABF, Collegio di coordinamento, n. 6167/2014, cit., che ha consacrato l'orientamento allora prevalente secondo il quale il criterio di distinzione tra i costi va ricercato nella chiarezza o meno delle clausole che descrivono le ragioni dell'addebito. Anteriormente, in talune decisioni dei collegi territoriali, si era affacciata l'alternativa ricostruzione che riconosceva al cliente un risarcimento del danno ex art. 1440 c.c. commisurato alle maggiori somme indebitamente pagate dal consumatore vittima della commissione non trasparente, v. *ex multis* ABF, Collegio di Milano, 9 luglio 2010, n. 707, in *arbitrobancariofinanziario.it*. Per una critica a tale ultima abbandonata impostazione v. M. MAUGERI e S. PAGLIANTINI, *Il credito ai consumatori*, cit., p. 121 s., nt. 30. Nei casi di inapplicabilità del rimedio di natura interpretativa, invece, non è da escludersi la possibilità della sottoposizione della clausola portante una voce di costo del tutto oscura ad un giudizio di

Logica conseguenza, inoltre, è la necessità dell'individuazione del metodo di calcolo da utilizzare ai fini della ripetizione di quanto pagato anticipatamente quando questo non sia definito dal contratto o comunque da adottare quale parametro di legittimità, alla luce della strutturazione della norma, nei casi in cui invece lo sia. La soluzione, condivisa tanto dalle indicazioni della Banca d'Italia⁴³ quanto dall'attività dell'ABF⁴⁴, è stata rinvenuta nel criterio della competenza economica, o del *pro rata temporis*, ritenuto poi derogabile pattiziamente solo in senso più favorevole al consumatore.

3. È stato di recente demandato alla Corte di giustizia dell'Unione Europea il compito di definire il perimetro di operatività della riduzione del costo totale del credito spettante al consumatore che estingua anticipatamente il contratto di finanziamento⁴⁵. La norma di riferimento ai fini della corretta definizione del rimedio, come visto, è da individuarsi, primariamente, nell'art. 16, paragrafo 1, della dir. 2008/48/CE e secondariamente nelle normative nazionali di recepimento.

Il giudice nazionale *a quo*, in sintesi, si è chiesto se il diritto alla riduzione del costo totale del credito dovesse comprendere anche le voci di costo il cui importo non dipende dalla durata del contratto di credito.

Per una migliore analisi del portato della decisione appare opportuno ricostruire brevemente la vicenda sottesa alla questione.

vessatorietà *ex art.* 34, comma 2, c. cons. Su tale ultima eventualità v. ABF, Collegio di Roma, 20 luglio 2016, n. 6595, in *arbitrobancariofinanziario.it*.

⁴³Cfr. Comunicazione del Direttore generale della Banca d'Italia del 7 aprile 2011, cit.

⁴⁴La soluzione si può ritenere consolidata a far data dalla richiamata pronuncia dell'ABF, Collegio di coordinamento, n. 6167/2014, cit.

⁴⁵Corte Giust. UE, Sez. I, 11 settembre 2019, C-383/18, in *curia.europa.eu*; in *Foro it.*, 2019, IV, cc. 605 s. e in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, p. 639 ss. con nota di DOLMETTA, *Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito». Il caso della cessione del quinto*.

Tre consumatori hanno stipulato dei contratti di finanziamento, ricadenti nell'ambito di applicazione della disciplina del credito ai consumatori, con tre distinti enti creditizi. Nell'articolato dei contratti in questione si rinveniva una commissione per la concessione del credito, di importo non irrisorio, non dipendente in alcun modo dalla durata del contratto. Tutti i soggetti finanziati, dopo aver rimborsato anticipatamente e integralmente i rispettivi finanziamenti, hanno ceduto i diritti di credito loro spettanti in forza di dette estinzioni anticipate ad una società di servizi. La società cessionaria ha agito, instaurando tre distinte controversie poi riunite dal giudice nazionale, al fine di ottenere la ripetizione di una parte della descritta commissione in virtù del diritto in capo a ciascun consumatore alla riduzione del costo totale del credito derivante dal rimborso anticipato. Il giudice nazionale, alla luce di alcuni contrasti interpretativi emergenti da precedenti decisioni di diverse corti (in specie) polacche, ha ritenuto opportuno sospendere il procedimento principale per investire della questione la Corte di giustizia.

La Corte, nella massima espressione della sua funzione nomofilattica eurounitaria, è quindi intervenuta, ex art. 267 T.F.U.E., a distanza di quasi dieci anni dall'introduzione della speciale disciplina del rimedio in questione nella sua ultima e più particolareggiata formulazione, e ha statuito che, alla luce di una corretta interpretazione dell'art. 16 della dir. 2008/48/CE, la riduzione a cui ha diritto il consumatore in sede di rimborso anticipato del finanziamento non può che coinvolgere *tutti* gli oneri posti a suo carico rientranti nel costo totale del credito, senza distinzione alcuna tra gli stessi.

Le argomentazioni addotte a sostegno delle conclusioni raggiunte possono così brevemente riassumersi.

Il primo argomento si fonda sulla lettera della norma e sul raccordo di

questa con il sistema di definizioni articolato nella direttiva. La menzionata riduzione è riferita direttamente al costo totale del credito e quest'ultimo, definito dall'art. 3, lett. g), della medesima direttiva⁴⁶, racchiude «tutti i costi, compresi gli interessi, le commissioni, le imposte e tutte le altre spese che il consumatore deve pagare in relazione al contratto di credito e di cui il creditore è a conoscenza, escluse le spese notarili» nonché «i costi relativi a servizi accessori connessi con il contratto di credito, in particolare i premi assicurativi, se, in aggiunta, la conclusione di un contratto avente ad oggetto un servizio è obbligatoria per ottenere il credito oppure per ottenerlo alle condizioni contrattuali offerte». Se ne deduce pianamente, quindi, che non può trarsi alcuna limitazione delle voci di costo riducibili che porti all'esclusione di quelle non dipendenti dalla durata del contratto. Tratta questa prima conclusione in forza della combinazione di un argomento letterale ed uno sistematico la Corte, procedendo nell'analisi della lettera della normativa, si sofferma sul riferimento alla «restante durata del contratto» e vaglia il novero dei significati attribuibili a quest'ultimo⁴⁷. L'iter logico quindi approda all'alternativa, già rilevata dal giudice *a quo*, tra il riferimento ad una limitazione dei costi interessati dalla riduzione e un'indicazione circa il mero metodo di calcolo di quest'ultima, da applicarsi invece a tutti i costi, perché questo esprima una relazione

⁴⁶Trasfuso, per l'ordinamento nazionale, nell'art. 121, comma 1, lett. e), t.u.b.

⁴⁷L'Avvocato generale nelle sue conclusioni individua invero altre due interpretazioni possibili, non vagliate dalla Corte, ai sensi delle quali «i costi che possono essere detratti dal costo totale del credito sono solo quelli formalmente indicati nel contratto di credito come costi dipendenti dalla durata del contratto di credito medesimo. Per contro, poiché il servizio prestato, ossia la concessione del credito, viene eseguito integralmente non appena il denaro è messo a disposizione del consumatore, il margine di profitto dell'ente creditizio dovrebbe rimanere intatto» e «la riduzione cui avrebbe diritto il consumatore corrisponde ai pagamenti *una tantum* o ricorrenti non ancora scaduti al momento del rimborso anticipato», v. *Conclusioni dell'Avvocato generale Gerard Hogan*, presentate il 23 maggio 2019, Causa C-383/18, in *curia.europa.eu*, parr. 44 ss.

proporzionale con la durata residua del rapporto.

Successivamente i giudici procedono ad una rapida comparazione delle versioni linguistiche della direttiva necessitata da talune divergenze non irrilevanti. Alcune versioni, come quella neerlandese, polacca e rumena, richiamano una riduzione dei costi correlati alla restante durata del contratto, altre, come quella tedesca e inglese, suggeriscono che i costi correlati a tale durata vadano adoperati come indicazione per il calcolo della riduzione e altre, come quella italiana e francese, fanno espresso riferimento ai costi «dovuti» e «*dus*», mentre quella spagnola menziona più genericamente i costi «*correspondientes*» sempre alla restante durata.

Posto l'assoluto principio della parità delle versioni linguistiche degli atti normativi europei⁴⁸, i giudici aderiscono alla costante giurisprudenza della Corte ai sensi della quale, in caso di contrasti, stante la necessità di un'interpretazione uniforme, la disposizione piuttosto «dev'essere intesa in funzione del sistema e delle finalità della normativa di cui essa fa parte»⁴⁹.

Al fine quindi di superare le divergenze linguistiche rilevate, la Corte pone senza indugi l'accento sull'argomento teleologico. Si richiama in definitiva l'obiettivo dell'elevata protezione del consumatore⁵⁰, perseguito dalla

⁴⁸Regolamenti, direttive e decisioni si considerano “coredatti” in tutte le lingue ufficiali dell'Unione europea, nessuna prevale quindi sulle altre ed hanno tutte lo stesso valore giuridico. Sul tema v. MORETTI, *Nascita e vita dell'Unione Europea. Aspetti giuridici processuali e sostanziali. Profili di responsabilità per danni. Problemi legati alle diverse versioni linguistiche e ruolo dei giuristi linguisti*, in *Il Diritto d'autore*, 2017, 2, p. 213 ss. spec. p. 231 ss.; PUSILLO, *Divergenze linguistiche ed interpretazione uniforme delle norme europee*, CeRTeM, *Publifarum*, n. 27, 1° febbraio 2017 e TIZZANO, *Problemi “linguistici” nell'interpretazione e applicazione del diritto dell'Unione europea*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, 2017, p. 861 ss.

⁴⁹V. per tutte Corte giustizia UE, 29 aprile 2004, *Plato Plastik Robert Frank*, C-341/01, in *curia.europa.eu*.

⁵⁰Considera l'esaminata decisione della Corte in linea con la «recente tendenza della giurisprudenza europea a conformare le proprie decisioni al principio di *effettività*», (corsivo dell'Autore),

direttiva, in quanto soggetto versante in una posizione di inferiorità rispetto all'intermediario professionista con riguardo al potere di negoziazione e alla strutturale asimmetria informativa, quest'ultima acuita anche dalla maggiore complessità della materia in relazione alla tendenzialmente scarsa alfabetizzazione finanziaria del non professionista.

Nella selezione dei significati possibili l'argomento menzionato, allora, impone la necessità di far prevalere quello che consenta la massima effettività del diritto attribuito al consumatore: cede così la ricostruzione in precedenza prospettata che, limitando la riduzione ai soli costi dipendenti dalla durata del contratto, comprime in misura maggiore il diritto menzionato. Tanto appare *a fortiori* ragionevole alla Corte in quanto i costi sono determinati unilateralmente a monte dall'intermediario secondo criteri interni che, non potendo essere vagliati dall'interprete esterno, consentono l'inclusione occulta negli stessi di un margine di profitto oltre la mera remunerazione dei costi dell'attività prestata e programmata⁵¹.

Nel prosieguo, condividendo le preoccupazioni del giudice di rinvio, la

RABITTI, *ABF e LEXITOR: estinzione anticipata e riduzione del costo totale del credito alla luce del principio di equità integrativa*, in *dirittobancario.it*, gennaio 2020, p. 1.

⁵¹La preoccupazione appare condivisa dalla Commissione europea nelle sue osservazioni acquisite nel procedimento: «Par contre, il est difficile d'établir un tel lien dans le cas de frais supportés par le consommateur dans le cadre de l'octroi d'un crédit mais qui concernent un service particulier, qui a déjà été fourni dans son intégralité (par exemple, la redevance versée aux fins de l'examen de la demande de crédit). En limitant le remboursement de frais à ceux dus pour la durée résiduelle du contrat, le législateur a cherché à établir un équilibre entre la possibilité donnée au consommateur de payer dans une proportion appropriée pour le service de crédit reçu (jusqu'au remboursement du crédit) et la possibilité pour le professionnel d'obtenir une rémunération au titre d'un service qu'il a effectivement fourni», COMMISSIONE EUROPEA, *Observations écrites dans l'affaire C-383/18*, 21 cit., par. 30. Nel panorama degli interpreti interni discorreva già della possibile riconducibilità delle voci di costo qualificate dal regolamento contrattuale quali "up-front" a componenti «del corrispettivo per il differimento», e quindi concorrenti alla formazione del profitto, MALVAGNA, *Nel focus del credito al consumo: gli oneri economici della «cessione del quinto»*, cit., p. 1544.

Corte sottolinea, *ad excludendum*, che il selezionare l'esito interpretativo che vede ridotti i soli costi ricorrenti e direttamente collegati alla durata del rapporto porterebbe con sé il rischio dell'adozione da parte degli intermediari di una strategia commerciale che miri ad un aumento dei costi indipendenti dalla durata del contratto, in ipotesi non soggetti a riduzione, con un conseguente aggravio della posizione economica del consumatore e una sostanziale frustrazione dei fini perseguiti dall'apparato rimediale⁵².

In ultimo, avanzando considerazioni equitative, la Corte di giustizia conclude sostenendo che la riduzione dei costi non correlati alla durata del rapporto non ingenererebbe comunque conseguenze inique portanti un'eccessiva penalizzazione dell'imprenditore, giacché da un lato gli interessi di questo verrebbero contemplati e tutelati per il tramite del diritto all'indennizzo equo e giustificato (unitamente all'opzione, non recepita dal legislatore italiano, di maggiorazione dell'indennizzo in caso di perdita comprovata superiore), dall'altro lato il rimborso anticipato gli consentirebbe di reimpiegare anzitempo la somma recuperata in anticipo nella stipula di nuovi contratti di credito incassando così nuovi oneri.

La sentenza in ogni caso tace in ordine al legittimo metodo di calcolo (suppletivo) da adottare per la riduzione.

4. La Corte di giustizia, come *supra* anticipato, con la pronuncia richiamata sembra quindi sconfessare la descritta ricostruzione domestica fondata sulla distinzione su base funzionale per l'individuazione delle commissioni oggetto di riduzione e non sembra lasciare margini per operare

⁵²Riconosce alla soluzione adottata dalla Corte anche un effetto di implementazione della concorrenzialità del mercato DOLMETTA, *Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito»*. *Il caso della cessione del quinto*, cit., p. 648.

alcuna esclusione ai fini dell'individuazione dei costi interessati dalla stessa⁵³.

A prescindere dalle ricadute applicative sull'ordinamento nazionale e dai relativi problemi circa l'immediata applicabilità o la non conformità della norma di recepimento, l'esito segna innanzitutto, con tutta evidenza, la necessità di una trasfigurazione ermeneutica del rimedio nel discorso giuridico interno. Nel coinvolgere nella riduzione a cui ha diritto il consumatore che rimborsa anticipatamente il finanziamento tutte le voci di costo rientranti nel costo totale del credito e consentendo quindi di applicare la stessa anche a quelle remuneranti attività già esaurite e delle quali il cliente ha pienamente goduto, la sentenza non può che disattendere il diffuso riscontro domestico della giustificazione ultima del rimedio nel principio di retrocedibilità dei pagamenti ingiustificati, al quale il legislatore europeo, evidentemente, non faceva riferimento. In ciò si manifesta apertamente l'approccio "materializzante" adottato dall'ordinamento eurounitario⁵⁴. L'interpretazione offerta della norma chiarifica il raggiungimento diretto di un obiettivo di giustizia sostanziale, latamente distributiva⁵⁵, imperniato sulla tutela dell'interesse materiale sotteso,

⁵³Fatta eccezione, beninteso, per le spese notarili in quanto non concorrenti alla formazione del costo totale del credito.

⁵⁴Sulle declinazioni dell'approccio materializzante della giuridicità moderna, con particolare riferimento anche al diritto dei consumatori, v. da ultimo DI MAJO, *Giustizia e "materializzazione" nel diritto delle obbligazioni e dei contratti tra (regole di) fattispecie e (regole di) procedura*, in *Europa dir. priv.*, 2013, p. 797 ss. spec. p. 802 ss. e p. 821 ss.

⁵⁵Sui profili di giustizia distributiva che presenta la normativa eurounitaria di tutela del "contraente debole" nei rapporti contrattuali in generale v. per tutti CAMARDI, *Tecniche di controllo dell'autonomia contrattuale nella prospettiva del diritto europeo*, in *Europa dir. priv.*, 2008, spec. p. 850 ove si legge con chiarezza che «la disciplina autoritativa che contraddistingue tali tipologie contrattuali è testimonianza di [una] *ratio* legislativa funzionale non a meri obiettivi di protezione, bensì a più intensi obiettivi di giustizia distributiva, in ragione dei quali il contratto autoritativamente 'corretto' è in grado a sua volta di correggere il mercato».

ovvero quello squisitamente economico del consumatore⁵⁶. Il contraente cd. debole viene allora in questo caso tutelato attraverso l'attribuzione di un vero e proprio beneficio patrimoniale che sia di incentivo allo scioglimento o alla rimodulazione ante termine del rapporto debitorio, ciò al fine di consentirgli sia di ridurre l'indebitamento sia di reperire alternative più convenienti sul mercato. Pertanto, più che uno strumento di tutela rafforzata e anticipata della rigida necessarietà di giustificazione dei pagamenti, il rimedio portato dalla disciplina in esame, a seguito della lettura offerta dalla Corte di giustizia, sembrerebbe dover subire un rinnovamento nelle coordinate ermeneutiche che porti ad accostarlo piuttosto ad un dispositivo giuridico preminentemente orientato all'attribuzione di effetti economici favorevoli al consumatore operante attraverso una mera riduzione del prezzo contrattualmente stabilito per taluni servizi legati alla concessione del credito.

Occorre quindi affrontare le principali criticità derivanti dal quadro descritto.

In primo luogo, l'esito della sentenza parrebbe consentire il profilarsi di una distonia nella graduazione delle tutele offerte al finanziato dal sistema della disciplina del credito ai consumatori. Tanto appare poiché in caso di recesso

⁵⁶La descritta linea argomentativa, volta alla massima attuazione del cd. "contenuto mediato della legge", non può che ritenersi matura espressione del percorso evolutivo di quella "giurisprudenza degli interessi" che, identificata dal pensiero di von Jhering ed Heck, si è imposta nel panorama dell'applicazione del diritto nella contemporaneità. Sul tema v., preliminarmente, BELVISI, *Dalla giurisprudenza dei concetti alla giurisprudenza degli interessi*, in BALLARANI, ID., BONSIGNORI et AL., *Prospettive di filosofia del diritto del nostro tempo*, Torino, 2010, p. 89 ss.; nonché ALPA, *Il metodo nel diritto civile*, in *Contr. impr.*, 2000, p. 365 s. Occorrerebbe però saggiare, nella materia in esame, il margine di arbitrarietà nella selezione operata dalla Corte degli interessi da attuare in quanto, come si vedrà *infra*, l'esito potrebbe sì ritenersi attuativo di alcuni interessi immediati del singolo consumatore parte del rapporto, ma al contempo potrebbe rivelarsi controfunzionale rispetto all'attuazione di altri interessi mediati dell'intera categoria, che pure il complesso disciplinare europeo è volto a tutelare.

anticipato, cd. di pentimento⁵⁷, rimedio volto a tutelare interessi del consumatore logicamente antecedenti come quelli attinenti alla possibilità di una riflessione successiva alla nascita del contratto sulla reale utilità della costituzione del rapporto. Il cliente, nel caso in cui intenda avvalersi del richiamato diritto, qualora il contratto abbia avuto esecuzione, oltre a dover corrispondere gli interessi maturati sino al momento dello scioglimento del rapporto, è tenuto a rimborsare al finanziatore integralmente «le somme non ripetibili da questo corrisposte alla pubblica amministrazione», mentre, qualora intenda recedere per il tramite di un rimborso totale anticipato, non sarebbe obbligato a sopportare integralmente tale ultima voce di costo.

In secondo luogo, occorre verificare se l'esito ermeneutico imposto dalla Corte in ordine alla fonte sovraordinata possa dirsi ricompreso o meno nell'orizzonte semantico della disposizione interna di trasposizione a valle, al fine di profilare le conseguenze circa i margini della futura applicazione di quest'ultima.

Non può sciogliersi il nodo se non raffrontando la lettera della norma di cui all'art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE – almeno nella sua versione italiana – con

⁵⁷125-ter t.u.b. Sul tema v. per tutti A. TUCCI, sub art. 125-ter, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. Capriglione, III, 2018⁴, p. 2185 ss. Sulla trasversale categoria, di natura rimediale, del recesso di pentimento in generale v. almeno C. CONFORTINI, *A proposito del "ius poenitendi" del consumatore e della sua discussa natura*, in *Eur. dir. priv.*, 2017, p. 1343 ss.; DI MAJO, *Rimedi e dintorni*, ivi, 2015, spec. p. 708 ss.; NIVARRA, *Rimedi: un nuovo ordine del discorso civilistico?*, ivi, 2015, spec. p. 592 ss.; PAGLIANTINI, *L'ibridazione del nuovo recesso di pentimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, p. 275 ss.; BONGIOVANNI, *L'estinzione unilaterale del contratto di credito ai consumatori*, cit., p. 479 ss.; SIRENA e ADAR, *La prospettiva dei rimedi nel diritto privato europeo*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, spec. p. 363 ss.; RENDE, *Il recesso comunitario dopo l'ultima pronuncia della Corte di Giustizia*, ivi, 2009, p. 525 ss.; nonché A.M. BENEDETTI, *Recesso del consumatore*, in *Enc. dir. Annali*, IV, Milano, 2011, p. 956 ss. e PADOVINI, *Il recesso*, in *I contratti in generale*, a cura di E. Gabrielli, II, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno ed E. Gabrielli, 1, Torino, 2006, p. 1393 ss.

quella offerta dall'art. 125-*sexies*, comma 1, t.u.b. Se la prima prescrive unicamente che la riduzione del costo totale del credito debba "comprendere" gli interessi e i costi dovuti per la vita residua del contratto – quindi *almeno* tali costi – sicché non può effettivamente dedursi dalla stessa alcuna preclusione rispetto alla ricomprensione anche di altri costi, come quelli non dipendenti dalla durata del contratto, lo stesso non pare possa sostenersi con riguardo alla seconda.

La lettera della norma domestica ha una formulazione maggiormente limitativa in quanto offerente una più definita specificazione connotativa della richiamata riduzione e infatti, nello stabilire che quest'ultima sia «*pari all'importo*» delle medesime voci di costo richiamate dalla fonte europea, instaura una relazione di identità nella misura dei due elementi che la norma europea invece non pone. Il ricomprendere tutti i costi rientranti nella nozione di costo totale del credito nell'operatività della riduzione renderebbe l'importo di questa chiaramente non *pari* alla misura definita dalla disposizione interna e pertanto sembrerebbe doversi concludere che, in questo caso, l'esito ermeneutico cui perviene la Corte non rientra nell'orizzonte semantico offerto dal testo della norma interna in esame⁵⁸. In definitiva può dirsi che il legislatore nazionale sembra abbia operato un'indebita interpretazione restrittiva della norma europea che era chiamato a recepire.

Alla luce di quanto ricostruito, allora, agli interpreti nazionali risulterebbe

⁵⁸Sul punto contra DOLMETTA, Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito». Il caso della cessione del quinto, in Banca borsa tit. cred., 2019, II, p. 645 e 648 e TINA, Il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del finanziamento ex art. 125-*sexies*, primo comma, t.u.b. Prime riflessioni a margine della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea, cit., p. 165 s. i quali ritengono che le differenze letterali tra norma interna ed europea, pur riconoscendone l'effettiva sussistenza, siano da considerarsi comunque irrilevanti.

preclusa la possibilità di un'interpretazione eurounitariamente orientata dell'art. 125-*sexies* t.u.b.⁵⁹ e questa non potrà che ritenersi confliggente con l'art. 16, par. 1, dir. 48/2008/CE, come interpretato dalla Corte di giustizia dell'Unione Europea nella sentenza in discorso.

La pretesa del consumatore che volesse agire giudizialmente per ottenere la retroversione delle ulteriori somme a questo spettanti in forza della riduzione del costo totale del credito e non riconosciute gli in sede di rimborso anticipato a causa della pedissequa applicazione della norma interna, allora, non potrebbe essere soddisfatta dal giudice per il tramite della disapplicazione di quest'ultima in quanto la regola europea, rettamente interpretata, risulta contenuta in una fonte che, nonostante nel caso di specie contenga disposizioni incondizionate,

⁵⁹Appare di contrario avviso DOLMETTA, *Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito». Il caso della cessione del quinto*, cit., p. 645, nt. 1, il quale esclude la possibilità di interpretazioni divergenti della norma del t.u.b. dal principio espresso della Corte in quanto «il giudice nazionale è tenuto, nell'applicazione del diritto interno, ad adeguare la sua interpretazione al diritto comunitario». Lungi dal disconoscere il corretto principio richiamato occorre qui sottolineare che tale tecnica interpretativa risulta percorribile unicamente qualora il significato eurounitariamente conforme sia ricompreso nel novero dei significati possibili del testo della norma interna, in caso contrario l'attribuzione di detto significato a quest'ultima avrebbe effetti latamente abrogativi e/o integrativi di una norma primaria che sono di certo preclusi tanto (direttamente) all'interprete quanto (indirettamente) ad una fonte, quale la direttiva, che non consente la disapplicazione delle norme interne contrastanti. Sul punto appare opportuno richiamare la sentenza Corte Giust. CE, 16 giugno 2005, C-105/03, in *curia.europa.eu*, (cd. sentenza *Pupino*), ove la Corte precisa che l'obbligo di interpretazione conforme «cessa quando» il diritto interno «non può ricevere un'applicazione tale da sfociare in un risultato compatibile con quello perseguito da tale decisione quadro» dato che «il principio di interpretazione conforme non può servire da fondamento ad un'interpretazione *contra legem* del diritto nazionale». A monte, in ogni caso, è altresì chiarito che detto «principio richiede tuttavia che il giudice nazionale prenda in considerazione, se del caso, il diritto nazionale nel suo complesso per valutare in che misura quest'ultimo può ricevere un'applicazione tale da non sfociare in un risultato contrario a quello perseguito» dal diritto eurounitario (punto 47). Sicché, in definitiva, appare chiaro che il vaglio preliminare, di competenza del giudice nazionale, circa l'effettiva possibilità dell'interpretazione conforme del complesso normativo interno di riferimento sia un presupposto logicamente necessario per l'operatività di quest'ultima che non può in alcun modo essere trascurato. Per ulteriori riferimenti sullo specifico tema v. BARATTA, *Il "telos" dell'interpretazione conforme all'"acquis" dell'Unione*, in *Rivista di diritto internazionale*, 2015, spec. p. 42 ss.

sufficientemente chiare e precise nonché attributive di diritti per i singoli, gode di un'efficacia diretta soltanto verticale e non è direttamente applicabile in controversie insorte tra privati⁶⁰. Pertanto, secondo i descritti approdi, al consumatore leso non resterebbe che stimolare l'eventuale ricorso del giudice ad un nuovo rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia o alla proposizione di una questione di legittimità costituzionale.

In questa sede, quale immediata conseguenza dell'analisi prospettata, non può che sottolinearsi come sarebbe stato auspicabile un tempestivo intervento del legislatore nazionale volto ad emendare nel senso indicato dalla Corte l'attuale formulazione dell'art. 125-sexies, comma 1, t.u.b. per il tramite della legge europea 2019 in esecuzione dell'art. 30, comma 3, lett. b), della legge 24 dicembre 2012, n. 234.

Resta tuttavia la possibilità di uno spontaneo adeguamento al *dictum*

⁶⁰In questo senso anche Trib. Napoli, Sez. II civ., 22 novembre 2019, n. 10489, cit., p. 7, che si esaminerà infra. Contra TINA, Il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del finanziamento, cit., p. 166 per il quale non può porsi «un problema di applicazione diretta della direttiva in mancanza di una corretta attuazione da parte del legislatore italiano, posto che il legislatore nazionale (primario) ha, in realtà, attuato l'art. 16, par. 1, dir. 2008/48/CE con l'introduzione del vigente art. 125-sexies t.u.b.». A tale riguardo, però, non si intende negare un intervento formale con intento attuativo operato dal legislatore interno, ma si intende rilevare l'insanabile divergenza che la concreta portata precettiva della disposizione attuativa ha determinato rispetto a quella della disposizione sovraordinata. A seguito di tale constatazione l'intervento attuativo non può che ritenersi soltanto formale giacché lo stesso non è stato in grado di assicurare gli stessi effetti prescritti della norma europea e pertanto, non rinvenendosi norme interne che assicurino la produzione degli effetti imposti dalla norma europea, non può che essersi in presenza di una scorretta trasposizione che non ha consentito la piena attuazione e applicazione mediata di quest'ultima, circostanza quindi censurabile in sede di procedura d'infrazione e fonte di responsabilità per lo stato. Sul tema v., ex multis, GUFFANTI PESENTI, In tema di responsabilità dello Stato per trasposizione tardiva di direttive comunitarie, in Eur. dir. priv., 2012, p. 657 ss.; DI MAJO, I diritti dei medici specializzandi e lo stato inadempiente, in Corr. giur., 2011, p. 1428 ss.; GUIDI, Sulla questione dell'obbligo di interpretazione conforme di una direttiva rispetto al termine della sua entrata in vigore, in Studi sull'integrazione europea, 2008, p. 409 ss.; PECCHIOLI, La Corte di giustizia chiude il cerchio: una nuova pronuncia in materia di responsabilità dello Stato per mancata attuazione di una direttiva, in Rivista italiana di diritto pubblico comunitario, 1997, p. 112 ss.

della Corte, preventivo rispetto alla necessaria riforma dell'art. 125-*sexies* cit., in quanto, è bene rammentare, tale disposizione soffre di un'inderogabilità soltanto *in peius* per il consumatore (arg. ex art. 127, comma 1, t.u.b.) sicché non possono ravvisarsi ostacoli all'assicurazione del trattamento più favorevole richiesto dalla giurisprudenza europea attraverso un esercizio opportunamente indirizzato – preferibilmente in via regolatoria - dell'autonomia privata.

5. L'impatto dell'analizzata sentenza della Corte, dal punto di vista del diritto applicato, è compendiabile, allo stato attuale, attraverso l'analisi di tre epifenomeni - cronologicamente scanditi come di seguito elencati - espressi dalla giurisprudenza di merito, dall'esercizio delle funzioni di vigilanza della Banca d'Italia e dall'attività decisionale dell'Arbitro Bancario Finanziario.

La prime risposte sono pervenute dalla giurisprudenza di merito. In tale ambito risultano però attualmente reperibili tre sole decisioni pubblicate (o quanto meno assurte alle cronache) sicché appare alquanto prematuro trarre conclusioni sulla significatività degli orientamenti.

Il Tribunale di Avellino⁶¹, esprimendosi in grado di appello, ha ritenuto, per vero alquanto apoditticamente, pianamente percorribile la strada dell'interpretazione dell'art. 125-*sexies* t.u.b. in conformità ai principi espressi dalla Corte di giustizia e ha condannato di conseguenza alla ripetizione parziale dei costi *up-front* sostenuti dal cliente appellante.

Il Tribunale di Napoli, invece, in un primo momento⁶², è giunto a conclusioni diametralmente opposte. La pronuncia ha ritenuto per un verso la

⁶¹Trib. Avellino, Sez. II civ., 28 ottobre 2019, n. 1968, in *dirittobancario.it*.

⁶²Trib. Napoli, Sez. II civ., 22 novembre 2019, n. 10489, cit., con commento redazionale di MAGER, Riduzione dei costi in caso di estinzione anticipata del finanziamento: sulla rilevanza della decisione della CGUE nel diritto interno.

norma interna contrastante con l'art. 16 dir. 2008/48/CE per come interpretato dalla Corte di giustizia e per altro verso quest'ultimo non direttamente applicabile nei rapporti orizzontali tra privati, sicché ne ha inferito che non si dovesse tenerne conto ai fini della decisione della controversia e che tuttalpiù si sarebbe potuta configurare un'eventuale responsabilità dello Stato per erronea trasposizione della direttiva. Si è in definitiva quindi esclusa la retrocedibilità di alcuna quota delle commissioni *up-front* che aveva corrisposto il consumatore recedente.

Successivamente però lo stesso ufficio giudiziario⁶³ ha mutato convincimento appiattendosi di fatto sul percorso argomentativo seguito dal Tribunale avellinese⁶⁴.

5.1. Successivamente nel panorama ordinamentale, sul fronte dell'attività di vigilanza della Banca d'Italia in materia di trasparenza e correttezza nei rapporti tra intermediari e clienti⁶⁵, risulta rilevante la diramazione di una Comunicazione al sistema⁶⁶ contenente «linee orientative volte a favorire un

⁶³Nonché, appare d'uopo sottolineare, la stessa sezione e lo stesso giudice estensore.

⁶⁴Trib. Napoli, Sez. II civ., 7 febbraio 2020, n. 1340, in dirittobancario.it, con nota adesiva di CAMPAGNA, *Credito al consumo e rimborso anticipato alla luce della sentenza Lexitor*.

⁶⁵Si ricorda che tale comparto della vigilanza nel quadro della *Banking Union* risulta assegnato all'esclusiva competenza delle autorità nazionali sicché gli interventi in materia appare opportuno ricordare che hanno efficacia anche con riguardo agli enti creditizi *of most significant relevance*. Sul tema v. SIRENA, *L'Unione bancaria e il suo impatto sul rapporto tra intermediari e consumatori*, in *Economia e diritto del terziario*, 2016, p. 41 ss.; BRANCOLI BUSDRAGHI, *Il meccanismo unico di vigilanza bancaria: dalla teoria alla pratica*, in *Mercato concorrenza regole*, 2016, p. 461 ss.; nonché, per un quadro più generale, CAPRIGLIONE, *L'Unione Bancaria Europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Padova, 2013, spec. p. 59 ss. e ID., *A margine di un provvedimento della Banca d'Italia sull'"entrata in funzione" del "single supervisory mechanism"*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, p. 284 ss.

⁶⁶BANCA D'ITALIA (Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria, Servizio Tutela dei clienti e antiriciclaggio, Divisione Verifiche Trasparenza e correttezza), *Comunicazione al sistema, "Credito ai consumatori. Rimborso anticipato dei finanziamenti"*, prot. n. 1463869/19 del 4 dicembre 2019, in bancaditalia.it.

pronto allineamento al quadro delineatosi e a preservare la qualità delle relazioni con la clientela»⁶⁷ con specifico riguardo alla questione in esame. L'autorità di supervisione attraverso tale documento ha espresso in definitiva la sua posizione sul tema compendiabile nell'auspicio del raggiungimento dell'obiettivo della massima attuazione del disposto della sentenza. L'intento appare dichiaratamente giustificato, obliterando a monte il problema l'immediata applicabilità interna della regola così come risultante dall'interpretazione fornita in sede di rinvio pregiudiziale, dalla necessaria osservanza dell'art. 6 t.u.b. che impone a sua volta alle autorità creditizie interne, specialmente in virtù della loro appartenenza al SEVIF (nonché, per quanto inconferente ai presenti fini, al SSM) di esercitare «i poteri loro attribuiti in armonia [*rectius*: in conformità]⁶⁸ con le disposizioni dell'Unione europea, applican[nd]o i regolamenti e le decisioni dell'Unione europea»⁶⁹. L'autorità di vigilanza quindi avanza due ordini di raccomandazioni: con riguardo ai nuovi contratti, conclusi presumibilmente dopo la pubblicazione della sua

⁶⁷EAD., *op. ult. cit.*, p. 1.

⁶⁸La precisazione si deve a PREDIERI e AMOROSINO, sub *art. 6*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione, I, Padova, 2018⁴, p. 71.

⁶⁹L'enunciato dell'articolo, come già rimarcato da PREDIERI e AMOROSINO, *op. ult. loc. cit.*, contiene un riferimento soltanto parziale alle fonti comunitarie e viene qui in rilievo l'assenza del richiamo delle sentenze della Corte di giustizia. La lacuna è però agevolmente superabile rilevando che le stesse sono, per consolidato orientamento, parte integrante dell'*acquis communautaire* sicché concorrono a pieno titolo, seppur attraverso effetti indiretti di natura ermeneutica, alla formazione del complesso del diritto dell'Unione che gli Stati membri sono tenuti ad attuare, cfr. per tutti BARATTA, *Il "telos" dell'interpretazione conforme all'"acquis" dell'Unione*, cit., p. 28 ss.; L. GAROFALO, *Ordinamento dell'Unione europea e ordinamento italiano: "prove tecniche" d'integrazione*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2011, p. 245 ss. e AMALFITANO, *L'acquis comunitario: da esperienza giuridica a fattore di integrazione*, in *Il diritto dell'Unione Europea*, 2009, p. 789 ss. Nel panorama giurisprudenziale interno non possono che ricordarsi in materia le sentenze Corte cost., 23 aprile 1985, n. 113, in *Cons. St.*, 1985, II, p. 530 ss. e Corte cost., 11 luglio 1989, n. 389, in *Cons. St.*, 1989, II, p. 981 ss. che hanno definitivamente chiarito il "valore normativo" delle sentenze della Corte di giustizia nel quadro ordinamentale domestico attraverso l'articolato prisma delle fonti.

comunicazione, e con riguardo ai rapporti in essere.

Per i primi da un lato si delinea la necessità che in caso di rimborso anticipato siano inclusi tutti i costi a carico del consumatore a prescindere dalla qualificazione assegnata agli stessi dal contratto nella riduzione del costo totale da riconoscersi al cliente recedente e che siano compiutamente definiti i criteri di riduzione dei costi, dall'altro ci si raccomanda che entrambi gli aspetti siano adeguatamente contemplati dalle informazioni da fornire al cliente tanto in sede precontrattuale quanto nell'ambito dell'effettivo regolamento negoziale. A margine delle descritte precisazioni si rinviene inoltre un rinnovo della raccomandazione per il ricorso a «schemi tariffari che incorporano nel cd. tasso annuo nominale (TAN) la gran parte o tutti gli oneri connessi con il finanziamento», già avanzata in precedenza per il tramite degli orientamenti di vigilanza del 2018 in materia⁷⁰, in quanto questi assicurerebbero più agevolmente che la richiamata riduzione sia effettivamente comprensiva di tutti i costi inclusi nel costo totale del credito.

Con riguardo ai finanziamenti in essere l'autorità di vigilanza rimarca la necessità dell'inclusione di tutti i costi nella riduzione del costo totale *ex art. 125-sexies t.u.b.* ma, essendo tali contratti normalmente privi di indicazioni sul criterio di rimborso anche delle voci *up-front*, rimette al prudente apprezzamento dei singoli intermediari la determinazione del menzionato criterio prescrivendone unicamente la natura proporzionale. La comunicazione al sistema, in ogni caso, esclude le imposte dal novero dei costi da considerarsi ai fini del calcolo della riduzione⁷¹.

⁷⁰V. BANCA D'ITALIA, Orientamenti di vigilanza in materia di «Operazioni di finanziamento contro cessione del quinto dello stipendio o della pensione», cit., nn. 16 e 44.

⁷¹La sentenza della Corte apparentemente tace sul punto, ma al contempo, come sottolineato, pare non operare alcuna distinzione di sorta tra tutti i costi che concorrono alla formazione di cui al

È interessante infine notare che l'esaminata comunicazione se per un verso, al fine di rafforzare l'incisività della propria *moral suasion*, specifica chiaramente di aspettarsi che le dettate «linee [...] costituiscano un punto di riferimento per gli intermediari che offrono contratti di credito ai consumatori» chiosando che della conformità dell'*agere* «terrà conto nello svolgimento dell'azione di controllo», per altro verso nulla prescrive circa i rapporti esauriti e già estinti anticipatamente per i quali non sia decorso il termine prescrizione⁷². L'esclusione sembrerebbe giustificata dalle criticità che avrebbero potuto sorgere da una diversa valutazione di vigilanza che avrebbe imposto una pedissequa applicazione dei principi della Corte, assurda ora ad obiettivo dell'attuale azione di *public enforcement*, con riguardo ai passati comportamenti tenuti dagli intermediari ancorché in perfetta aderenza alle precedenti e difformi istruzioni, comunicazioni e linee guida emanate dalla medesima autorità di controllo.

5.2. Da ultimo si è espresso il Collegio di coordinamento dell'Arbitro Bancario Finanziario⁷³ con l'obiettivo di informare preventivamente l'attività

costo totale del credito identificato dall'art. 3, lett. g), dir. 2008/48/CE (ove, per vero, occorre sottolineare, sono espressamente contemplate e incluse le imposte). M. RABITTI, *ABF e LEXITOR: estinzione anticipata e riduzione del costo totale del credito alla luce del principio di equità integrativa*, cit., p. 6 sul punto rileva che «il principio in base al quale la Banca d'Italia, nella Comunicazione del 4 dicembre scorso, ha scelto di escludere dall'obbligo di rimborso cui è tenuto l'intermediario il costo sopportato dal consumatore per le imposte» sia da desumere dall'ipotizzato obiettivo del legislatore «di responsabilizzare il finanziatore in quanto “dominus” del prodotto offerto e unico soggetto in grado di garantire il meccanismo complessivo del finanziamento» che porta ad escludere «la conclusione che l'intermediario debba sopportare definitivamente il costo di una somma mai incassata, salvo che la stessa legge non lo disponga espressamente».

⁷²Il punto però, come si vedrà *infra* al par. 6.2, è stato specificamente affrontato dal Collegio di coordinamento dell'ABF.

⁷³ABF, Collegio di coordinamento, 17 dicembre 2019, n. 26525, in *arbitrobancariofinanziario.it*. Per i primi commenti redazionali alla pronuncia v. DASSISTI, *Conseguenze della sentenza Lexitor*

dei collegi territoriali in forza della sua funzione - *mutatis mutandis* - "nomofilattica"⁷⁴. L'Arbitro mediante il suo intervento enuncia rilevanti principi sia in punto di merito sia sul fronte procedurale.

Dal punto di vista sostanziale, in definitiva, l'organo approda alla soluzione dell'immediata efficacia del principio di diritto espresso dalla Corte anche alla luce del *legal framework* italiano⁷⁵. Tanto risulta in tesi possibile in quanto si è ritenuto che «[l']art. 125 sexies TUB [...] dal punto di vista letterale, appare a sua volta fedelmente riproduttivo dell'art. 16 par.1 della stessa Direttiva» poiché a monte non si è ravvisata la necessità di attribuire «alcun significativo rilievo distintivo alla differenza lessicale tra la riduzione del costo del credito che è "pari" a tutte le voci che compongono il costo totale del

in caso di estinzione anticipata del finanziamento, in *dirittobancario.it*, gennaio 2020; VERRI, *Collegio di Coordinamento ABF: il consumatore ha diritto al rimborso delle componenti del costo totale del credito, compresi i costi up front*, in *dirittodelrisparmio.it*, dicembre 2019.

⁷⁴Può infatti leggersi nella relazione annuale sull'attività per l'anno 2011, all'indomani luce dell'allora recente istituzione del Collegio di coordinamento (entrato in funzione il 1° gennaio 2012), che: «La decisione del Collegio di coordinamento – oltre a definire il singolo ricorso – stabilisce un principio di diritto che i Collegi territoriali sono tenuti a seguire per decidere i futuri ricorsi sulla stessa materia, salvo che ritengano di discostarsene, motivando espressamente le ragioni del disallineamento. La decisione del Collegio di coordinamento non produce alcun effetto sui ricorsi che siano già stati decisi in precedenza sulla stessa materia» (ABF, *Relazione annuale sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario*, 2011, in *arbitrobancariofinanziario.it*, p. 21). L'obbligo di motivazione rafforzata in caso di disattenzione di una precedente pronuncia del Collegio di coordinamento da parte di un Collegio territoriale è imposto dal provv. della Banca d'Italia del 18 giugno 2009, recante *Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari e successive modificazioni e successive modificazioni* (revisionato da ultimo il 2 novembre 2016), Sez. III, par. 5. In dottrina v. inoltre LIACE, *L'arbitro bancario finanziario*, Torino, 2018, p. 86 ss. Nel caso di specie, anticipando di fatto tutte le decisioni da dei collegi territoriali da rendersi posteriormente alla pubblicazione della sentenza della Corte, sembra trattarsi in particolare dell'esercizio di una nomofilachia predittiva e preformativa.

⁷⁵Nell'articolazione dei principi di diritto espressi nella decisione può infatti leggersi in apertura che: «A seguito della sentenza 11 settembre 2019 della Corte di Giustizia Europea, immediatamente applicabile anche ai ricorsi non ancora decisi, l'art. 125 sexies TUB deve essere interpretato nel senso che, in caso di estinzione anticipata del finanziamento, il consumatore ha diritto alla riduzione di tutte le componenti del costo totale del credito, compresi i costi up front» (ABF, Collegio di coordinamento, n. 26525/2019, cit., p. 12).

credito e la riduzione del costo totale del credito che “comprende” esattamente le medesime voci». Da qui, quali logiche conseguenze, si sono fatte discendere sia l’inconsistenza delle avverse opinioni circa la non diretta applicabilità del disposto della norma eurounitaria presa in considerazione sia la nullità (di protezione) per contrasto a norma imperativa delle clausole contrattuali che - quandanche redatte in conformità al complesso delle disposizioni secondarie in materia di trasparenza emanate dall’autorità di vigilanza - prevedano la non rimborsabilità dei costi qualificati convenzionalmente come *up-front*⁷⁶. Il meccanismo operativo del rimedio invalidante, si desume dal prosieguito, non può che integrare una nullità parziale “necessaria”⁷⁷ di protezione tale da condurre inoltre alla sostituzione automatica *ex art. 1419, comma 2, c.c.* della clausola con quanto disposto dalla norma imperativa⁷⁸ «che, già al momento di conclusione del contratto (per effetto della natura dichiarativa della sentenza *Lexitor*), imponeva la retrocessione anche dei costi *up front*»⁷⁹.

La successiva questione affrontata attiene alla determinazione del criterio di calcolo della riduzione dei costi *up-front*. Nel silenzio normativo e

⁷⁶L’imperatività dell’art. 125-*sexies* t.u.b. e la conseguente nullità delle clausole difformi erano già state affermate con riguardo ai casi di esclusione contrattuale della rimborsabilità delle voci di costo *recurring*. A riguardo v. per tutte ABF, Collegio di coordinamento, 10 maggio 2017, n. 5031, in *arbitrobancariofinanziario.it* e da ultimo, ABF, Collegio di Palermo, 29 aprile 2019, n. 11010, *ivi*.

⁷⁷La formula è dovuta a PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, Milano 1995, p. 223 ss.; ma v. anche, *inter alia*, RABITTI, sub *art. 1419*, in *Dei contratti in generale. artt. 1387-1424*, ***, a cura di Navarretta e A. Orestano, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2012, p. 602 ss. e MANTOVANI, *La nullità e il contratto nullo*, in *I rimedi*, 1, a cura di Gentili, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, IV, Milano, 2006, p. 126.

⁷⁸La soluzione può allora dirsi riconducibile al noto meccanismo rimediabile predisposto che, carico di un «valore correttivo dell’equilibrio contrattuale», evoca il pieno concorso dei principi della nullità e dell’integrazione del contratto, cfr. GENTILI, *Le invalidità*, in *I contratti in generale*, II, a cura di E. Gabrielli, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2006², p. 1561.

⁷⁹ABF, Collegio di coordinamento, n. 26525/2019, cit., p. 9.

degli approdi della Corte si è potuto (e dovuto) riconoscere un certo margine all'autonomia contrattuale sul punto. Si è inoltre rilevato che dalla pronuncia della Corte non emerge alcuna indicazione sull'eventuale unitarietà o meno del criterio di calcolo in relazione alle voci di costo di diversa natura, sicché si è opportunamente inferito che nulla potrebbe ostare alla previsione di criteri differenziati che meglio si attagliano alla specifica natura dei vari costi, purché, beninteso, venga in ogni caso rispettato il requisito della proporzionalità. Con particolare riferimento alle dirette conseguenze del descritto rimedio invalidante occorre occuparsi della lacuna del regolamento contrattuale in ordine al criterio di riducibilità dei costi *up-front* non colmata in via integrativa dalla norma imperativa. Da qui, esclusa la percorribilità dell'integrazione legale, il Collegio opta per la via dell'integrazione giudiziale secondo equità *ex art. 1374 c.c.*⁸⁰, chiarendo che «ogni valutazione al riguardo spetterà ai Collegi territoriali» in quanto il rimedio non può che operare con specifico riguardo al caso concreto di volta in volta portato alla cognizione dell'Arbitro⁸¹.

Esaurite le considerazioni di natura sostanziale, come anticipato, la decisione si sofferma su alcune questioni procedurali. Date le peculiarità della

⁸⁰Sul tema dell'integrazione del contratto in via equitativa v. almeno RODOTÀ, *Le fonti d'integrazione del contratto*, Milano, rist. integrata, 2004, p. 205 ss.; GAZZONI, *Equità e autonomia privata*, Milano, 1970, *passim*; nonché ALPA, *La completezza del contratto: il ruolo della buona fede e dell'equità*, in *Vita not.*, 2002, p. 611 ss.

⁸¹Nel caso di specie il Collegio di coordinamento ha ritenuto che «il criterio preferibile per quantificare la quota di costi *up front* ripetibile sia analogo a quello che le parti hanno previsto per il conteggio degli interessi corrispettivi, costituendo essi la principale voce del costo totale del credito espressamente disciplinata in via negoziale» e che pertanto detta riduzione «può nella specie effettuarsi secondo lo stesso metodo di riduzione progressiva (relativamente proporzionale appunto) che è stato utilizzato per gli interessi corrispettivi (c.d. curva degli interessi), come desumibile dal piano di ammortamento» (ABF, Collegio di coordinamento, n. 26525/2019, cit., p. 10).

regolamentazione del procedimento innanzi all'ABF⁸² il Collegio precisa che il nuovo approdo ermeneutico circa la ripetibilità dei costi *up-front* può operare unicamente nell'ambito dei nuovi ricorsi e dei ricorsi pendenti nel caso in cui, nel rispetto dei limiti della domanda, vi sia un reclamo conforme che ne contempra la richiesta. Con riguardo ai procedimenti già definiti l'Arbitro esclude la proposizione di un ricorso per il rimborso dei costi *up-front* sia nel caso di una precedente decisione che abbia statuito la retrocessione di costi *recurring* sia nel caso di pendenza di un precedente ricorso presentante quale *petitum* il rimborso dei soli costi *recurring* e non ancora giunto a definizione. Le descritte conclusioni sono state giustificate per un verso dalla particolare declinazione applicativa del principio del *ne bis in idem* nell'ambito all'operatività dell'Arbitro⁸³, per altro dal rispetto del principio d'infrazionabilità della domanda⁸⁴ che si farebbe più stringente in presenza dei criteri di rapidità ed economicità che informano i sistemi di ADR a beneficio dei consumatori.

⁸²Regolato dalla delib. del CICR, 29 luglio 2008, n. 275 recante Disciplina dei sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con la clientela ai sensi dell'articolo 128-bis del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 e dal provv. della Banca d'Italia del 18 giugno 2009, cit., (revisionato da ultimo il 2 novembre 2016); si segnala inoltre che entrambi i provvedimenti sono attualmente interessati da una proposta di modifica sottoposta da parte della Banca d'Italia a consultazione conclusasi il 26 febbraio 2019, v. Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari –Proposta di modifica della Delibera CICR n. 275 del 29 luglio 2008 e Revisione delle disposizioni della Banca d'Italia sul funzionamento dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF), Documento per la consultazione, dicembre 2018, in bancaditalia.it.

⁸³Sul quale specificamente ABF, Collegio di coordinamento, 23 novembre 2012, n. 3962, in arbitrobancariofinanziario.it.

⁸⁴Sui margini del controverso principio dell'infrazionabilità del credito, nonché della relativa domanda, v. di recente BARLETTA, *Note su interesse ad agire e "frazionamento dei crediti" nei rapporti di durata*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, p. 1163 ss.; BIVONA, *Frazionamento "abusivo" del credito e controllo giudiziale sull'interesse ad agire*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, p. 1163 ss.; FESTI, *Infrazionabilità e unicità del credito*, in *Corr. giur.*, 2018, p. 760 ss.; BARAFANI, *I fondamenti concettuali del dibattito sul frazionamento giudiziale del credito*, in *Giur. it.*, 2017, p. 1090. Nonché nella giurisprudenza di legittimità Cass. civ., Sez. un., 16 febbraio 2017, n. 4090, in *Foro it.*, 2017, I, cc. 2048 ss.

L'effetto preclusivo enucleato nelle ultime soluzioni procedurali però, come è stato rilevato⁸⁵, può dirsi valevole unicamente con riguardo alla riproponibilità della stessa questione, derivante dalla medesima fattispecie concreta, avanti all'ABF e non limitante con riferimento alla cognizione dell'autorità giudiziaria. Da qui appare lecito ipotizzare una scarsa rilevanza con riguardo all'auspicato effetto deflattivo del contenzioso.

6. Esaurito il saggio gli effetti della rinnovata tendenza ermeneutica del rimedio di cui all'art. 16 dir. 2008/48/CE sul singolo rapporto, appare utile ampliare il campo prospettico dell'indagine.

Dal singolo atto, le cui sorti pertengono al vaglio della giurisprudenza e dell'attività dell'ABF, occorre muovere l'attenzione sull'attività unitariamente considerata dell'impresa del credito, al vaglio invece dell'attività di vigilanza, per esaminare quindi le conseguenze che a séguito di una pedissequa applicazione della soluzione accolta dalla Corte, in assenza di un tempestivo e opportuno intervento di regolazione dei conflitti d'interessi operato a monte dal legislatore, potrebbero riverberarsi da un lato sugli interessi dei consumatori collettivamente intesi, dall'altro sull'attività d'impresa degli intermediari abilitati e sul sistema creditizio globalmente considerato.

Le maggiori criticità emergono preliminarmente dalla questione della riducibilità di voci di costo che, seppur rientranti nel costo totale del credito, non sono di pertinenza dell'impresa finanziatrice, né sono normalmente trattenute da quest'ultima, in quanto volte alla remunerazione di attività prestate da soggetti terzi. Il riferimento è al compenso dell'intermediario del

⁸⁵Cfr. DOLMETTA, *Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito»*. Il caso della cessione del quinto, cit., p. 647 e RABITTI, *ABF e LEXITOR: estinzione anticipata e riduzione del costo totale del credito alla luce del principio di equità integrativa*, cit., p. 4.

credito⁸⁶, mediatore creditizio o agente in attività finanziaria⁸⁷ o altro intermediario, e alle imposte. Se su queste ultime il problema è stato superato tanto dalla Banca d'Italia nella citata comunicazione al sistema quanto dal Collegio di coordinamento dell'ABF, escludendone, come visto, la retrocedibilità, sul compenso dell'intermediario del credito possono tuttavia scorgersi alcuni nodi problematici. Prendendo le mosse dal costo sostenuto dal consumatore per il compenso riconosciuto al mediatore creditizio (ma lo stesso in definitiva potrebbe dirsi con i dovuti adattamenti anche per l'agente in attività finanziaria) non può che sottolinearsi come questo sia liberamente pattuito tra il cliente e detto intermediario⁸⁸ al fine della remunerazione di un'attività che si inserisce nella complessa procedimentalizzazione dell'operazione economica estensivamente intesa in una posizione di necessaria indipendenza⁸⁹. In ordine a tale specifica voce di costo, con tutta evidenza, non

⁸⁶Definito a valle dall'art. 121, comma 1, lett. h), t.u.b. e a monte dall'art. 3, lett. f), dir. 2008/48/CE.

⁸⁷Figure professionali, come noto, oggi disciplinata primariamente dall'art. 128-sexies t.u.b. e dalle disposizioni attuative di cui agli artt. 12 ss. d.lgs. n. 141/2010. Sul tema v. *ex multis* BARTOLOMUCCI, *La funzione e il ruolo degli intermediari nella disciplina del credito per l'acquisto di immobili residenziali tra assetto normativo e prospettive di recepimento*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2016, p. 173 ss.; MARCHESI, *Un punto fermo nella tormentata disciplina della mediazione creditizia*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2017, p. 699 ss.; BELLI e CORVESE, *Le nuove regole per agenti in attività finanziaria e mediatori creditizi introdotte dal d.lgs. n. 141/2010: primi appunti*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2011, p. 11 ss.; PAOLINI, *Mediatori creditizi e agenti in attività finanziaria - Problemi di disciplina transitoria*, in *Studi e materiali*, 2012, p. 973 s.; CIANI, *Agenti in attività finanziaria, mediatori creditizi, ed altri intermediari del credito: la riforma delle reti distributive del credito (D. lgs. n. 141/2010)*, Santarcangelo di Romagna, 2014, *passim*; nonché, per un quadro della disciplina previgente, MORERA, *Sulla figura del "mediatore creditizio"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, p. 340 ss.

⁸⁸Come riconosciuto dall'art. 125-novies, comma 2, t.u.b.

⁸⁹Per il dibattito circa la latitudine della rilevanza e del requisito d'indipendenza del mediatore v. *ex multis*, E. GIACOBBE, *Il contratto di mediazione*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Bessone, XIV, Torino, 2015, p. 326 ss.; PERFETTI, *sub art. 1754*, in *Dei singoli contratti. Artt. 1655-1802*, a cura di Valentino, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 631 ss.; MINASI, voce *Mediazione (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XXVI, Milano, 1976, spec. p.

possono scorgersi i fondamenti delle principali preoccupazioni espresse dalla Corte e da parte della dottrina e apparentemente giustificative del rimedio riconosciuto a favore del consumatore. Con riguardo a tale voce di costo, come è dato ravvisare nella prassi di un mercato fortemente concorrenziale, il consumatore risulta godere di maggiori ed effettivi margini di negoziazione (trattandosi di una condizione meramente economica), e, a riprova dell'assenza del concorso del finanziatore alla determinazione della, la stessa è solo comunicata, *ex artt. 125-novies*, comma 3, t.u.b. a quest'ultimo, al fine della determinazione del TAEG⁹⁰. Anche la pattuizione di tale compenso, poi, è sottoposta ad un particolare regime di trasparenza in quanto sono richiesti il supporto cartaceo (o altro supporto durevole) e l'antioriorità rispetto alla conclusione del contratto di credito. In tal modo occorre sottolineare che con specifico riguardo a tale costo non pare possano scorgersi margini di inclusione occulta di una parte di profitto per il finanziatore, né l'attribuzione di quota di costi complessivi forfettaria e puramente convenzionale al singolo contratto stante la singola e trasparente pattuizione⁹¹. Tale paventata possibilità, inoltre, appare esclusa per l'intermediario del credito stesso per il quale il profitto si confonde integralmente con la remunerazione della propria attività, sicché non si vede come possa giustificarsi una sua ultima responsabilità in via di regresso

34 ss.; CARRARO, *La mediazione*, Padova, 1960, p. 37 ss.; AZZOLINA, *La mediazione*, in *Tratt. Vassalli*, VIII, 2, 2, 1957², p. 51 ss.

⁹⁰Inoltre, con riferimento al compenso pattuito con i mediatori, può ricordarsi che nell'ambito della rilevazione dei TEGM effettuata dalla Banca d'Italia a tale voce è riconosciuto un particolare grado di autonomia dal resto dell'operatività legata alla concessione del credito anche dalle *Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della legge sull'usura*, luglio 2016, sez. I, par. c 6, emanate dall'autorità di vigilanza.

⁹¹V., in questo senso, TINA, *Il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del finanziamento ex art. 125-sexies*, primo comma, t.u.b. Prime riflessioni a margine della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea, cit., p. 170 s., nt. 44.

quando tale soggetto non sarebbe neanche contemplato nel descritto sistema di bilanciamento degli interessi che vede soltanto a favore del finanziatore, e non dell'intermediario, l'indennizzo e la forma di riconoscimento del maggior danno. Per taluni, allora, potrebbe risultare sufficiente, ai fini di evitare la retrocessione di tale particolare categoria di costi, la prova della diretta imputazione del compenso al singolo finanziamento⁹² e dell'effettiva corresponsione al mediatore, o dell'effettiva rimessione a vantaggio dell'agente⁹³.

In ogni caso, appare utile notare che, trattandosi del prezzo di un servizio, lo stesso risulta normalmente sindacabile da parte del giudice ai fini della sua vessatorietà *ex art. 34, comma 2, c.cons.*, solo quando effettivamente non trasparente⁹⁴.

Se tale prezzo, in definitiva, dovesse essere passibile di una riduzione *ex lege* derivante dalla determinazione unilaterale e meramente potestativa, sicché non prevedibile, della durata del rapporto contrattuale da parte del cliente, allora, la valutazione di tale rischio dovrebbe poter legittimamente concorrere alla formazione del prezzo dello stesso, comportandone necessariamente un aumento⁹⁵.

Tale nuovo ed elevato rischio, che andrebbe ad aggiungersi ai normali

⁹²Cfr. TINA, *op. ult. loc. cit.*

⁹³Cfr. DOLMETTA, *Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito»*. Il caso della cessione del quinto, *cit.*, p. 649, nt. 17; RABITTI, ABF e LEXITOR: *estinzione anticipata e riduzione del costo totale del credito alla luce del principio di equità integrativa*, *cit.*, p. 6.

⁹⁴Sul tema v. di recente DELLACASA, *Il sindacato sui termini dello scambio nei contratti di consumo: nuovi scenari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, p. 324 ss.; E. MINERVINI, *Il diritto del consumatore all'equità contrattuale*, in *Riv. dir. priv.*, 2017, p. 7 ss.

⁹⁵*Contra* DOLMETTA, *Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito»*. *Il caso della cessione del quinto*, *cit.*, p. 650, che invece non rileva particolari criticità derivanti dalla richiamata circostanza in quanto ritiene che «Non è ignota alla prassi degli intermediari finanziari, infatti, l'idea di assorbire il minore guadagno aumentando il costo in quanto tale del servizio: portando dunque a carico fisiologico e costante dell'operatività quanto per sé ne rappresenta un episodio (di frequenza pratica non marginale, ma comunque) meramente eventuale».

rischi d'impresa assunti dagli intermediari del credito, quand'anche possa essere trattato da una rinegoziazione degli accordi commerciali intercorrenti con le imprese di credito - come pure ricordato dalla Banca d'Italia nell'esaminata comunicazione al sistema⁹⁶ - tale necessaria rinegoziazione, però, rischia di non superare le debite valutazioni di opportunità commerciale qualora si denoti un eccessivo abbassamento del livello di redditività dell'attività.

L'applicazione della richiamata soluzione rimediale potrebbe portare quindi con sé, con tutta probabilità, una sensibile riduzione della rete distributiva che si tradurrebbe in una lesione dell'interesse del consumatore ad un adeguato livello capillarità dell'offerta che assicura il beneficio una maggiore prossimità della stessa e di una maggiore concorrenzialità ed efficienza del mercato⁹⁷.

La questione ha inoltre suscitato particolari perplessità anche in capo allo stesso Organismo competente per la gestione degli elenchi degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi che ha espresso omologhi dubbi a riguardo⁹⁸.

⁹⁶Cfr. BANCA D'ITALIA (Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria, Servizio Tutela dei clienti e antiriciclaggio, Divisione Verifiche Trasparenza e correttezza), Comunicazione al sistema, "Credito ai consumatori. Rimborso anticipato dei finanziamenti, cit., p. 1: «Resta ferma la facoltà per gli intermediari di ridefinire conseguentemente gli accordi con le reti distributive».

⁹⁷Il rilievo è avanzato da RABITTI, ABF e LEXITOR: estinzione anticipata e riduzione del costo totale del credito alla luce del principio di equità integrativa, cit., p. 2.

⁹⁸Cfr. OAM, Nota OAM su sentenza Lexitor, 27 gennaio 2020, in *organismo-am.it*, ove si legge che: «L'applicazione della sentenza ingenererà nuove dinamiche nei rapporti tra intermediari finanziari, intermediari del credito e consumatori, soprattutto nelle modalità di remunerazione dei compensi e di rimborso degli oneri, fino ad oggi disciplinate in Italia con criteri chiari e trasparenti. L'Organismo reputa, inoltre, ipotizzabile una recrudescenza dell'attività abusiva dell'intermediazione del credito e assai probabile l'occultamento dei canali di remunerazione al fine di sottrarre i compensi all'obbligo restitutorio. Quanto sopra, probabilmente, porterà – come già anticipato – ad un riassetto del mercato con possibile contrazione del numero di operatori coinvolti, ad un incremento dei compensi provvigionali e, soprattutto, maggiori

Ulteriori criticità per il mantenimento dei più elevati standard di concorrenzialità del mercato del credito ai consumatori possono poi inoltre emergere da un lato dalla perdurante presenza, favorita dalla particolare incertezza del quadro interpretativo del complesso regolamentare rappresentata, di prodotti di finanziamento recanti una strutturazione contrattuale non conforme ai principi espressi dalla Corte e quindi, come visto, presentanti condizioni economiche tendenzialmente più favorevoli nell'immediato, dall'altro dall'eventualità che il necessario aumento dei tassi effettivi globali, secondo l'andamento consentito dalla fissazione trimestrale dei tassi soglia, avvenga in forza di cartelli e intese anticoncorrenziali⁹⁹ con tutta la conseguente problematica delle sorti dei contratti cd. "a valle"¹⁰⁰.

Se quindi il fine dichiarato è quello della massimizzazione dell'interesse del consumatore, alla luce dei dubbi rappresentati, appare legittimo interrogarsi su di un'eventuale eterogenesi dei fini e sulla tenuta della costruzione

incertezze e opacità per il consumatore, in un settore vitale, delicato e irrinunciabile per l'economia delle famiglie italiane. L'Organismo auspica che il Legislatore e i soggetti istituzionali interessati si attivino per affrontare il problema con inclusiva attenzione verso tutti gli attori coinvolti e con opportuna verifica delle eventuali negative ricadute economiche». A quanto evidenziato *adde* CATRICALÀ, *Sulla valanga Lexitor il legislatore batta un colpo e che sia quello giusto*, in *OAMagazine*, fasc. 3, 2019, p. 4 ss., disponibile su *organismo-am.it*, il quale, a proposito della portata della sentenza della Corte, discorre di una «valanga che va fermata» giacché a suo avviso questa «rischia infatti di travolgere il settore dei prestiti ai consumatori senza nei fatti aumentare le tutele a favore di questi ultimi».

⁹⁹In termini simili DOLMETTA, *Anticipata estinzione e «riduzione del costo totale del credito». Il caso della cessione del quinto*, cit., p. 650 per il quale l'aumento del costo totale del credito per far fronte al rischio dei maggiori importi da restituire «può funzionare in pratica solo se viene adottato dalla globalità delle imprese interessate o quasi. Per sua stessa natura, insomma, una simile fattispecie (nell'oggi ipotetica) si propone all'esame dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato».

¹⁰⁰Sul tema v. per tutti LONGOBUCCO, *Violazione di norme antitrust e disciplina dei rimedi nella contrattazione "a valle"*, Napoli, 2009, spec. p. 85 ss. ed CAMILLERI, *Contratti a valle, rimedi civilistici e disciplina della concorrenza*, Napoli, 2008, spec. p. 337 ss.; nonché di recente GENTILI, *La nullità dei "contratti a valle" come pratica concordata anticoncorrenziale (Il caso delle fidejussioni ABI)*, in *Giust. civ.*, 2019, p. 675 ss.

teleologica.

Sul piano della supervisione possono avanzarsi ulteriori rilievi.

La trasparenza delle condizioni contrattuali e la correttezza dei rapporti con la clientela, entrate a pieno titolo tra le finalità ascrivibili all'azione della vigilanza per effetto del combinato disposto degli artt. 127, comma 01, (introdotto dal d.lgs. n. 141/2010), e 5 t.u.b., è perseguita, in posizione "equiordinata"¹⁰¹, accanto agli altri noti obiettivi della sana e prudente gestione dei soggetti vigilati e della stabilità complessiva, efficienza e competitività del sistema finanziario¹⁰². Il perseguimento dell'adeguamento da parte degli appartenenti al sistema delle proprie condotte alla soluzione interpretativa offerta dalla Corte potrebbe condurre ad epiloghi in contrasto con detti ultimi obiettivi. Ammettendo l'adeguamento in via interpretativa, che per sua natura ha efficacia dichiarativa retroagendo sino al momento dell'entrata in vigore della norma, secondo una visione prospettiva, si correrebbe il rischio di esporre i soggetti vigilati ad ingenti perdite impreviste derivanti dagli ulteriori rimborsi che questi sarebbero tenuti a riconoscere in relazione alle estinzioni anticipate avvenute entro l'arco prescrizione decennale, tale circostanza rende plausibile l'ipotesi dell'uscita dal mercato di buona parte degli intermediari minori.

Secondo una visione retrospettiva, invece, risulterebbe non priva di criticità la valutazione delle passate condotte degli intermediari abilitati che, in

¹⁰¹Cfr. TROIANO, Sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in ambito bancario e finanziario e funzioni di vigilanza, in ABF e supervisione bancaria, a cura di Capriglione e Pellegrini, Padova, 2011, p. 64.

¹⁰²Sull'evoluzione delle finalità dell'azione di vigilanza v. per tutti CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994, nonché di recente ID., sub art. 5, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Id., I, Padova, 2018⁴, p. 45 ss.

quanto formalmente *compliant* rispetto alla previgente normativa secondaria, non hanno posto a base delle loro valutazioni sui rischi tanto il rischio legale di non conformità dei prodotti collocati con la normativa primaria, per come ora interpretata, tanto il rischio operativo legato alle maggiori restituzioni da doversi riconoscere in relazione alle estinzioni anticipate dei finanziamenti in tal modo che risultano esposti ad ingenti perdite non adeguatamente valutate e compensate da opportuni accantonamenti. Appare chiaro come tale gestione possa apparire, *ex post*, non prudente e con tutta evidenza non può che emergere l'insanabile frattura tra il giudizio prognostico operato *ex ante* dall'intermediario per ogni esercizio passato, avallato sul punto di volta in volta dall'autorità di vigilanza in virtù della precedente prassi interpretativa, e il necessario giudizio diagnostico da operarsi a partire dall'acquisizione della diversa soluzione interpretativa adottata in costanza di un'invariata situazione normativa che per sua stessa natura, si ribadisce, non potrebbe che avere effetti *ex tunc*. Sugli stessi presupposti inoltre possono ipotizzarsi ulteriori criticità con riguardo alla responsabilità degli amministratori nei confronti dei soci e la rilevanza che la circostanza dell'*agere* conforme alla precedente complesso normativo secondario e al consolidato quadro interpretativo può avere nel relativo giudizio.

7. Alla luce delle ricostruzioni operate appare possibile formulare alcune conclusioni.

La circostanza che la lettera della norma interna, come visto, appare impedire un'interpretazione eurounitariamente conforme della stessa in ossequio all'esito ermeneutico imposto dalla Corte di giustizia disvela con tutta

evidenza il contrasto della stessa con il pertinente diritto dell'Unione e l'oggettivo inadempimento del legislatore interno a riguardo recando con sé con ogni conseguenza in punto di responsabilità dello Stato verso i clienti che non abbiano goduto del maggior livello di tutela che invece avrebbe assicurato un retto recepimento della direttiva.

Valutato come inevitabile l'approdo segnato dalla Corte, e - si ribadisce - in tesi raggiungibile unicamente in forza di un nuovo intervento di novella normativa, tuttavia non appare non percorribile, e anzi appare auspicabile, un preventivo e spontaneo adeguamento del sistema. Tanto risulta possibile, in particolare, grazie alla derogabilità *in melius* per il cliente dall'art. 127, comma 1, t.u.b. con riguardo a tutte le disposizioni contenute nel Titolo VI del medesimo testo unico. Lo spontaneo adeguamento degli appartenenti al mercato vigilato, perché avvenga in maniera corretta e ordinata, appare necessario che venga supportato, come effettivamente si è iniziato a fare, in via regolatoria dalle multiformi possibilità d'intervento dell'autorità di vigilanza e dai presidi collaterali posti dal sistema anche per stimolare la conformità dei singoli rapporti come nel caso dell'ABF¹⁰³. L'*enforcement* sul punto, però, se sicuramente può realizzarsi in via di *moral suasion* con il risvolto delle conseguenze reputazionali, appare dubbio che possa avvenire in via sanzionatoria¹⁰⁴ stanti le perplessità circa la valutazione di non conformità di un'eventuale difforme condotta degli intermediari nel quadro del vigente

¹⁰³Per un quadro sulle interconnessioni, evocate in via primaria dall'art. 128 t.u.b., tra l'attività della vigilanza e l'operatività dell'ABF, v. per tutti LEMMA, *ABF e supervisione bancaria: unitarietà dell'intervento*, in *ABF e supervisione bancaria*, a cura di Capriglione e Pellegrini, Padova, 2011, p. 133 ss., il quale peraltro conclude che alla luce di queste «sembra possibile identificare un nuovo ambito della vigilanza» (p. 140).

¹⁰⁴Nel caso di specie l'azione sanzionatoria appare in astratto esercitabile in via diretta *ex art.* 144, comma 1, lett. d) ed e) t.u.b., e in via indiretta *ex art.* 144-*bis* t.u.b. e a valle dei provvedimenti inibitori di cui all'art. 128-*ter* t.u.b.

quadro normativo.

Quanto rilevato, però, risulta beninteso valido e praticabile sino al necessario intervento di riforma del legislatore che con l'occasione è chiamato a tenere conto di tutte le criticità che da una simile regolazione dei conflitti d'interessi nel singolo rapporto possono tradursi sull'intero sistema, con specifico riguardo alle reti distributive e all'uscita dal mercato di intermediari considerati finora virtuosi. In tale sede, quindi, non appare peregrino l'auspicio di un nuovo bilanciamento d'interessi, pur sempre nel quadro delle possibilità ammesse dalle fonti, volto a minimizzare i richiamati effetti negativi. A tal fine appare innanzitutto necessaria una rivalutazione della possibilità di riconoscimento del diritto di un indennizzo maggiore al finanziatore in caso di maggiore perdita, contemplata dall'art. 16, par. 4, dir. 2008/48/CE in favore degli Stati membri e non sfruttata in sede di primo recepimento.

Francesco Saverio Porcelli