

# 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

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

[WWW.RTDE.LUISS.IT](http://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 Editoriale*

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

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

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

## COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

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

## REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

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

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

## I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

A. Cilento, L. Di Brina, M. Guarini, R. Ibrido, N. Lupo, M. Maggiolino, F. Moliterni, M. Pellegrini, I. Sabbatelli, A. Sacco Ginevri, M. Sepe, A. Sciarrone Alibrandi, V. Troiano, G. M. Uda

## PARTE PRIMA

### ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – <i>L'industria finanziaria dopo la pandemia. Il caso Italia</i> (The financial industry after the pandemic. The case of Italy).....	1
RAINER MASERA, ROBERTO IPPOLITO – <i>Per un rafforzamento patrimoniale delle imprese italiane: analisi e proposte</i> (For a capital strengthening of Italian companies: analysis and proposals).....	23
DARIO SCARPA – <i>Assetti contrattuali, vigilanza e informazione nel rispetto del principio di adeguatezza</i> (Contractual structures, supervision and information in compliance with the principle of adequacy).....	66
MARCO BODELLINI – <i>La politica monetaria della Bank of England davanti all'emergenza Covid-19: spunti di riflessione per una (ri)lettura critica del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea</i> (The Bank of England monetary policy to face Covid-19: rethinking the Treaty on the functioning of the European union).....	98
ANDREA MIGLIONICO – <i>Finanza del debito e crisi pandemica</i> (Debt finance and pandemic crisis).....	136
LUCA BARTOLUCCI – <i>Le reazioni economico-finanziarie all'emergenza Covid-19 tra Roma, Bruxelles e Francoforte (e Karlsruhe)</i> (The economic-financial reactions to the Covid-19 emergency between Rome, Brussels and Frankfurt (and Karlsruhe)).....	154

## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

DIEGO ROSSANO – *La Corte di giustizia UE sul caso Tercas: oltre il danno, la beffa* (EU Court of Justice in the Tercas case. Talk about adding insult to injury), nota a sentenza della Corte di giustizia del 2 marzo 2021, causa C 425/19 P .....1

RAIMONDO MOTRONI – *La determinabilità dell’oggetto del contratto nei mutui «alla francese»* (The determination of the object of the contract in a constant repayment loans), nota a sentenza della Corte d’Appello di Cagliari del 10 maggio 2019 n. 417.....21

## PARTE PRIMA

### ARTICOLI

## L'INDUSTRIA FINANZIARIA DOPO LA PANDEMIA.

### IL CASO ITALIA\*

*(The financial industry after the pandemic. the case of Italy)*

**ABSTRACT:** *This paper examines the various actions that policymakers should adopt for a quick economic recovery. In this context, critical analysis is necessary in relation to the policy objectives of maintaining public support for the efficient allocation of resources, avoiding burdensome constraints to defaulting firms and preventing temporary regulatory responses. There is a need to consider the social aspects of the pandemic crisis, specifically in the case of Italy where the negative implications of political divisions exacerbate the contrasting views among parties which, in turn, affect the overall stability.*

*Regarding the financial industry, the change of governance framework will have to face and solve the persistent issue represented by the accumulation of deteriorated loans during the covid-19 crisis. On this point, the supervisory authorities should facilitate regulatory proposals aimed to address the adverse impact of non-performing loans in the banks' balance sheet.*

*Behind these policy objectives, legislators and regulators should modify the forms of supervision. At the same time, the domestic authorities should limit their lenient attitude towards the indications of the ECB which have been accepted extensively as in the case of recent opinion about the privileged position of banking conglomerates. On a different side, the powerful role of ECB has resulted in the primacy of technical interventions, making difficult to identify the institutions deputed to undertake responsibility for coordinating the regulatory strategies.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. L'industria finanziaria e il problema dei crediti deteriorati. - 3. Segue: ...la strana vicenda di due emendamenti alla legge di bilancio 2021. - 4. L'esigenza di una nuova su-

---

\*Il presente scritto è destinato agli 'Studi in onore di Sabino Fortunato'.

pervisione.

1. Com'è noto, la pandemia ha innescato una grave crisi economica destinata ad incidere sui modelli di consumo, sulle attività aziendali, sulle stesse modalità di vita. L'immediato bisogno di sostegno finanziario è stato in parte coperto dalle autorità governative che hanno cercato di dare una risposta, con interventi normativi e 'ristori', alle istanze provenienti da coloro che - a causa della lunga stasi operativa causata dai periodi di *lockdown* imposti per contrastare il Covid-19 - hanno dovuto dismettere le proprie attività, perdere il lavoro, affrontare i profondi disagi di una dilagante povertà.

Ogni progetto mirato al ritorno alla normalità, ogni prospettiva di rinascita non può trascurare la soluzione di alcune problematiche innescate dai cambiamenti strutturali determinati dalla situazione d'emergenza che attualmente il paese sta vivendo. Mi riferisco alle proposizioni cui, ad avviso di autorevoli protagonisti del mondo della finanza, i *policymakers* dovrebbero dare una immediata risposta al fine di evitare la irreversibilità di un recesso dalle imprevedibili conseguenze<sup>1</sup>. In particolare, si suggerisce di: (i) indirizzare il sostegno pubblico alla ottimizzazione dell'uso delle risorse; (ii) evitare di imporre vincoli eccessivi alle imprese in difficoltà; (iii) contrastare le tendenze politiche e burocratiche di rendere i programmi temporanei permanenti; (iiii) preservarne la forza del settore finanziario e consentire a esso di guidare la ripresa.

È evidente come alla base di tale orientamento si rinvenga l'inequivoco richiamo alla tesi della «distruzione creativa», elaborata da Schumpeter, secondo il quale il «processo di mutazione industriale ... rivoluziona ... la struttura economica dall'interno, distruggendo senza sosta quella vecchia e creando sempre una nuo-

---

<sup>1</sup>Cfr. il *Rapporto sulla ristrutturazione delle imprese dopo il Covid* (« Reviving and Restructuring the Corporate Sector post Covid») presentato da DRAGHI e da RAGHURAM RAJAN al Gruppo dei Trenta o G 30.



va»<sup>2</sup>. Si rappresenta, infatti, che la pandemia ha intensificato il processo di distruzione creativa, per cui la devastazione da essa creata potrebbe avere risvolti positivi quali per solito emergono a seguito di 'tempeste distruttive' (per usare le parole del grande studioso austriaco) che creano un'ampia serie di opportunità di crescita futura.

Va da sé che, sul piano delle concretezze, le indicazioni dianzi menzionate sconsigliano alla politica di perseverare nell'adozione di misure di breve momento le quali producono l'effetto negativo di *dopare* il sistema, impedendo che si dia corso ad investimenti a lungo termine, essendo invece necessario attivarsi sulle opportunità che emergono dalla distruzione causata dalla pandemia<sup>3</sup>. Altrettanto significativo appare, altresì, il monito a non intervenire con aiuti indiscriminati e, dunque, di non sprecare risorse per aziende che sono destinate al fallimento, sottraendo le generazioni future ai danni di un'improvvida azione politica. Più in generale, viene in considerazione l'opportunità offerta dalla pandemia di utilizzare le risorse che l'UE ha messo a disposizione degli Stati membri per avviare un piano di riforme volto a realizzare un'economia più verde e, in linea di massima, una maggiore focalizzazione sulle tematiche ambientali, sociali e di *governance* (ESG).

Per una più compiuta valutazione della presente realtà, non possono essere trascurati i profili sociali della stessa e, dunque per quanto concerne il caso Italia, le intrinseche difficoltà connesse ad una politica *divisiva* che da troppo tempo esaspera il contrasto tra maggioranza e opposizione, minando il conseguimento della stabilità indispensabile, in un momento storico come l'attuale, al fine di varare il «Pia-

---

<sup>2</sup>Cfr. *Capitalism, Socialism and Democracy*, Londra, Routledge, 1994 [1942], p.82 ss. Per approfondimenti si rinvia alla fondamentale opera di SCHUMPETER, *Teoria dello sviluppo economico* del 1912 nella quale l'economista austriaco aggiunse all'approccio «statico» dell'equilibrio economico generale, in precedenza da lui ipotizzato nel lavoro intitolato *L'essenza e i principi fondamentali dell'economia teorica* del 1908, un approccio "dinamico", adatto a spiegare la realtà dello sviluppo.

<sup>3</sup>Cfr. MASERA e GENNARO, *Introduzione* a AA.VV., *Riflessioni sul futuro dell'Europa*, Roma, 2020.

no nazionale di ripresa e resilienza» (*Next Generation Italia*)»<sup>4</sup>. È indubbio, infatti, che la mancanza di un equilibrio relazionale tra le forze in campo - resa verosimile dalla recente 'crisi di Governo' - rischia di compromettere la possibilità di fruire delle ingenti disponibilità finanziarie concesse dall'Europa, interagendo per converso sulla stessa credibilità internazionale del nostro Paese.

Tale scenario sembra destinato ad aggravarsi, mostrando segni di ulteriore degrado, ove si abbia riguardo a taluni accadimenti dei prossimi mesi. Ed invero, quando cesserà la proroga della Cassa integrazione con causale Covid ed il blocco dei licenziamenti, previsti dall'ultima legge di bilancio, è ipotizzabile che il Governo ricerchi nuovi strumenti e misure per sostenere le imprese e il lavoro<sup>5</sup>. È di intuitiva percezione, tuttavia, che tale strada non è percorribile a lungo, in quanto una politica di sostegno fondata in via prevalente su ragionamenti emergenziali non costruisce, non riesce a soddisfare le legittime aspettative di una cittadinanza duramente provata dalla pandemia.

Detto contesto sistemico evidenzia appieno la sua complessità ove si consideri che la Commissione UE nel secondo semestre dello scorso anno ha reso nota la sua intenzione di presentare una proposta per la modifica del Patto di Stabilità e Crescita<sup>6</sup>, che nel marzo del 2020 venne sospeso fino al termine del 2021. È evidente la consapevolezza che esso può essere di ostacolo alla ripresa, per cui presentano rinnovata vitalità le critiche in passato formulate dalla dottrina economica, che ha

---

<sup>4</sup>Tale piano traccia gli obiettivi, le riforme e gli investimenti che l'Italia vuole realizzare con i fondi concessi dall'EU e può contare su un budget complessivo pari a 223,9 miliardi di euro; la sua elaborazione è complessa perché dopo l'esame da parte delle Camere, dovrà tornare a Palazzo Chigi per il recepimento delle proposte di modifica e poi di nuovo in Parlamento per l'approvazione definitiva. Significative, al riguardo, appaiono, le parole del Premier Conte: «questo Piano deve servirci a liberare il potenziale di crescita dell'economia, a dare impulso alla produttività e all'occupazione», cfr. l'editoriale *Governo a confronto con le parti sociali sul Recovery Plan*, visionabile su <https://www.fasi.biz/it/notizie/strategie/22519-recovery-fund-recovery-plan-piano-ripresa-resilienza.html>.

<sup>5</sup>Cfr. l'editoriale intitolato *Gualtieri sulla Cig Covid: «Avanti finché necessario». E apre a una proroga «selettiva» del blocco dei licenziamenti*, visionabile su <https://www.open.online/2021/01/20/covid-19-gualtieri-prolungare-cig-e-blocco-licenziamenti>.

<sup>6</sup>Cfr. l'editoriale *Gentiloni: nel 2021 proposta della Commissione per cambiare il Patto di Stabilità*, visionabile su <https://www.milanofinanza.it/news/gentiloni-nel-2021-proposta-della-commissione-per-cambiare-il-patto-di-stabilita>.

da tempo sottolineato il fondamento semplicistico dei suoi presupposti (nei quali si ipotizza una crescita del Pil nominale intorno al 5% e un tasso d'inflazione al 2%, con un rapporto deficit/Pil al 3%), in ciò supportata dalle parole dello stesso presidente della Bundesbank, Hans Tietmeyer, che alla domanda di indicare quali ne fossero i presupposti teorici rispondeva che ciò era «economicamente difficile da spiegare»<sup>7</sup>.

In presenza di siffatta realtà necessita un'epifania politica che punti senza alcun indugio sulla ricostruzione, superando le dannose discordie e i personalismi, dimostrando doti gestionali di elevato livello, sì da conseguire risultati che facciano uscire il nostro Paese dalla *zona d'ombra*, nella quale è attualmente appiattito, consentendogli di recuperare lo spazio che gli compete nel quadro geopolitico internazionale.

2. Nel contrasto agli effetti negativi della pandemia, l'industria finanziaria può giocare un significativo ruolo, dando alla politica l'indispensabile supporto affinché quest'ultima possa raggiungere gli obiettivi che si prefigge. Naturalmente, il benefico intervento del sistema bancario non può prescindere dalla presenza di condizioni di mercato che non alterino il corretto svolgimento dell'attività degli appartenenti al settore; del pari, esso richiede una contestuale linea interventistica delle autorità di supervisione che asseconi l'attività posta in essere, salvaguardando la posizione degli intermediari che oggi, più che nel passato, devono essere sottratti al rischio di improvvisi oneri che recano nuove difficoltà operative.

Già nella prima fase della crisi da Covid-19 il Governo - nel quadro dei provvedimenti di natura emergenziale volti ad offrire un supporto alle imprese in crisi - con il d.l. n. 23 dell'8 aprile 2020 (c.d. decreto "Liquidità", convertito nella legge n. 40 del 5 giugno 2020) prevede, tra le misure adottate, la concessione di una garanzia

---

<sup>7</sup>Cfr. DI TARANTO, *Per la ripresa è necessario modificare il patto di stabilità e crescita*, visionabile su <https://open.luiss.it/2020/05/04/per-la-ripresa-e-necessario-modificare-il-patto-di-stabilita-e-crescita>.

automatica destinata a coprire l'intero importo di prestiti per somme pari o inferiori ad euro 30.000 concessi da banche e operatori autorizzati ex art. 106 TUB, alle PMI e alle persone fisiche esercenti attività d'impresa arti o professioni, nonché ad associazioni professionali e a specifiche categorie di professionisti (art. 13, lett. m).

È stato attuato in detta sede un coinvolgimento delle banche che ha suscitato serie perplessità in ambito tecnico e politico<sup>8</sup>; ciò soprattutto con riguardo alle modalità di erogazione dei prestiti, potendosi ipotizzare una volontà legislativa di escludere, in tali fattispecie, la c.d. valutazione del merito creditizio, essenziale per un corretto esercizio dell'attività di concessione dei finanziamenti. Appaiono, pertanto, condivisibili vuoi l'opinione di chi «ravvisa il concreto pericolo che la richiesta di prestiti da parte di imprese bisognose possa contribuire ad aggravar(n)e la posizione debitoria ...e dunque ad aumentare il numero di NPL in circolazione»<sup>9</sup>, vuoi la tesi sostenuta dal Tribunale di Napoli secondo cui la normativa in parola non prevede alcun obbligo di finanziamento a carico della banca, donde la mancanza di un correlato diritto soggettivo dell'impresa di ottenere la somma richiesta a mutuo<sup>10</sup>.

Al presente, di fronte alla complessità del «Piano nazionale di ripresa e resilienza» - che vede il nostro Paese dedito ad un'attività di investimenti a lungo termine ed alla contestuale predisposizione di modifiche dell'apparato produttivo, da orientare, in una logica di sostenibilità, prevalentemente all'innovazione tecnologica (digitalizzazione) ed al settore *green* - l'industria finanziaria è impegnata, in una con le altre istituzioni del Paese, a coadiuvare la politica nel realizzare il programma di ricostruzione e di 'trasformazione senza precedenti' che in detto Piano è disegnato.

---

<sup>8</sup>Cfr., per tutti, TREMONTI, *Sbagliata liquidità a imprese attraverso banche. Eurobond via migliore*, consultabile su <https://www.ilgiornale.it/news/economia/tremonti-sbagliata-liquidita-imprese-attraverso-banche-1857008.html>.

<sup>9</sup>Cfr. ROSSANO D., *Spunti di riflessione sulle misure a sostegno delle imprese nella normativa emergenziale*, in AA.VV., *Covid-19. Emergenza sanitaria ed economica. Rimedi e prospettive*, Bari, 2020, p. 68 s.;

<sup>10</sup>Cfr. Ordinanza del Tribunale di Napoli del 5 agosto 2020, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3, 2020, p. 132 ss.

A tal fine sarà necessario in primo luogo che il settore bancario avvii un'opera di rinnovamento al proprio interno vuoi adeguando le proprie strutture alla sfida imposta dal cambiamento (dove l'esigenza di conformarsi al digitale ed alle altre forme di innovazione tecnologica), vuoi valutando criticamente l'intervenuta obsolescenza di talune forme operative, divenute ormai inadeguate nella prospettiva di un *agere* che può avvalersi di un potenziale di sviluppo non ipotizzabile fino ad epoca recente. Ciò significa che gli intermediari dovranno mutare il loro modello di *business* per seguire un «approccio integrato e sistemico che enfatizza non solo *cosa* ... (si è chiamati) ... a fare ... ma soprattutto *come* fare»<sup>11</sup>.

Più in particolare, come la scienza economica ha da tempo evidenziato, il raccordo di tale modello all'innovazione di processi e di prodotto dipende essenzialmente dalle modalità con cui viene garantita l'efficienza dei primi ovvero ideato e commercializzato il secondo; da qui la necessaria riferibilità ai costi aziendali ed alle economie di velocità<sup>12</sup>. Conseguentemente, l'esigenza di svincolare le nuove forme operative delle banche dai circoscritti ambiti di uno sviluppo tecnologico *in-house* per trarre dal confronto con competenze realizzate in sedi diverse possibili vantaggi competitivi.

Naturalmente, a monte di ogni cambiamento, oltre alla ricerca di strutture organizzative idonee, bisogna tener conto del contesto ambientale nel quale dovrà essere svolta l'attività delle banche. Ciò rende indispensabile, innanzi tutto, affrontare e risolvere l'annoso problema costituito dalla presenza sul mercato di un eccessivo ammontare di crediti deteriorati. Questi ultimi a seguito della pandemia - come è stato segnalato da alcuni esponenti dello stesso Organo di vigilanza<sup>13</sup> - hanno subito un aumento esponenziale, che causa un drenaggio dell'attività bancaria e dà luogo a forme di illiquidità che impediscono l'esercizio di un'azione libera da

---

<sup>11</sup>Cfr. SUPINO, I modelli di business ad alta innovazione, tesi di laurea, Università LUISS G. C., 2011, p. 23.

<sup>12</sup>Cfr. GAMBARDELLA - McGAHAN, *Business Model Innovation: General Purpose Technologies and their implication for Industry Structure*, Long Range Planning, 2009.

<sup>13</sup>Cfr. *I crediti deteriorati (Non-Performing Loans - NPL) del sistema bancario italiano - Domande e risposte*, visionabile su [www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/faq/index.html](http://www.bancaditalia.it/media/views/2017/npl/faq/index.html).

condizionamenti e protesa al conseguimento di remunerativi livelli di redditività. Le recenti stime effettuate dalla BCE quantificano in circa 1.400 miliardi di euro le nuove sofferenze per le banche europee; secondo molti osservatori un cospicuo ammontare delle misure governative di sostegno al credito (moratorie su prestiti e il rilascio delle garanzie pubbliche per i nuovi finanziamenti) rischia di trasformarsi nel corso del 2021 in posizioni deteriorate.

Da tempo la dottrina economica e giuridica ha sottolineato che per superare le intrinseche difficoltà di una necessaria ripresa occorre liberare i bilanci delle banche dall'onere del poderoso fardello costituito da tali crediti; da qui l'esigenza di identificare congrue modalità di eliminazione dei *non performing loans*, attuando al contempo il recupero di quanto residua a seguito delle operazioni al riguardo espletate. All'uopo i crediti deteriorati, vengono distinti tra *sofferenze*, prestiti che i debitori (imprese, liberi professionisti e famiglie) non riescono a rimborsare regolarmente ovvero integralmente (NPL), e prestiti non onorati da imprese fondamentalmente sane e produttive a causa di temporanee difficoltà finanziarie dovute alla protratta congiuntura avversa ed al persistere dello stato pandemico (UTP).

Le forme tecniche per l'eliminazione di tali crediti, attivate negli ultimi anni, si compendiano essenzialmente in interventi (*i.e.* cartolarizzazioni e costituzione di fondi di Npl e Utp) posti in essere da soggetti privati, ai quali si è affiancata, in modalità crescenti, l'azione di una s.p.a. specializzata nel settore, denominata *Asset Management Company* (AMCO), che fa capo al Ministero dell'economia e delle finanze.

La specifica vettorialità delle cartolarizzazioni, per solito strutturate in modo chiaro e munite di incentivi per l'*originator*, fa sì che esse identifichino un «importante canale di [...] mobilitazione dell'attivo, di ripartizione più ampia del rischio all'interno del sistema finanziario», come è stato sottolineato da un esponente della

Banca d'Italia.<sup>14</sup> Alcune significative modifiche recate alla legge n. 130/1999 dall'art. 60-*sexies* della legge n. 96/2017 hanno ampliato le possibilità operative delle società di cartolarizzazione consentendo a queste ultime un'azione avente ad oggetto crediti UTP, i quali necessitano spesso di adeguate forme di ristrutturazione o di concessione di “nuova finanza”, con l'ovvio pericolo di trasferirne i rischi a coloro che sottoscrivono le *tranches* emesse dalle società suddette.

L'utilizzo dello schema ordinatorio degli *oicr* individua, come ho evidenziato in altre occasioni, un'ulteriore modalità di smobilizzo dei crediti *non performing* che si differenzia rispetto alle operazioni di cartolarizzazione non solo sotto il profilo procedurale, ma anche per la possibilità di consentire una più elevata valorizzazione dei crediti a fronte di quella ordinariamente riscontrabili in queste ultime<sup>15</sup>. La predisposizione di appositi fondi – nei quali le banche che detengono crediti *non performing* possano apportare i relativi portafogli – sul piano teleologico, per vero, risponde alle medesime finalità cui sono preordinate le cartolarizzazioni. Peraltro, la specificità degli strumenti in parola si individua nella sostituzione delle “poste” di bilancio degradate con altre maggiormente idonee ai fini di una compiuta adesione ai criteri di adeguatezza fissati dalle note regole di Basilea.

Siamo in presenza di interventi che offrono soluzioni di mercato al problema che ci occupa, in linea con le indicazioni contenute nelle *Linee guida* emanate dalla Banca d'Italia nel 2018, le quali richiedono agli enti creditizi di dotarsi di strategie volte ad ottimizzare la gestione dei *non performing loans*; indicazioni, queste, di recente confermate nel *Documento Banca d'Italia/Consob/Ivass n. 8/2020* nel quale sono fornite utili puntualizzazioni in ordine al «Trattamento in bilancio delle operazioni di vendita *pro-soluto* di crediti *unlikely to pay* (“UTP”) in cambio di quote di fondi di investimento».

---

<sup>14</sup>Cfr. PILATI, *Le cartolarizzazioni problemi e opportunità*, intervento al convegno AIAF, Milano, 9 novembre 2017, p. 4.

<sup>15</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *La problematica dei crediti deteriorati*, in atti del Convegno “La problematica dei crediti deteriorati. Rischi e opportunità”, organizzato nei giorni 17 e 18 ottobre 2019 presso l'Università “Parthenope” di Napoli, visionabile su *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, fasc. 2 supplemento n. 2, 1 ss.

È evidente il pieno riconoscimento, da parte delle nominate autorità, della legittimità delle cessioni in parola, ricevendo – come testualmente si puntualizza nel documento in esame – «quote di tali fondi in contropartita dei crediti ceduti». Da qui la piena autonomia degli enti creditizi nel decidere di effettuare tal genere di operazioni. Stupisce, pertanto, la sostanziale preclusione imposta alle banche di credito cooperativo dai vertici dei gruppi bancari cooperativi (cui le medesime hanno aderito a seguito della legge n. 49 del 2016) di attuare operazioni di cessione di *crediti non performing* in cambio di quote di “fondi ad apporto”, di cui sopra si è detto. È evidente come venga perpetrata, in tal modo, una lesione dell'autonomia di tali banche non essendo alle medesime consentito di effettuare scelte ritenute congrue con le linee gestionali aziendali sulla base di un'attenta comparazione dei prezzi di mercato. Sorprende, altresì, che le autorità di settore, quasi contravvenendo alle cennate indicazioni, abbiano assunto un atteggiamento *silente* in presenza dei reiterati rifiuti opposti dalle due capogruppo alle legittime e giustificate richieste, presentate dalle banche aderenti ai gruppi cooperativi, di autorizzazione ad effettuare dette operazioni.

Del pari, desta sorpresa la «nuova definizione di default» disposta dalla Banca d'Italia con un provvedimento del 28 dicembre u.s., nella quale si rinviene in concreto un inasprimento delle modalità «con cui le banche e gli intermediari finanziari devono classificare i clienti a fini prudenziali, ossia ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali minimi obbligatori»<sup>16</sup>. Ed invero, tale normativa di matrice europea, per quanto non introduca divieti a consentire sconfinamenti, introduce criteri di valutazione più stringenti rispetto a quelli previgenti, basti pensare: (i) alle nuove soglie, dalle quali prende avvio il conteggio dei 90 (o 180) giorni consecutivi di scaduto; (ii) al divieto di compensare gli importi scaduti con le linee di credito aperte e

---

<sup>16</sup>Cfr. BANCA D'ITALIA, *Nuova definizione di default e conseguenze per i clienti delle banche*, visionabile su <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/nuova-definizione-di-default-e-conseguenze-per-i-clienti-delle-banche>. Interessanti annotazioni critiche di A. SCIARRONE («Rivedere le norme sui default. Più tutele per i debitori»), sono riportate nell'articolo di Massaro, visionabile su [https://www.corriere.it/economia/finanza/21\\_febbraio\\_17/rivedere-norme-default-piu-tutele-debitori](https://www.corriere.it/economia/finanza/21_febbraio_17/rivedere-norme-default-piu-tutele-debitori).



non utilizzate (c.d. margini disponibili) dal debitore. Del resto, la stessa Banca d'Italia è consapevole della pesante incidenza di tale normativa sulle relazioni fra gli intermediari e la loro clientela, come è dato evincere dall'invio di un'apposita «comunicazione al sistema per chiedere agli operatori di adoperarsi per assicurare la piena consapevolezza da parte dei clienti sull'entrata in vigore delle nuove regole e sulle conseguenze che possono produrre sulle dinamiche dei rapporti contrattuali»<sup>17</sup>.

Ciò che desta perplessità è la scarsa attenzione dedicata alle onerose condizioni nelle quali, in piena crisi pandemica, le banche (e la loro clientela) sono costrette ad operare, ragion per cui aggravare ulteriormente i vincoli ai quali le medesime sono sottoposti fa tornare alla mente le politiche di *austerity* tristemente sperimentate nello scorso decennio. Situazione che appare tanto più grave in quanto, a fine 2020, è stata proprio la Commissione UE a dare l'allarme sulla pericolosità dell'alto livello di crediti deteriorati raggiunto dagli enti creditizi; ciò segnalando che un ulteriore loro incremento avrebbe potuto addirittura "uccidere il *recovery fund*" e, dunque, disperdere le potenzialità di crescita legate al '*Next Generation Eu*'.

Va da sé che ci si sarebbe atteso un intervento salvifico della Banca d'Italia, la quale nel suo rapporto dialettico con le autorità di vertice dell'ordinamento finanziario europeo avrebbe potuto rappresentare a queste ultime convincenti ragioni per evitare agli appartenenti al settore questa ennesima difficoltà. Ciò non è avvenuto, in linea con l'atteggiamento assunto dalla nostra autorità domestica, la quale - come avrò modo di evidenziare qui di seguito - compendia la sua azione in una silente acquiescenza agli *input* dell'UE.

Alla luce di quanto precede ritengo decisamente contraria agli interessi delle banche e dei loro debitori la proposta di Andrea Enria di costituire una *bad bank* di livello europeo. Il relativo progetto ne prevede la costituzione configurandone la struttura come una sorta di *Asset Management Company* (AMC) che faccia capo alla

---

<sup>17</sup>Cfr. BANCA d'ITALIA, *Entrata in vigore della nuova definizione di default*, visionabile su <https://www.bancaditalia.it/media/fact/2020/definizione-default/index.html>

BCE. Significativo è l'intento, che connota tale progetto, secondo cui le perdite, per evitare una *mutualizzazione* dei rischi, «potrebbero essere ripartite in base alla nazionalità delle banche di origine e a ciascun sistema nazionale corrispondente»<sup>18</sup>; criterio ordinatorio che, al di là del prezzamento dei crediti deteriorati UE da conferire alla *bad bank*, sembrerebbe correlare e far incidere le perdite effettivamente realizzate sul paese cui i crediti si riferiscono<sup>19</sup>. Si verserebbe in presenza di un uso distorto dei poteri assegnati dall'UE a detta istituzione finanziaria, praticando una soluzione ingiustamente penalizzante per alcuni membri dell'Unione.

A ciò si aggiunga che in tale disegno interventistico non si valutano né la possibilità di ottenere risultati analoghi a quelli conseguibili con sistemi alternativi alla soluzione prospettata, né talune implicazioni sulla tenuta del settore del credito connesse alle modalità di funzionamento del nuovo organismo, ove la BCE si avvalga di esso considerandolo alla stregua di uno strumento di vigilanza. Ed invero, sembrano ipotizzabili variegate ipotesi d'intervento da parte della BCE, a seconda dei criteri adottati per la identificazione degli NPL da apportare alla *bad bank*.

In primo luogo viene in considerazione la possibilità che venga adottato un parametro unitario per l'intera eurozona; nel caso Italia ciò farebbe *scontare* al prezzo dei crediti deteriorati condizioni che dipendono in larga parte dalle tempistiche all'uopo previste dal sistema giudiziario nazionale, con ovvia incidenza negativa sulle condizioni di parità concorrenziale in cui dovrebbero operare gli enti creditizi europei. Qualora, poi, intento della autorità fosse quello di procedere ad una pronta eliminazione dei crediti deteriorati dai bilanci delle banche appare probabile la introduzione del duplice limite della riferibilità (a) alle norme introdotte dalla BCE sul trattamento dei crediti deteriorati con il *calendar provisioning* (che impone ac-

---

<sup>18</sup>Cfr. l'editoriale intitolato *Bce: serve una Bad Bank europea, in arrivo 1.400 miliardi di Npl*, nel quale sono riportate le parole di A. Enria, visionabile su <https://www.wallstreetitalia.com/bce-bad-bank>.

<sup>19</sup>Meccanismo che ricalca il criterio di ripartizione delle perdite del *quantitative easing*; in dottrina cfr. SEPE, *CoViD: un significativo acronimo. "Come Ovviare Virtuosamente (all') Innalzamento (del) Debito?"*, in AA.VV., *CoViD-19 e diritto dell'economia*, suppl.to al n. 5 del 2020 di *La nuova Giurisprudenza civile commentata*, p. 18 ss.

cantonamenti particolarmente tempestivi sui crediti in parola limitando i poteri discrezionali dell'ente bancario); (b) all'indice del NPL *ratio* per l'individuazione del limite massimo di crediti deteriorati che possono permanere nei bilanci delle banche. È evidente come in entrambe le ipotesi le banche italiane rischiano di subire gravi ripercussioni negative, che nel secondo caso potrebbero causare anche un'implosione dell'ente creditizio.

3. Nella delineata realtà appare sintomatica la strana vicenda di alcune modifiche alla legge di bilancio del 2021 volte ad introdurre, nella regolazione dei crediti *non performing*, innovative disposizioni a tutela dei soggetti, banche e debitori, che sono parti di rapporti negoziali deteriorati. Mi riferisco, in particolare, agli emendamenti n. 71.029, Ruocco, Maniero, Zanichelli, e n. 71.030, Ruocco, Maniero, Raduzzi, entrambi ritenuti ammissibili, mediante i quali venivano date puntuali garanzie alla posizione dei debitori, anche quando i loro crediti fossero stati ceduti a società di cartolarizzazione o a fondi d'investimento.

Essi appaiono in linea con le indicazioni di un recente *report* dell'EBA nel quale, a proposito della nota problematica delle conseguenze della pandemia, si evidenziano possibili soluzioni in ordine alle discrasie dei rapporti tra banche e clientela colpita dall'emergenza economica. In particolare, valutando l'ingente volume di NPL, aumentato significativamente nell'anno 2020, si suggeriscono misure volte a contemperare gli interessi delle banche con quelli dei debitori in difficoltà<sup>20</sup>. Ciò introducendo appositi modelli di controllo interni e rappresentando l'esigenza di evitare che i debitori abbiano a subire le conseguenze negative delle politiche di bilancio delle banche; donde la richiesta di una messa in sicurezza degli enti creditizi previa conformità ai principi contabili internazionali (e, dunque, nel rispetto della

---

<sup>20</sup>Cfr. EBA, *Risk Assessment of the European Banking System, Policy Implications and Measures*, dicembre 2020; per un commento v. CAPRIGLIONE - LEMMA, *L'EBA e la gestione degli Npl pandemici*, in *IlSole24Ore* del 18 dicembre 2020.

*derecognition*).

Seguendo detto orientamento il primo emendamento consente ai debitori di recuperare - sia pure in parte - le proprie disponibilità attraverso *transazioni* delle posizioni in sofferenza finalizzate ad una soluzione stragiudiziale per il recupero degli attivi deteriorati. In esso è conferito specifico rilievo alla previsione secondo cui, su richiesta del debitore, la banca può concedere una dilazione di pagamento nel termine massimo di due anni. Ne consegue che l'atto di transazione in parola determina l'estinzione del credito e di tutte le garanzie in modalità sostenibili per il debitore in difficoltà e un effetto novativo dello stesso. Nel secondo emendamento, invece, si incentiva - anche attraverso una fiscalità di scopo - l'utilizzo di fondi d'investimento alternativi per favorire la locazione al debitore del bene dato in garanzia, prevedendo un canone di locazione agevolato per dieci anni e un prezzo di acquisto predeterminato.

Siamo in presenza di una normativa che, come si è detto, introduce una procedura transattiva, effettuata su base volontaristica, la quale è attivabile dai titolari di posizioni segnalate come sofferenze alla «Centrale dei rischi» della Banca d'Italia entro il 31 dicembre 2022 nei confronti di banche, intermediari finanziari e titolari di licenza per il recupero crediti ex art. 115 TULPS. A tali soggetti è imposto l'obbligo di rinegoziare, secondo il principio della buona fede, le posizioni ad essi cedute allo scopo di evitare reciproche perdite e pregiudizi. È evidente come tale intervento ben si concili con l'intero impianto disciplinare della materia in esame licenziato dal legislatore negli ultimi anni, finalizzato al recupero, e non alla "punizione", del debitore mediante il ricorso a strumenti di composizione della crisi diretti a ritardare ovvero evitare, in ipotesi di positiva soluzione, sia le procedure esecutive (mobiliari, presso terzi ed immobiliari) sia le dichiarazioni di fallimento.

Nonostante la presenza, negli emendamenti che ci occupano, di elementi di intrinseca validità, il MEF ha espresso parere negativo sui medesimi, inducendo la Commissione permanente V a presentare ricorso. Appare decisamente vaga e poco

convincente la motivazione con cui gli emendamenti sono stati rigettati, essendo essa fondata sul riferimento a «rischi di contenzioso» ed a «un notevole allungamento delle procedure di gestione dei crediti deteriorati»; argomento che trascura di considerare che la natura volontaristica delle transazioni in parola riduce al massimo la possibilità che queste ultime sfocino in contenzioso. Ciò, a prescindere dai motivi di ricorso rappresentati dalla Commissione V, vale a dire: evitare aggravii di spesa dello Stato connessa agli interventi delle GACS, nonché potenziali interventi pubblici a favore di enti creditizi che, a causa degli accantonamenti automatizzati connessi alla presenza di sofferenze bancarie, versano in situazioni di *deficit* patrimoniale e, dunque, sono costretti a necessarie capitalizzazioni.

Mi sembra, quindi, giustificata la reazione dell'on. Ruocco, presentatrice degli emendamenti sopra richiamati, la quale intervistata sul problema delle sofferenze bancarie si è lamentata dicendo «volevo difendere i debitori ma il Tesoro me lo ha impedito»<sup>21</sup>, intendendo ovviamente riferirsi alla poco comprensibile posizione assunta dal MEF. Pienamente condivisibile, quindi, appare l'affermazione del menzionato parlamentare secondo cui l'Ufficio di Presidenza della Commissione d'inchiesta sul sistema bancario, a lei riconducibile, ha ravvisato la «necessità di estendere il ciclo della audizioni relative al mercato dei crediti deteriorati»; donde le interlocuzioni in corso «con il MEF e con la Banca d'Italia per definire la data delle rispettive audizioni».

4. In presenza di un significativo cambiamento dei contenuti dell'attività bancaria necessita ripensare l'impianto sistemico della supervisione creditizia, tenendo conto che l'ordine giuridico del mercato deve conformarsi ai processi innovativi che hanno profondamente modificato l'operatività degli appartenenti al settore. La pandemia, come si è cercato di dimostrare nelle pagine che precedono, ha posto il Paese, e per quanto qui rileva l'industria finanziaria, di fronte all'esigenza di dar

---

<sup>21</sup>Cfr. Intervista pubblicata su *Il Quotidiano* del 23 dicembre 2020, col titolo *Ruocco: volevo difendere i debitori, ma il tesoro me lo ha impedito*.

corso ad un rinnovamento che tenga conto sia delle problematiche poste dall'emergenza economico sanitaria causata dal Covid-19, sia delle altre numerose carenze evidenziate dalla crisi in atto.

Va da sé che non vengono meno i canoni cui tradizionalmente si è ispirata la regolazione bancaria italiana: la “difesa del risparmio” ed il regolare “esercizio della intermediazione” creditizia, continuano ad essere il perno di un contesto normativo orientato in chiave prudenziale. Essi trovano estrinsecazione nel criterio della «sana e prudente gestione» degli operatori, accompagnandosi alla fissazione di regole comportamentali che assicurino correttezza e regolarità di negoziazioni, nonché trasparenza delle condizioni contrattuali (indispensabili soprattutto per la tutela di particolari categorie di soggetti).

Conseguentemente l'analisi deve essere orientata in primo luogo alla ricerca delle modalità con cui l'Organo vigilanza si pone nei confronti dei paradigmi operativi idonei ad assicurare che i gangli del sistema normativo ricomprendano una serie di fenomeni che ad oggi fuoriescono dall'attenzione del legislatore. Ciò richiede ovviamente una capillare ricognizione del tessuto economico e finanziario sul quale si interviene, stante la primaria finalità di colmare vuoti normativi che minano la competitività ed espongono a rischi la stabilità del sistema.

Se ne deduce che la supervisione dovrà contraddistinguersi per completezza disciplinare degli interventi di normativa secondaria (ricoprendo i numerosi e variegati comparti nei quali può articolarsi l'azione degli intermediari) e per tendenza verso forme di maggiore *obiettivizzazione* nelle sue valutazioni tecniche. Da qui una ipotizzabile limitazione della 'discrezionalità' nell'attività di controllo, oltre al superamento di particolari vincoli in passato imposti agli appartenenti al settore; orientamento favorito dall'utilizzo di algoritmi decisionali che «a fronte dell'evolvere del paradigma tecnologico il sistema di vigilanza bancaria è tenuto ad assumere», come è stato puntualmente sottolineato<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup>Cfr. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Milano, 2020, p. xv

Più in particolare, tenuto conto che al presente significativa parte della attività delle banche comporta l'applicazione di minori requisiti prudenziali, si potrebbe addivenire ad una maggiore elasticità organizzativa. Ciò in quanto la vigilanza, di fronte a forme operative che non coinvolgono direttamente i capisaldi della funzione creditizia, potrebbe limitare le sue verifiche al solo riscontro dell'esistenza negli appartenenti al settore della capacità di gestirle in maniera adeguata.

Sotto un profilo più generale, va considerato che l'ampio ruolo attualmente svolto dall'erogazione dei servizi nella definizione del *business* bancario dovrebbe indurre ad una rivisitazione del SREP (*Supervisory Review and Evaluation Process*)<sup>23</sup>. La valutazione e misurazione dei rischi a livello di singola banca, per tal via conseguibile, consente infatti all'autorità di mettere a fuoco la reale situazione dell'intermediario in termini di requisiti patrimoniali nonché di gestione dei rischi e, dunque, di indicare al medesimo le azioni da intraprendere.

È evidente come in siffatta ipotesi si versi in presenza di una revisione dell'ambito interventistico dell'autorità, la cui funzione a lungo è stata circoscritta ad una analisi quali/quantitativa delle informazioni acquisite in ordine alla eventuale esposizione al «rischio di credito» delle banche impegnate in operazioni di prestito. Da qui la specificità del ruolo ora ascrivibile all'Organo di controllo, consistente in una rinnovata capacità di sintetizzare i risultati emersi dall'analisi dei dati in suo possesso.

Ovviamente non intendo in questa sede «mettere vino vecchio in botti nuove» e, dunque, riproporre in termini pressoché immutati le modalità operative dell'autorità di settore, bensì sottolineare l'esigenza di un «cambio di passo» da parte di quest'ultima. Ciò innovando la portata interventistica della vigilanza, a partire da una *semplificazione* dell'attività di verifica che ne caratterizza l'essenza; si da conferire alla medesima un'adeguata *flessibilità* e l'attenzione alle problematiche

---

<sup>23</sup>Tale processo, nell'esercizio delle attività di vigilanza, consiste nel sintetizzare i risultati emersi dall'analisi per un dato anno e nell'indicare alla banca le azioni da intraprendere; cfr. BCE, *Cos'è lo SREP?*, novembre 2017.

dei soggetti controllati che purtroppo, in alcuni casi, non è dato riscontrare.

Consegue l'esigenza di un cambiamento di mentalità, di una innovativa volontà di reinventarsi i processi, di ricercare nuove strade e nuove tecniche per consentire al

settore di superare le difficoltà di cui in precedenza si è detto. Ne deriva, altresì, una "centralità" nuova della Banca d'Italia, chiamata ad assecondare le moderne esigenze di un sistema finanziario in trasformazione. Essa è riconducibile, per un verso, alla specificazione dei poteri amministrativi nell'azione di vigilanza (che, come in precedenza ho evidenziato, si compendia essenzialmente in una più penetrante funzione di "accertamento"), per altro ad una più contenuta azione propulsiva dell'autorità politica, quale si riscontra a fronte di forme di governo tecnico amministrativo, che possono essere realizzate solo da parte di autorità cui sia garantita autonomia ed indipendenza dal potere politico.

In presenza di uno scenario nel quale la regolazione della materia in esame si colloca in un orizzonte concettuale tendente ad una riduzione delle dimensioni della politica, ci si deve chiedere quale sia stato il percorso, seguito dal legislatore europeo e da quello nazionale, che ha innovato così profondamente l'impianto sistemico dell'ordinamento del credito, nel quale al presente si individuano i presupposti per una riconversione delle modalità di intervento dell'autorità domestica, laddove la posizione di quelle europee solleva perplessità non del tutto chiarite.

A tal fine necessita muovere dall'analisi della costruzione dei vertici del settore disposta dalla vecchia normativa bancaria del 1936, che veniva dalla generalità degli studiosi riconosciuta come una 'legge in bianco' nella quale erano fissati i criteri disciplinari, che avrebbero poi trovato attuazione attraverso il noto processo di *amministrativizzazione* puntualmente rappresentato da M.S. Giannini<sup>24</sup>. Si era in presenza di un apparato nel quale l'aggregazione tra poteri di normativa secondaria, controllo sulla attuazione di quest'ultima ed applicazione di eventuali misure

---

<sup>24</sup>Cfr. *Osservazioni sulla disciplina della funzione creditizia*, in *Scritti giuridici in onore di Santi Romano*, Padova 1940, II, p. 714 ss.



sanzionatorie avveniva *in-house* presso la Banca d'Italia, la quale di fronte all'autorità politica (titolare di un potere di direzione) era comunque responsabile del corretto svolgimento dell'attività creditizia.

Dobbiamo chiederci, quindi, cosa è successo allorché, nel nuovo millennio, sono stati intensificati i rapporti finanziari in ambito UE e si è addivenuti alle importanti modifiche strutturali della architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo iniziate con la costituzione del SEVIF e proseguite con la creazione dell'UBE. Il legislatore europeo ha seguito una logica dispositiva volta a tener distinta la fase regolamentare da quella applicativa del complesso disciplinare adottato nelle competenti sedi; sicché, sul piano formale, si rinviene una corretta separazione tra l'azione politica della Commissione e del Parlamento, da un lato, e quella *tecnica* articolata tra più autorità (BCE, EBA, autorità nazionali) tra loro legate da un rapporto dialettico di collaborazione.

È evidente che alla base di detto piano sistemico v'è l'intento di far ordine attraverso la separazione dei poteri spettanti rispettivamente alla politica ed alla tecnica; ciò nel convincimento di aver ben identificato, in tal modo, il quadro soggettivo di riferimento per l'imputabilità di compiti e responsabilità, sì da scongiurare eventuali distonie funzionali all'interno del settore. Sussistono fondate ragioni per ritenere che, purtroppo, detto intento non ha trovato, sul piano delle concretezze, la realizzazione dianzi ipotizzata. Ed invero, a fronte di un'intensa attività disciplinare ascrivibile alla Commissione (basti pensare, *inter alia*, al complesso dispositivo della CRR IV) che non dà adito a dubbi in ordine alla «rispondenza del diritto al fatto», in ambito tecnico si riscontra una situazione che dà spazio a perplessità. In quest'ultimo di assiste, infatti, ad una tendenza espansiva della BCE assecondata da alcune incoerenze della regolazione e dalla posizione di piena acquiescenza alle sue indicazioni assunta da talune autorità nazionali.

Significativa, al riguardo, può considerarsi la recente *Raccomandazione* alle banche, formulata dalla BCE, di non distribuire gli utili rivenienti dalla gestione, la

quale - anche se priva di cogenza - sta ad attestare un chiaro intento espansivo delle proprie funzioni. Con riguardo ai rapporti tra l'istituzione in parola e l'EBA, è il caso di far presente la potenziale conflittualità configurabile tra le *guidelines* per la prevenzione dei rischi macrosistemici, emanate dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), con a capo il Presidente della BCE, e gli *standards* di vigilanza elaborati dall'EBA; alle quali si aggiungono i disallineamenti che possono insorgere tra detti *standards* e la regolamentazione applicativa e le raccomandazioni emanate dalla BCE. Infine, emblematico nell'identificazione delle forme relazionali con cui le autorità di supervisione nazionali si avvicinano a quella europea è il caso italiano.

Ed invero, l'iniziale "crisi identitaria", che ha colpito la nostra autorità di vigilanza creditizia a seguito della traslazione di gran parte dei suoi poteri ad organismi europei<sup>25</sup>, ha determinato talune "incertezze propositive" e "ritardi" nella linea operativa della Banca d'Italia, da quest'ultima pubblicamente riconosciuti,<sup>26</sup> nonché l'assunzione in taluni casi di un atteggiamento puntualmente definito dalla dottrina come neodirigistico<sup>27</sup> ovvero dimissionario e silente<sup>28</sup>.

In tempi recenti si riscontra un sostanziale appiattimento sulle indicazioni della BCE, le quali vengono talora interpretare estensivamente, come nel caso della incondizionata accettazione dell'orientamento che privilegia la grande dimensione bancaria<sup>29</sup>. A questa, infatti, sembra riconducibile la tesi sostenuta dal Governatore Visco secondo cui «per molti intermediari le limitate dimensioni, insieme con la loro prevalente specializzazione, spesso non consentono di effettuare i necessari inve-

---

<sup>25</sup>Cfr. in particolare F. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, I, 1 ss; F. CAPRIGLIONE, *Covid-19. What solidarity, what cohesion in the EU? Uncertainties and fears*, in *Law and economics*, 2020, 4 ss.

<sup>26</sup>Cfr. I. VISCO, *Intervento alla Giornata Mondiale del Risparmio del 2017*, p. 9 delle Bozze di stampa

<sup>27</sup>Cfr. M. SEPE, *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo?* in suppl. n. 4/2015 della *Riv. Trim. Dir. Econ.*, p. 81 ss.

<sup>28</sup>Cfr. G. ALPA-F. CAPRIGLIONE, *Il disagio delle Bcc e lo sguardo a via Nazionale*, in *IlSole24Ore*, 8 settembre 2020.

<sup>29</sup>Cfr. BCE, ENRIA, Intervento di apertura di Andrea Enria, Presidente del Consiglio di vigilanza della BCE, al *workshop* della Banca d'Italia sul quadro di gestione delle crisi bancarie nell'UE, pubblicato col titolo *La gestione delle crisi delle banche di medie dimensioni: la necessità di un approccio europeo*, Francoforte sul Meno, 15 gennaio 2021.

stimenti in tecnologia, innovare prodotti e processi, sfruttare economie di scala e di diversificazione» (ABI, 16 settembre 2020)<sup>30</sup>; addivenendo, per tal via, al diniego del principio *pluralistico* che da sempre connota il sistema bancario.

Alcuni anni or sono, in un libro scritto con Andrea Sacco Ginevri valutando la realtà sopra descritta ravvisammo una sorta di *zoppia* del sistema europeo, dovuta ai limiti della ‘formula intergovernativa’ e del ‘meccanismo comitologico’, i quali facendo arretrare la politica avrebbero potuto preludere ad un possibile primato della tecnica su quest’ultima; in parte giustificato dall’opzione dell’UE per una regolazione riguardante soprattutto la stabilità degli intermediari e la prevenzione e gestione delle crisi<sup>31</sup>. Al presente ritengo che la *zoppia* del sistema sia dovuta anche alla opacità che connota le relazioni tra gli organi tecnici per i motivi dianzi esposti. Infatti, a ben considerare, il primato della BCE sta prendendo il posto dell’incontro dialettico che avrebbe dovuto caratterizzare le modalità esplicative della *tecnica*, all’interno della quale potrebbero verificarsi situazioni di *caos* decisionale, rendendo difficile identificare le istituzioni cui va imputata la responsabilità di alcune linee strategiche. Ciò, prescindendo ovviamente da ipotizzabili commistioni di ruoli configurabili nel passaggio di esponenti di una autorità a posizioni di vertice di un'altra (come è accaduto nel caso Enria transitato dall’EBA alla BCE).

Concludendo può dirsi che il conferimento alla Bce della “supervisione bancaria” interagisce sull’autonoma gestione delle sue funzioni, che risultano «sganciate dal circuito democratico rappresentativo» in quanto la sua responsabilità «nei confronti di organi eletti a suffragio universale diretto sembra sfumare nell’assai più *soft* concetto di *accountability*»<sup>32</sup>. Se ne deduce che il profilo dello Stato ordinamento come monopolista della gestione della “cosa pubblica” attenua la sua valenza esplicativa; siamo in presenza, infatti, di un «processo di depoliticizzazione» che,

---

<sup>30</sup>Cfr. L’intervento di Visco all’ ABI è stato pubblicato dalla BANCA D’ITALIA col titolo *L’economia italiana e le banche: implicazioni della pandemia e prospettive*.

<sup>31</sup>Cfr. CAPRIGLIONE - GINEVRI SACCO, *Politica e finanza nell’UE*, Padova 2015 , pp. 65ss e 88ss.

<sup>32</sup>Cfr. IBRIDO, *L’unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Torino, 2017, p. 237.

stando alle indicazioni di Carl Schmitt, segna il passaggio dalla politica alle “categorie del politico”<sup>33</sup>.

È evidente l'urgente necessità che la politica recuperi il «ruolo guida», sotteso all'esercizio delle funzioni sue proprie, evitando carenze e ritardi che possano giustificare una supplenza della tecnocrazia, con il rischio di limitare ulteriormente il processo d'integrazione politica europea, ad oggi incompiuto nel riferimento al metodo neofunzionalista, proposto da Jean Monnet, da ritenere ormai superato<sup>34</sup>. Bisogna cogliere l'opportunità offerta dalla crisi pandemica di comprendere che «siamo più forti insieme», come di recente ha sostenuto Ursula von der Leyen, e non rinunciare al “sogno” di Altiero Spinelli!

**Francesco Capriglione**

---

<sup>33</sup>Cfr. SCHMITT, *Le categorie del politico. Saggi di teoria politica*, a cura di Miglio e Schena, Bologna, 1972, *passim*.

<sup>34</sup>Tale metodo è riconducibile alla nota tesi di HAAS E.B., *The Uniting of Europe – Political, Social and economic Forces, 1950-1957*, London, 1958, successivamente dal medesimo ribadita nel noto lavoro, *Beyond the Nation State*, London, 1964. Esso è stato analizzato anche da LINDBERG, *The Political Dynamics of European Economic Integration*, London 1963.

**PER UN RAFFORZAMENTO PATRIMONIALE  
DELLE IMPRESE ITALIANE:  
ANALISI E PROPOSTE \* \*\***

*(For a capital strengthening of Italian companies:  
analysis and proposals)*

**ABSTRACT:** *The issue of the under-capitalization of Italian companies and the potential to tap into the national savings pool of institutional investors to support the “real economy” has been to the attention of policy makers for some time. The need for a more equitized capital structure of SMEs has become even more important following the increasing relevance of intangibles (human capital, R&D, brands, etc) in driving economic growth and productivity and above all, the negative economic effects of Covid 19. Supranational and national government and central bank extraordinary support measures have mitigated the negative impacts of the pandemic on firms, households and banks. The gradual unplugging of this support and the arising issues of i. perspective rapid rise in NPLs and ii. zombie firms call for innovative policy responses to favor the transition to good private and public investments in the context of the NGEU. With specific reference to Italy, the Authors develop a scheme for recapitalization of SMEs focused on private equity instruments and on the full cooperation of institutional savers, with appropriate regulatory changes. The reference framework is based on the intertwining of competitive complementarity, rather than contrast, between capital markets / private equity*

---

\*Una prima versione di questo lavoro è stata presentata alla riunione del Comitato Scientifico di Febaf del 26/01/2021.

Si ringraziano Luigi Abete, Andrea Battista, Lorenzo Bini Smaghi, Massimo Castagna, Anna Gervasoni, Gian Maria Gros-Pietro, Simone Marino, Francesco Masera, Michela Matarazzo, Giancarlo Mazzoni, Andrea Mignanelli, Andrea Montanino, Edoardo Palmisani, Luigi Paganetto, Fabio Parlapiano, Gianfranco Rizzuti, Guido Romano, Floricel Rugiero, Enzo Serata, Alessandro Speciale e due anonimi referee per i commenti ricevuti. Gli Autori rimangono ovviamente responsabili per le opinioni espresse

\*\*Contributo approvato dai revisori

*and banks. The proposals presented are differentiated as a function of company size and make the case for a strong cooperation, but well-defined roles, between private and government entities and funding.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. - 2. Cenni sul rapporto tra risparmio e investimenti. - 3. Il crescente ruolo degli intangibles nella crescita economica ed il loro finanziamento. - 4. La sottocapitalizzazione delle imprese italiane. - 5. Il contesto bancario. - 6. Le opportunità di investimento ai tempi del QE. - 7. La contingenza del Covid 19 e le imprese italiane. - 8. Il private equity in Italia. - 9. Il risparmio in Italia: fatti stilizzati e proposte per patrimonializzare le imprese italiane. - 10. Conclusioni.

1. Il finanziamento delle imprese con tassi di interesse ultrabassi / negativi, meccanismi di garanzia pubblici e moratorie sui prestiti bancari è stato necessario per contrastare lo shock senza precedenti - esogeno, simmetrico e sostanzialmente generalizzato - da Covid-19 (EBA, 2020 e EC, 2021). E' tuttavia evidente che le misure prese hanno nel medio termine controindicazioni, in quanto possono aumentare il rischio idiosincratico e sistemico e favorire distorsioni, sospingendo le imprese verso eccessi di debito e di leva che celano il finanziamento a "zombie firms" tenute temporaneamente e artificialmente in vita. Questa tematica e le problematiche connesse sono state analizzate con grande attenzione, in particolare da Andrews and Petroulakis (2019), G30 (2020), ECB (2020), Acharya et al. (2020).

Emergono quattro punti chiave: in primo luogo, si manifestano forti intrecci fra lo stato di salute delle banche e i regimi nazionali di insolvenza delle imprese (e delle stesse banche); in secondo luogo, la sopravvivenza di zombie firms va a detrimento della crescita di produttività e più in generale della ripresa e può anche ridurre artificialmente la dinamica dei prezzi; la ricerca e l'analisi – anche all'interno di organismi ufficiali – consente di utilizzare metodi e modelli in grado di discriminare operativamente fra imprese ancora vitali e zombie firms; last but not least, le banche sono comunque chiamate a valutare il merito di credito prospettico

delle imprese, pur in presenza di moratorie, di prestiti garantiti dal settore pubblico e dell'utilizzo dei cuscinetti di capitale autorizzato dalle autorità di vigilanza. Gli schemi di valutazione del rischio sono naturalmente complessi ed i modelli tradizionalmente adottati manifestano evidenti debolezze (Masera, 2020c).

Il protrarsi della fase epidemica e le prospettive incerte sulla ripresa – prima che si possano manifestare gli effetti delle vaccinazioni di massa – inducono a ritenere che le crisi di impresa possano moltiplicarsi. Il Presidente dell'Autorità di supervisione delle banche della BCE, Andrea Enria (2021), ha recentemente indicato che è da attendersi un forte aumento degli NPL delle banche a livello europeo. Sulla base di uno scenario definito severo ma plausibile, l'aggregato a livello di eurozona potrebbe raggiungere €1,4 trilioni alla fine del 2022. Nella precedente crisi del 2008-2011 gli NPL avevano mostrato un picco, a livello di UE, dell'ordine di €1 trilione.

Per quanto riguarda l'Italia, stime e previsioni sia di Banca d'Italia (Visco 2021a), sia soprattutto degli operatori specializzati (ad es. DBRS 2021 e Banca Ifis 2021) confermano le prospettive di deterioramento. I livelli di capitalizzazione attuali sono in media adeguati, ma lo stock complessivo di Non Performing Exposures potrebbe raggiungere nel 2022 un livello di €440 miliardi, ovvero 100 miliardi in più del livello stimato a fine 2020. Rilevanti aumenti sono anche anticipati per lo stock di NPL. Occorre inoltre tener conto del fatto che i cuscinetti di capitale esistenti mostrano posizioni molto diversificate in termini sia di copertura, sia di tasso di deterioramento.

Queste argomentazioni di carattere generale sono sviluppate anche in Masera (2020b): dopo aver sottolineato che nel 2020 l'insieme delle misure prese hanno rappresentato un valido sostegno all'economia nella crisi pandemica e hanno consentito alle banche di fornire ampio supporto creditizio a imprese e famiglie, si pone in evidenza il rischio di un rinnovato irrigidirsi delle condizioni di credito e del loop perverso tra inaridirsi del credito e crisi delle imprese. Occorre assicurare

idonei flussi di finanziamento alle imprese con prospettiva di ripresa, ridurre l'incertezza del sistema e creare un ponte rispetto al rilancio delle economie nel 2021-22, collegato sia alla distribuzione di vaccini efficaci, sia all'attivazione dei meccanismi europei NGEU.

Nella situazione sopra delineata appare obbligata la definizione di un appropriato trade off nel graduale rilascio delle misure di garanzie pubbliche a favore delle imprese<sup>1</sup>, l'entrata a regime dei meccanismi di recovery e resilience e il sostegno di una bad bank europea articolata in modo flessibile e decentrato (Campa 2020, Enria 2020. Cfr. anche Rossano 2020 e Maserà 2020).

Ma gli schemi indicati non possono non contare anche su un ampio e diffuso processo di ricapitalizzazione delle imprese. Accanto al superamento delle inevitabili tensioni in una fase di ripresa comunque disomogenea, le stesse imprese sono chiamate a riattivare un flusso significativo di investimenti produttivi, accanto a e a sostegno del rilancio degli investimenti pubblici in buone infrastrutture.

Nell'attuale "era dell'economia della conoscenza" la patrimonializzazione delle imprese deve essere in grado di supportare sia lo sviluppo di capitale fisico (beni materiali durevoli con date tecnologie) che tanto più quello immateriale (o meglio il Knowledge-Based Capital – KBC - che comprende il capitale umano, beni intangibili come R&D e le strutture organizzative). La distinzione è cruciale, anche se si manifestano interazioni e complementarità fra le due modalità di accumulazione. Il ruolo del KBC è sempre più importante per i processi di innovazione e di dinamica della produttività – e pertanto per la competitività e la creazione di valore di impresa (per un'ampia rassegna si fa rinvio a The Innovation

---

<sup>1</sup>Su questo punto fondamentale non si può non sottolineare la validità e l'importanza di due prese di posizione della Banca d'Italia e della BCE. Il Governatore Visco (2021b) ha rilevato che è inevitabile una graduale e proporzionale riduzione delle misure eccezionali di policy a sostegno delle imprese e delle famiglie per contrastare la pandemia. Al contempo la Presidente Lagarde (2021) ha indicato che dall'estate del 2021 si manifesterà una ripresa per la zona euro, ma sottolinea che l'Europa non deve terminare troppo presto i sostegni monetari e di bilancio anticrisi: *“Non dobbiamo ripetere gli errori del passato togliendo in una sola volta gli stimoli, ma attuare una riduzione flessibile”*.



Policy Platform – OECD and World Bank Group, 2019).

Il nodo della ricapitalizzazione ha valenza europea (Capriglione 2020), ma è particolarmente rilevante in Italia – e sul nostro paese ci si concentrerà nel seguito – per le prospettive più incerte di ripresa acuite dalla situazione politica, per il tessuto produttivo incentrato su piccole/medie imprese e per lo svantaggio relativo in termini di mezzi propri nella struttura finanziaria delle nostre imprese rispetto ai competitor europei (par.3)<sup>2</sup>.

La Commissione europea ha affrontato in termini operativi questa problematica attraverso una serie di interventi, nell’ambito del cosiddetto “temporary framework” per sostenere l’economia nel contesto della pandemia da coronavirus. Ciò ha richiesto di adottare, a partire dall’aprile 2020, anche una serie di misure temporanee di revisione della normativa sulla competizione (EC Competition 2020 e EC 2020/21).

In coerenza con questo approccio il Governo italiano ha deciso, nell’ambito del Decreto Rilancio (2020), di autorizzare la costituzione di un Fondo pubblico destinato a favorire la patrimonializzazione delle imprese attraverso la CDP. Il fondo denominato Patrimonio Destinato è gestito da CDP con rilevanti risorse che

---

<sup>2</sup>Il dibattito analitico e operativo sulla struttura finanziaria di impresa è ancora improntato ai fondamentali contributi di Modigliani e Miller (M&M 1958-1963). Sulla base di ipotesi restrittive il teorema di M&M mostra che la configurazione di finanziamento non influisce sul valore intrinseco di un’impresa. Pur tenendo conto delle esternalità delle imprese bancarie, è sotto certi versi paradossale che l’enfasi e l’applicazione dei modelli M&M sia stata prevalentemente focalizzata negli ultimi 15 anni sulle banche, sostenendo che “*bank’s capital is not expensive*”, senza peraltro estenderne l’applicazione a tutte le imprese. Sussistono viceversa difficoltà specifiche di utilizzo delle proposizioni di M&M per le aziende di credito, principalmente per due fattori: il ruolo delle banche come produttrici di liquidità e le garanzie pubbliche. Per una trattazione esaustiva di queste problematiche ci si permette di far riferimento, ad esempio, a Masera e Mazzoni 2016.

Sotto un profilo analitico le considerazioni esposte in questo lavoro sottolineano la sostanziale validità del loro modello della struttura finanziaria di impresa, sia pure con opportuni adeguamenti per rilasciare alcune delle ipotesi restrittive di M&M. Occorre attualmente integrare i modelli di riferimento per dare il necessario rilievo all’intangible capital nella struttura finanziaria delle imprese moderne. Comunque, ciò di per sé sottolinea la rilevanza dell’equity, rispetto al tradizionale credito bancario, come fonte di finanziamento per le imprese non bancarie.

dovranno essere impiegate per il sostegno e il rilancio del sistema produttivo<sup>3</sup>.

Il meccanismo è rivolto a società per azioni, anche quotate, con sede legale in Italia, le quali non operino nei settori bancario, finanziario e assicurativo, con fatturato superiore a €50 milioni. Il Fondo è dunque rivolto a medie/grandi imprese e avrà capienza massima di €44 miliardi che verranno raccolti attraverso l'assegnazione a CDP di titoli di stato emessi appositamente e avrà una durata di 12 anni. L'importo minimo previsto per gli interventi varia da 1 a 100 milioni. Oltre la soglia di 250 milioni sarà richiesta autorizzazione ad hoc della CE. Sono previste forme di coinvestimento con investitori privati sia per aumenti di capitale, sia per il ricorso a prestiti obbligazionari convertibili.

Le modalità operative del Patrimonio Destinato sono state disciplinate con il Decreto Attuativo del MEF (2021) e saranno completate con un Regolamento da deliberare da parte di CDP. Viene confermato che gli interventi disponibili – previsti fino al 31.12.2021 – saranno articolati nell'ambito del Temporary Framework della Commissione Europea e coerenti con “condizioni di mercato”. Si prevede in particolare l'intervento complementare di altri investitori privati (non inferiore al 30%). La qualità del co-investitore privato dovrebbe riflettersi sulle condizioni finanziarie delle operazioni (pricing, remuneration, governance, life period, exit).

---

<sup>3</sup>L'esigenza di porre rimedio alla tradizionale sottocapitalizzazione delle imprese italiane ha determinato nel tempo molteplici interventi del legislatore. Non è qui possibile entrare in una disamina critica dei provvedimenti man mano presi modificati, ritirati e reintrodotti. I risultati ottenuti non sono stati comunque soddisfacenti, come dimostrano le nuove misure inserite nel Decreto Rilancio. Tra i primi provvedimenti volti a favorire la ricapitalizzazione si può ricordare la Dual Income Tax (DIT) introdotta con il Decreto Legislativo n. 466 del dicembre 1997. Una serie di provvedimenti organici sono stati introdotti nella Legge 201 del 2011 con il meccanismo ACE (aiuto alla crescita economica), modello peraltro noto a livello europeo come Allowance for Corporate Equity. L'ACE si proponeva come misura di riequilibrio volta a correggere la disparità di trattamento fiscale tra il finanziamento con debito e quello con capitale proprio delle imprese. L'ACE è stata successivamente abolita per essere poi reintrodotta con la Legge di Bilancio 2020. Tra le misure per favorire la patrimonializzazione devono essere anche ricordati i PIR (Piani Individuali di Risparmio), ovvero piani di risparmio e di investimento per il supporto dell'economia non soggetti a tassazione per periodi di detenzione elevati. Questi prodotti sono stati introdotti con la Legge di Bilancio 2017 (Camera dei Deputati 2018). Il sovrapporsi delle leggi deriva anche dalla preoccupazione del legislatore che gli eccessi di debito su cui lo Stato ha prestato garanzie possano non essere sostenibili, in particolare per le zombie firms, con perdite nette in ultima analisi sopportate dal tax payer.

Le misure speciali di sostegno alle PMI sono, come si è detto, incentrate sull'attivazione di garanzie temporanee dirette (Fondo Centrale di Garanzia e Fondi Regionali) e tramite SACE (MISE, 2021). È stato inoltre creato un Fondo "Patrimonio PMI" con dotazione di €4 miliardi prevalentemente incentrato sulla sottoscrizione da parte dello stato di debiti subordinati entro limiti predeterminati. Per le imprese con un fatturato da dieci a cinquanta milioni di euro, in presenza di un aumento di capitale superiore a 250.000 euro vi è la possibilità di accedere a tale Fondo. Il debito si concretizza in un ammontare massimo pari al minore importo tra tre volte l'ammontare dell'aumento di capitale e il 12,5 per cento dell'ammontare dei ricavi; se la società ha poi ricevuto finanziamenti garantiti ovvero tassi d'interesse agevolati ai sensi del Temporary Framework, la somma di tali aiuti e degli strumenti finanziari non può superare il maggiore valore tra il 25 per cento dell'ammontare dei ricavi ed il doppio dei costi del personale della società relativi al 2019. La gestione del Fondo è affidata al gruppo Invitalia (MEF 2020).

Le tematiche sopra indicate richiedono un'analisi preliminare di due questioni distinte ma con importanti intrecci. Se si accetta che il risparmio non si traduce sempre e automaticamente in investimento, ma possono presentarsi a livello nazionale e globale problemi di effective demand, esistono giustificazioni analitiche per politiche sia di sostegno a buoni investimenti, sia di valorizzazione del risparmio per evitare che tassi di risparmio molto alti possano addirittura portare a contrazioni del reddito e del prodotto complessivi. In secondo luogo, non si può non affrontare l'analisi della questione delle zombie firms e all'intreccio con quella del coefficiente di patrimonializzazione delle stesse imprese. Stante il mis / lack of match tra domanda e offerta, il quesito centrale sembra quindi essere se esiste un fallimento di mercato che rende necessario l'intervento di Cassa Depositi o di altra entità riconducibile allo Stato ovvero se è sufficiente che lo Stato – anziché da gestore – faccia la regia. La risposta a questo quesito, pur se centrale al problema, non è oggetto della presente nota.

Sotto questo fondamentale profilo i provvedimenti sopra indicati sia a livello europeo, sia a livello italiano appaiono carenti, non solo in quanto non chiariscono l'esigenza di evitare l'artificiale finanziamento a imprese che non abbiano prospettive, né tantomeno indicano criteri operativi e selettivi per la separazione fra aziende con prospettive da quelle "zombie".

Il tema è di non facile inquadramento teorico né di soluzione pratica; occorre tra l'altro fare ipotesi sulla durata del periodo di tassi bassi e di produttività stagnante. Ma, come si è detto, modelli operativi sono stati recentemente elaborati – a livelli sia accademico sia delle autorità di sorveglianza - per favorire il vaglio tra imprese.<sup>4</sup> Un approccio analitico meritevole di attenta considerazione è stato recentemente proposto (Acharya et al. (2021)), basato sull'esame congiunto di due ratios finanziari caratteristici: l'Interest Coverage Ratio ( $ICR = EBIT / \text{Total Interest Expense}$ ) e il Leverage Ratio ( $LR = \text{loans} + \text{short term credit} + \text{long term debt} / \text{total assets}$ ). Tanto più elevato è l'ICR rispetto alla media dei settori industriali considerati, tanto più solida ed efficiente è un'impresa. Tanto più elevata è la leva finanziaria, tanto maggiore è la rischiosità. Evidentemente tassi di interesse ultrabassi creano distorsioni e malfunzionamenti del sistema economico sotto il profilo reale, ma anche sotto quello dell'inflazione. L'eccesso di produzione di imprese zombie mantiene artificialmente basso il tasso di incremento dei prezzi. Tali indicatori, tuttavia, sono inficiati dal costo ridotto della finanza c.d. Covid e catturano solo parzialmente sia la solidità della struttura finanziaria che la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa o almeno reddito operativo per rimborsare il debito, misurabili, come si è visto, con il Debt Service Cover Ratio ed il Leverage Ratio, ovvero il Gearing Ratio.

Tali indicatori potrebbero inoltre essere complementati – con particolare riferimento all'Italia - da:

---

<sup>4</sup>Per una rassegna delle azioni di policy per prevenire la zombification dell'economia si veda <https://voxeu.org/article/zombification-europe-times-pandemic>

- indicatori andamentali (quali ad esempio la persistenza e la materialità di sconfinamenti - rispetto agli affidamenti bancari – segnalati a Centrale Rischi dalle banche)
- indicatori usati dagli analisti del settore (ad es. Cerved 2020 e MET 2021) per classificare la rischiosità delle aziende.

Come sottolineato da alcuni autorevoli commentatori, il tema dell'identificazione dei criteri delle aziende che hanno "oggettivamente" bisogno dell'intervento pubblico è di fondamentale importanza non solo per la quantificazione del fabbisogno effettivo ma anche per delimitare il perimetro di intervento dello Stato (come ricordato dal premier Mario Draghi in occasione del suo discorso al Senato). Al momento in cui si scrive, la gran parte dei bilanci delle aziende del 2020 non sono ancora disponibili; non appena disponibili, sarà possibile arricchire lo studio con una stima - applicando criteri quali ad es quelli proposti dal G30 - della numerica delle aziende coinvolte, degli oneri di finanza pubblica (al netto degli eventuali benefici derivanti dagli introiti fiscali provenienti dalla continuazione delle attività d'impresa e - nella misura in cui il debito è assistito da garanzia pubblica - minori oneri di finanza pubblica collegati alla mancata escussione delle garanzie) e della dimensione dell'intervento.

Imprese eccessivamente indebitate e inefficienti per cause preesistenti la crisi Covid non possono essere artificialmente supportate da sostegni pubblici e dal finanziamento delle banche. Il ricorso a strumenti di ricapitalizzazione rappresenta a ben vedere una cartina al tornasole della valutazione di operatori specializzati nella possibilità di ripresa delle società fondamentalmente sane e in grado di competere nel mercato con il superamento della fase più critica della pandemia. Qualora, a motivo della presenza di denaro pubblico, non si volesse lasciare la decisione integralmente ai privati, si potrebbe immaginare di coinvolgere Banca d'Italia nella valutazione dei criteri usati.

Queste considerazioni possono essere allargate al *modus operandi* del

settore pubblico. Gli investimenti in buone infrastrutture, ovvero con rendimento interno più elevato del costo dell'indebitamento, dovrebbero rappresentare l'unica forma di spesa non coperta da entrate correnti corrispondenti. Anche nel caso del settore pubblico le spese di accumulazione produttiva dovrebbero essere finanziate attraverso un mix opportuno di debito, equity e strumenti ibridi (EURIS EU Real Infrastructure Securities, Masera 2020a).

È in questo contesto che il ricorso a strumenti di private equity e misure di sostegno del risparmio nazionale, indirizzandolo verso una sostenuta accumulazione (cfr. par. 1), sono chiamati a svolgere un ruolo essenziale.

Abete (2020) ha efficacemente sintetizzato la natura del problema: l'intervento per la patrimonializzazione del tessuto produttivo da parte degli investitori istituzionali è necessario e urgente per far ripartire l'economia ed è un tema strategico per il paese. La natura di lungo termine del risparmio previdenziale e assicurativo è coerente con le esigenze di sostenibilità dei progetti di investimento delle imprese. Sotto il profilo tecnico, in sede LUISS Business School (2018) è stata presentata in particolare una proposta imperniata su organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) quotati, compliant con la normativa dei PIR che investano in strumenti di debito/equity di medie aziende non quotate. Il meccanismo PIR, nell'attuale formulazione, non risulta idoneo a favorire la patrimonializzazione di aziende medie non quotate.

L'enfasi su questi temi, con specifico riferimento al ruolo dei fondi di private capital, è stata posta da Cipolletta (2020). È stato in particolare sottolineato che un fondo di fondi (FoF) aiuterebbe a mobilitare le risorse anche degli investitori istituzionali. Sia Abete, sia Cipolletta in sede Febaf hanno indicato che queste proposte richiederebbero idonee modifiche legislative di sostegno, a complemento di quanto già definito sotto il profilo normativo, in particolare per la patrimonializzazione delle PMI (MISE 2020).

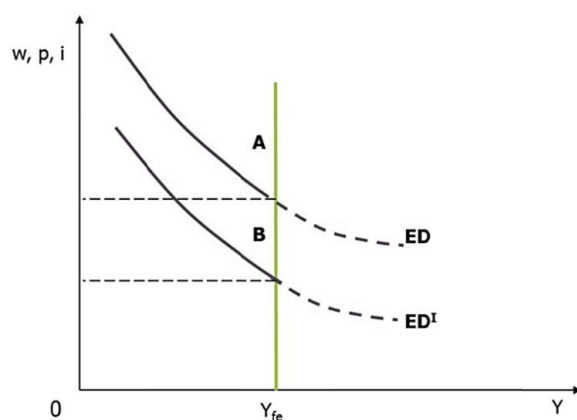
2. L'economia non è una scienza esatta: molteplici sono le teorie, i modelli e le prescrizioni di politica economica. Al costo di semplificazioni forse eccessive si riassumono di seguito alcune questioni dibattute sul rapporto tra risparmio e investimenti. Secondo schemi di analisi che affondano le radici nei classici della scienza economica (Say, Ricardo e Smith), l'offerta di beni e servizi crea sempre una corrispondente domanda. Non esiste pertanto un problema di domanda effettiva e di disoccupazione strutturale. Sulla base di questi modelli il risparmio si traduce sempre in maggior capitale (fisso e circolante). Non possono quindi presentarsi situazioni di eccesso strutturale di risparmio. Aldilà della straordinaria ed eccezionale crisi da pandemia, molti sostengono che ancor prima l'economia globale, e in particolare quella dell'euroarea, erano caratterizzate da fenomeni di eccesso di risparmio di carattere strutturale. Queste condizioni sono meglio modellate nell'ambito di schemi keynesiani rispetto a quelli sopra ricordati dei classici.

La proposizione del saving glut è stata proposta da Bernanke, allora Presidente della FED, che ha convincentemente argomentato l'esistenza di un eccesso di risparmio globale, ovvero una situazione in cui il risparmio desiderato supera nel medio-lungo periodo l'investimento desiderato. Questa posizione si ricollega a un'ipotesi di una secular stagnation. In questo contesto di riferimento la politica monetaria risulta in particolare cronicamente incapace di spingere i tassi di interesse a livelli tali da consentire la piena occupazione. Si ribadisce che queste tesi sono state avanzate prima della pandemia da coronavirus che ha naturalmente esacerbato ed esaltato le difficoltà. Le tesi in questione, pur sviluppate aldilà dell'Atlantico, hanno avuto e hanno importanti sostenitori anche e soprattutto in Europa. La BCE ha accettato e sviluppato questi schemi analitici spiegando che concorrevano a giustificare la politica dei tassi di interesse negativi già dalla metà dello scorso decennio. L'allora Presidente della BCE Draghi ha, ad esempio, scritto: *"Vi è la tentazione di concludere che i tassi di interesse molto bassi, poiché generano*

*queste sfide, rappresentano essi stessi il problema. Di fatto non è così. Sono il sintomo di un problema sottostante che è una domanda di investimenti insufficiente ad assorbire tutto il risparmio disponibile nell'economia. È questo fenomeno – l'eccesso di risparmi rispetto agli investimenti remunerativi a livello mondiale – che spinge i tassi di interesse su livelli estremamente bassi. Il modo corretto per far fronte alle sfide non consiste quindi nel tentativo di eliminare i sintomi, ma nel combattere la causa di fondo” (Draghi 2016).*

Secondo questi schemi la vera protezione del risparmio sta nel creare un ambiente e adottare politiche che spingano a realizzare investimenti profittevoli sia nel settore privato sia in quello pubblico. Diversamente, l'eccesso di risparmio porta a contrazioni del reddito e successivamente del risparmio stesso.

**Fig 1:** Il modello classico



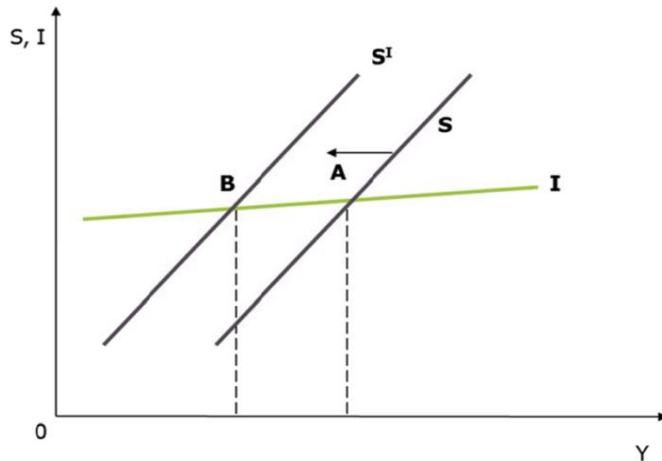
**Fonte:** Masera (2020c)

Il principio della effective demand (ED) non è accettato dalla main stream classical school (Say, Ricardo, Smith), anche se era stato analizzato e approfondito da Malthus.

*“Every frugal man a public benefactor” (Smith, Wealth of Nations, p. 371).*



**Fig. 2:** Il paradosso della parsimonia (Keynes)



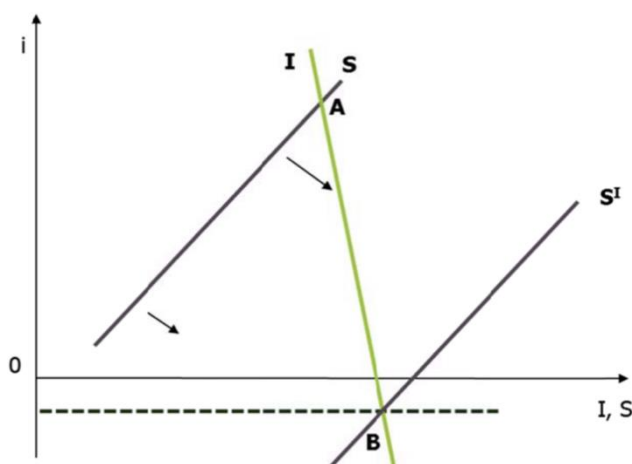
**Fonte:** Masera (2020c)

Nel sistema keynesiano l'ED rappresenta un concetto chiave. Possono manifestarsi excess savings. In questa condizione (la fallacia di composizione) la catena causale è invertita: sono gli investimenti che determinano in equilibrio i risparmi (Hicks 1977, pag.22).

Riassumendo, nel sistema classico il risparmio precede e porta all'investimento. Nel sistema keynesiano i nessi causali possono invertirsi, con l'investimento che porta al risparmio. Più accuratamente, risparmio e investimento sono determinates, non determinants del sistema. I veri determinanti sono: 1. la propensione al consumo/risparmio e 2. Le curve dell'efficienza marginale del capitale e del tasso di interesse. In questa prospettiva una rappresentazione più accurata dei fenomeni in discussione in questo e nel successivo grafico dovrebbe essere basata su uno spostamento della curva degli investimenti autonomi. La rappresentazione grafica adottata segue l'approccio più comune volto ad analizzare il saving glut. Il modello dell'eccesso di risparmio è generalizzato in un'economia aperta con il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti che registra

surplus strutturali.

**Fig. 3:** Il fallimento del meccanismo del tasso di interesse



**Fonte:** Masera (2020c)

Il saving glut determina una politica monetaria fortemente espansionistica. L'equilibrio temporaneo (**B**) è raggiunto con tassi di interesse negativi, ma se protratti troppo a lungo i tassi di interesse negativi possono determinare conseguenze avverse con leva eccessiva e rischio sistemico.

Secondo l'approccio qui delineato cade in primo luogo la tesi, comunque semplicistica, secondo la quale il debito pubblico rappresenta sempre un'eredità "avvelenata" per le generazioni future. Se a fronte del debito stanno capitale fisico e umano, ricerca e sviluppo, infrastrutture sociali/sanità, servizi pubblici efficienti e public utilities e soprattutto progetti e programmi per la mitigazione del rischio ambientale, l'eredità che viene trasmessa è positiva, feconda e necessaria per la crescita sostenibile (Masera 2018).

In secondo luogo, si rinvencono solide giustificazioni analitiche per politiche di sostegno a buoni investimenti e quindi l'assioma in base al quale "la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme" (Art. 47 della Costituzione) deve essere interpretato nel senso di assicurare un fecondo intreccio tra risparmio

e investimento, per evitare che una propensione ex ante molto elevata finisca con il rivelarsi una debolezza che può contribuire all'inaridimento del risparmio stesso.

Sono queste in estrema sintesi le motivazioni che inducono a sostenere da un lato lo schema degli EURIS e dall'altro forme di intreccio fecondo tra i nuovi flussi e lo stock di risparmio nazionale con la realizzazione di investimenti remunerativi e la creazione di imprese solide e adeguatamente patrimonializzate, utilizzando al meglio il sistema finanziario, banche, compagnie di assicurazione, fondi pensione e fondi di private e public equity.

Nell'ottica qui presentata il balzo della propensione al risparmio delle famiglie nel corso del 2020, con un tasso che ha superato il 20%, costituisce un mixed blessing. Mutatis mutandis, considerazioni analoghe possono essere fatte circa il forte aumento che si sta registrando degli attivi liquidi delle banche (come analizzato da Gobbi, 2021). Se non hanno sbocco in consumi e in investimenti produttivi e redditizi entrambi i fenomeni sono destinati a inaridirsi.

3. Come si è indicato nell'Introduzione, varie analisi hanno approfondito il crescente ruolo degli intangibles e del capitale umano nella crescita economica.

Corrado et al. (2006) mostrano che l'inclusione dell'intangible capital al framework standard degli indicatori di crescita utilizzati dal Bureau of Labor Statistics (BLS) contribuisce a spiegare in modo più accurato la crescita economica degli USA.

Corrado et al. (2016) confrontano un gli investimenti in beni materiali e immateriali per 18 paesi europei e gli Stati Uniti e mostrano che

- A) gli investimenti materiali sono diminuiti notevolmente durante la Grande Recessione e non si sono quasi ripresi, mentre gli investimenti immateriali sono stati relativamente resilienti e si sono ripresi rapidamente negli Stati Uniti, ma sono rimasti indietro nell'UE;
- B) le basi di dati della crescita di contabilità nazionale che includono i beni

immateriali (software, R&S, etc.) suggeriscono che il capital deepening è il principale motore della crescita, con beni materiali e immateriali che rappresentano l'80% e il 20% nell'UE mentre entrambi rappresentano il 50% negli Stati Uniti, nel periodo 2000-2013

- C) estendendo il perimetro alle attività immateriali non incluse nei conti nazionali (Corrado, Hulten e Sichel (2005)), il contributo dei beni materiali si riduce sia nell'UE che negli Stati Uniti (60% e 40% rispettivamente) mentre i beni immateriali rappresentano una quota maggiore (40% nell'UE e 60% negli Stati Uniti).

Haskel et al (2018), partono dalla considerazione che c'è *"qualcosa di fondamentale diverso nell'investimento in beni immateriali"* che aiuta a comprendere alcune delle questioni chiave dell'economia di oggi: innovazione e crescita, disuguaglianza, il ruolo del management e le riforme in campo finanziario e politico. Per quanto rileva in questa nota, gli autori sostengono che gli investimenti in beni immateriali rivestono un ruolo importante nella recente tendenza alla stagnazione secolare, amplificando il fenomeno macroeconomico legato al savings glut di cui si è detto in precedenza. Esaminando le modalità di finanziamento di un'economia sempre più basata sui beni immateriali, gli autori prevedono un ruolo sempre meno rilevante del canale bancario ed una crescente importanza dell'equity.

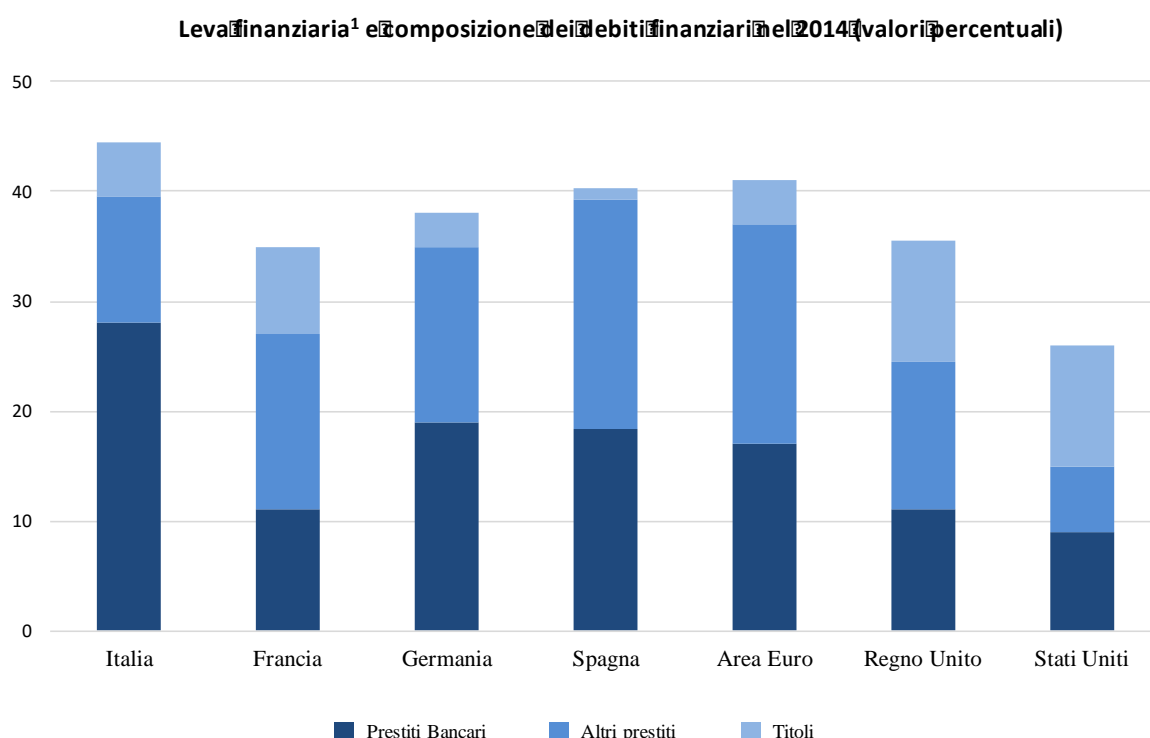
Nel contesto italiano, Fondo Italiano di Investimento (2012), analizzando i fattori di sviluppo dal 1970 al 2010, mostra che strutturalmente lo sviluppo si associa sempre più all'investimento in immobilizzazioni finanziarie e immateriali ma che il rapporto tra patrimonio netto e le suddette immobilizzazioni si è progressivamente ridotto, passando da 2,1 a 1,1 (ed è destinato ulteriormente a diminuire in presenza di fasi di sviluppo). Poiché l'autofinanziamento rischia di non essere in grado di supportare la crescita dell'attivo immateriale e le banche, oltre ai problemi di cui si parlerà nel seguito (par. 4), fanno fatica a finanziare asset il cui

collaterale è “impalpabile”, l’equity sembra essere la principale soluzione.

In sintesi, l’avvento delle tecnologie informatiche e la velocità del cambiamento geo-politico ed economico rendono indispensabile la capacità di reagire in tempi rapidi ai cambiamenti del sistema. In tale contesto, la volatilità degli outcome degli scenari previsionali impone una struttura finanziaria solida e quantitativamente adeguata, in grado di fare da “cuscinetto”. Inoltre, sotto il profilo degli impieghi, crescono le esigenze di investimento in attivo immateriale (capitale umano, marchi, brevetti, reti commerciali, avviamento, R&D, ...) ai fini di mantenere elevato il livello di competitività all’interno del mercato di riferimento, che per qualsiasi attività oggi assume dimensioni internazionali. Tali esigenze di nuovi “asset”, poco (o per niente) utilizzabili come garanzia per il sistema finanziario tradizionale, rendono sempre più difficile il ricorso al debito tradizionale, a fronte di parallele esigenze da parte delle banche di ridurre il volume degli impieghi “a maggior rischio”.

4. Come mostrato in varie analisi (Ippolito et al 2019, tra gli altri), il confronto internazionale del passivo mostra una relativa fragilità delle aziende italiane. Rispetto agli altri principali paesi europei, le imprese italiane si distinguono, infatti, per la presenza di minor capitale di rischio e maggiore capitale di debito (soprattutto bancario): l’equity è in media la metà delle fonti di finanziamento a disposizione delle aziende.

**Fig.4:** Confronto internazionale del passivo delle imprese italiane

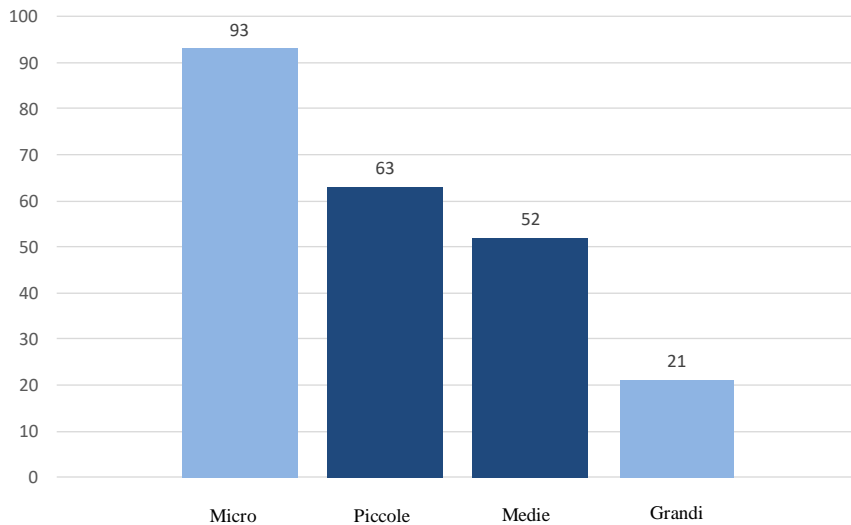


**Fonte:** Relazione Annuale della Banca d'Italia 2015 (Dati Banca d'Italia, BCE, Federal Reserve System – Board of Governors).

<sup>1</sup>La leva finanziaria è qui definita come rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto valutato a prezzi di mercato.

Il divario della leva finanziaria delle imprese tra Italia e altri paesi della zona euro è cresciuto negli ultimi anni, nonostante il debito delle imprese italiane sia diminuito dal 2011. Uno studio della Banca d'Italia (De Socio et al, 2016) mostra che – per colmare l'equity gap tra aziende italiane e straniere – occorrerebbe “trasformare” circa 230 miliardi di euro di debito in equity, che corrisponde al 18 per cento dei debiti finanziari delle imprese. Suddividendo tali necessità in funzione della dimensione dell'azienda, lo studio conclude che la riduzione di debito richiesta per allinearsi alla media EU è significativamente maggiore per le PMI.

**Fig. 5:** Riduzione di debito richiesta alle imprese italiane (per dimensione) per allinearsi alla media europea



**Fonte:** De Socio et al (2016)

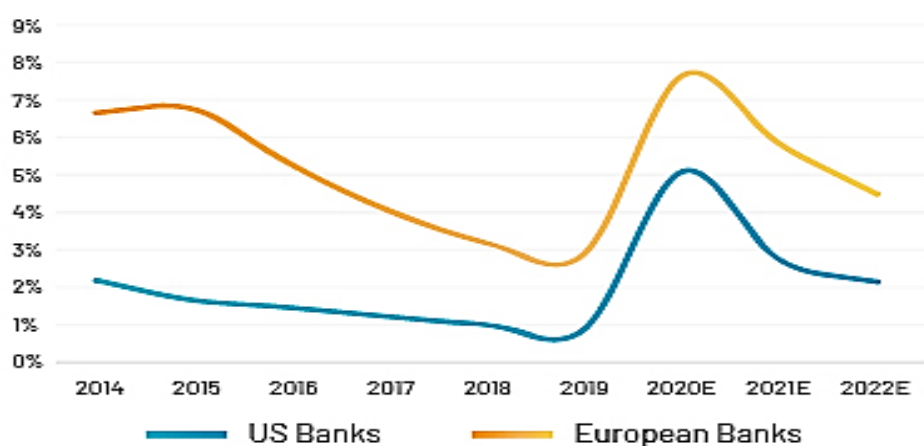
Queste stime non incorporano gli effetti del Covid sui bilanci delle imprese del 2020 (cfr paragrafo infra) né tantomeno quelli del 2021: è ragionevole presumere che - nel caso si intenda allineare tutte le aziende alla media europea – il valore complessivo potrebbe risultare non inferiore a €300mld.

È interessante notare che i dati usati nell’analisi della Relazione della Banca d’Italia così come quelli dell’articolo di De Socio et al., pur usando la prima valori di mercato dell’equity, mentre l’altro valori di libro, giungono comunque a conclusioni analoghe in termini di sotto-capitalizzazione imprese italiane in un confronto internazionale. E’ opinione degli Autori che, essendo il focus della presente nota le PMI, i valori più adeguati siano quelli di libro.

5. La mole di non performing loans seguenti alla crisi del 2008 ed i maggiori requisiti di capitale richiesti alle banche nell’ambito degli accordi di Basilea hanno spinto le banche stesse a ridurre le dimensioni del proprio attivo (cd. deleveraging). Come si è indicato nell’introduzione, questo fenomeno è destinato a riprendere per effetto della crisi legata al Covid 19 ed alla tendenza degli istituti

bancari di grandi dimensioni a concentrare la propria attività sui large corporate. L'impatto è destinato a essere maggiore sui clienti sub-investment grade (all'interno dei quali ricadono molte PMI per mero effetto delle loro ridotte dimensioni).

**Fig 6:** NPL in Europa e USA

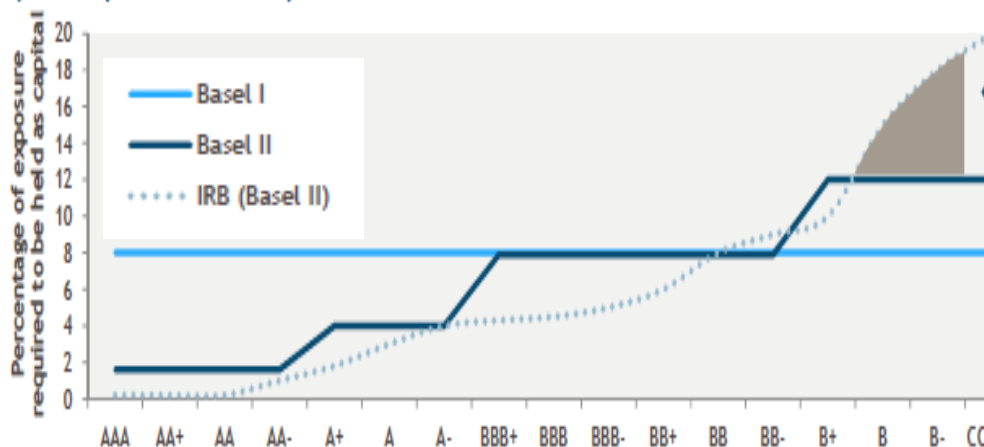


Source: ECB, Federal Reserve, Acuity Knowledge Partners

**Fonte:** Acuity Knowledge Partners

**Fig. 7:** NPL in Europa e USA

Capital Requirement for Corporate Loans Under Basel I, Basel II, and IRB Basel II



La riduzione degli affidamenti ha avuto e avrà un forte impatto sulle aziende



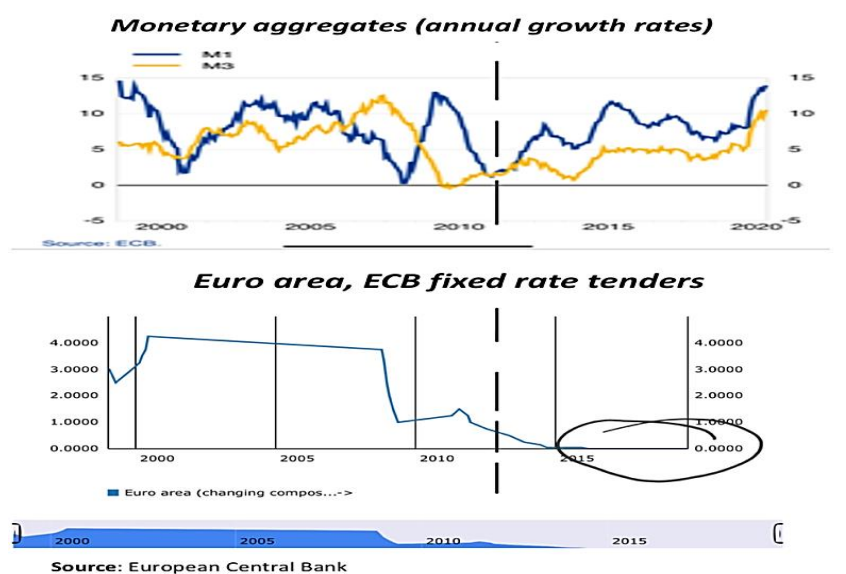
italiane che si finanziano in misura prevalente attraverso l'indebitamento bancario rispetto alle aziende europee che - come detto in precedenza - sono più capitalizzate e si finanziano anche sul mercato dei capitali.

Su ciò si innesta anche una struttura di mercato che si è modificata negli ultimi 30 anni: gli istituti di credito a medio lungo termine (e le competenze industriali e settoriali accumulate) sono stati assorbiti dalle banche universali, le banche di investimento per le PMI sono scomparse e la crescita dimensionale (legata a fattori di scala e di capitale) ha allontanato le banche dalle PMI. Tali cambiamenti hanno portato diversi osservatori a invocare “la Mediobanca dei piccoli” o la “versione italiana della BPI France” a seconda che si preferisca una soluzione lasciata al mercato o una lasciata al pubblico.

Tutto ciò ha spinto istituzioni e imprese in Italia a porre maggior attenzione alle modalità di finanziamento alternativo rispetto a quello tradizionale bancario.

6. Come noto, dal 2011, la BCE ha aumentato la base monetaria attraverso politiche di Quantitative Easing con la conseguenza di portare i tassi di interesse a zero.

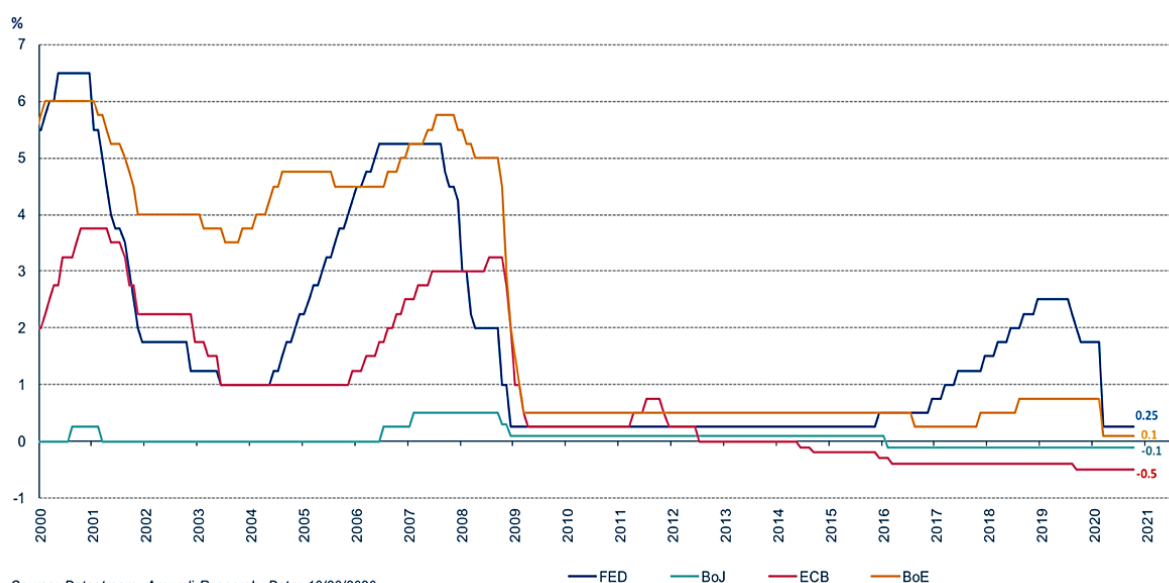
Fig. 8



**Fonte: ECB**

e lo stesso è avvenuto nel resto del mondo.

**Fig 9:** Tassi di interesse delle principali banche centrali



**Fonte: Amundi (2020)**

L'enorme espansione degli attivi delle principali banche centrali si è riverberato nell'aumento significativo del valore delle quotazioni delle società quotate in borsa. Al contempo i tassi di interesse negativi hanno favorito l'enorme espansione dei saldi debitori nei margin accounts dei principali broker dealers. Il cosiddetto margin debt, un importante strumento di leva sui mercati azionari, si è corrispettivamente accresciuto sensibilmente. Le Figg. 10 e 11 sintetizzano graficamente i trend descritti.

Fig.10

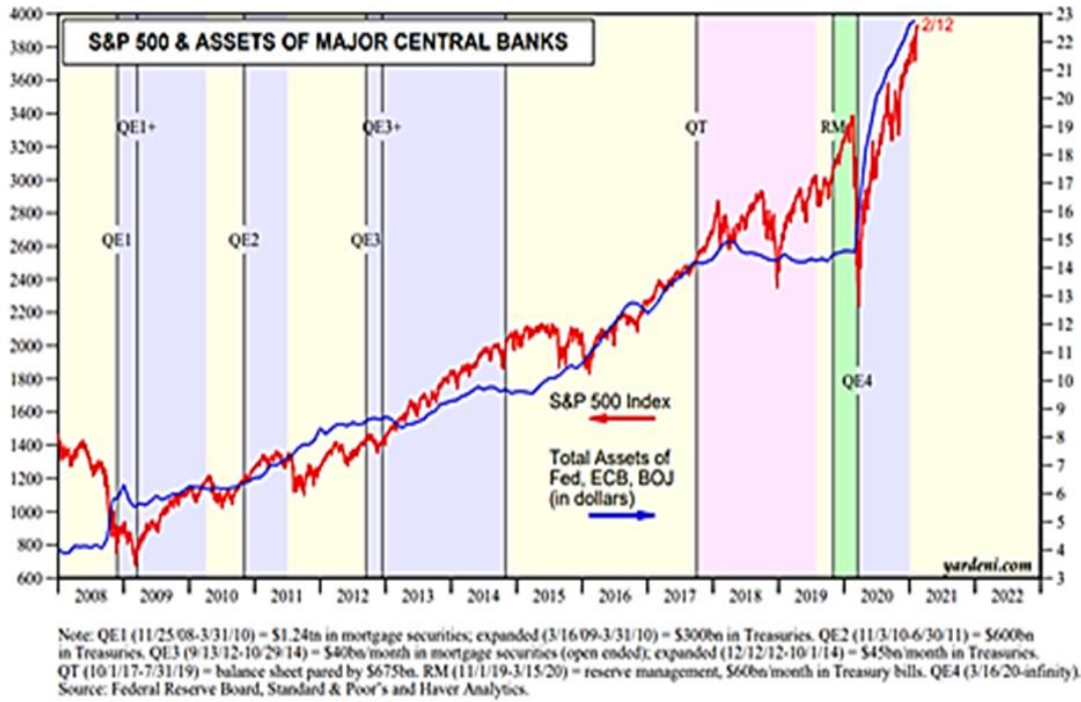
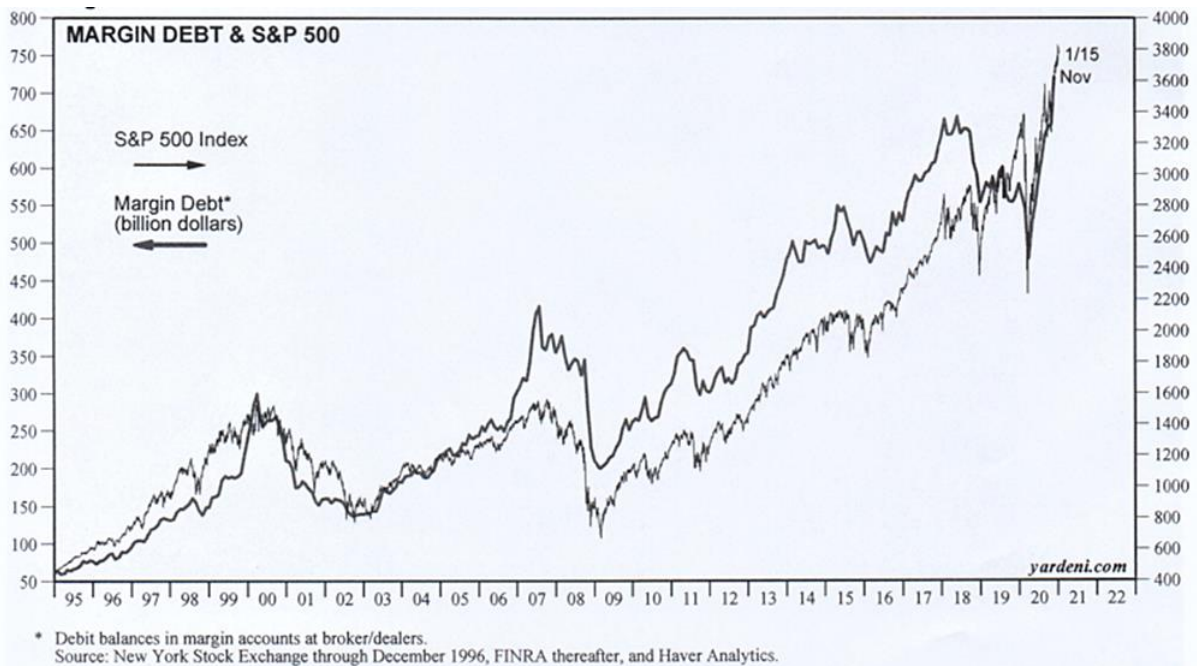


Fig.11



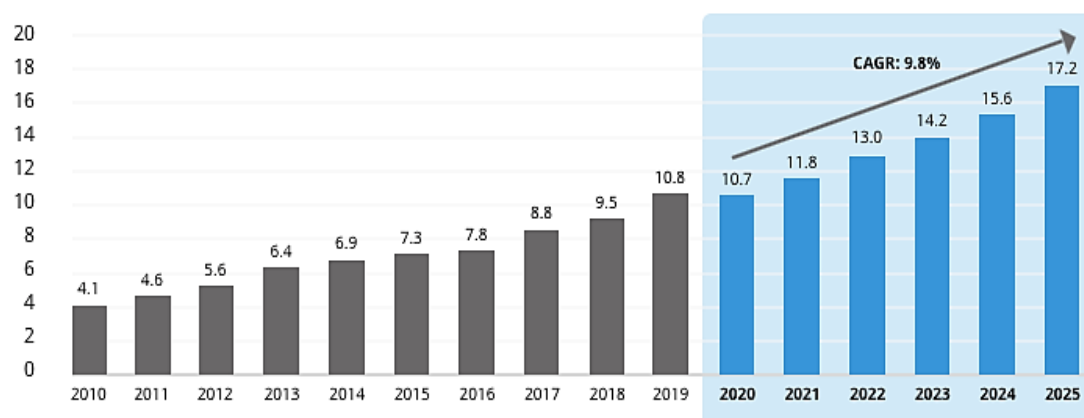
Fonte: Yardeni (2021)

Il nuovo quadro macrofinanziario è stato ed è pertanto caratterizzato da

forte lievitazione dei corsi dei titoli sovrani a medio-lungo termine e da aumento dei titoli azionari quotati.

In questo contesto macroeconomico di tassi bassi in cui gli investitori sono alla ricerca di opportunità con rendimento positivo si inquadra la crescita del settore degli investimenti alternativi (incl. hedge funds) che è passato da \$ 1 trilione nel 1999 a \$ 10 trilioni nel 2020 (fonte: PreQin) e si prevede che arriverà fino a \$ 17 trilioni entro il 2025 (fonte: PreQin).

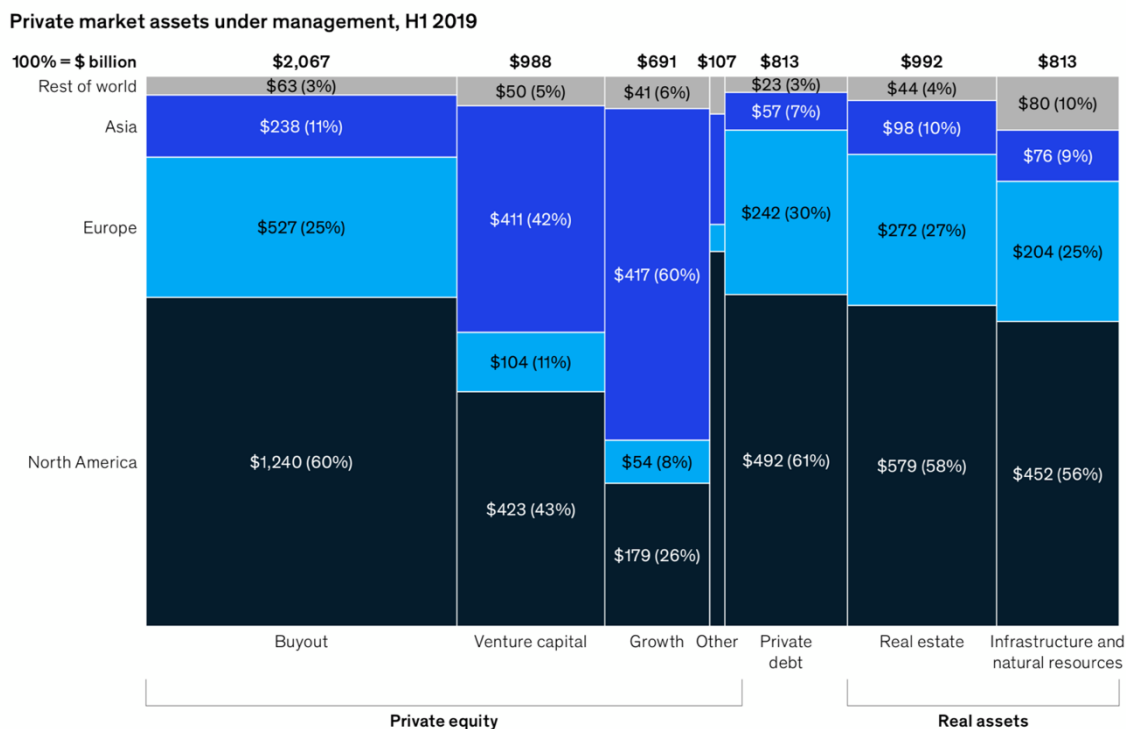
**Fig 12:** Assets Under Management (\$tn) degli asset alternativi



**Fonte:** PreQin (2020)

All'interno delle asset class alternative, il private equity rappresenta la quota più significativa (54%).

**Fig 13:** AUM delle principali categorie di asset class alternative (escl. hedge funds), 2019 H1.



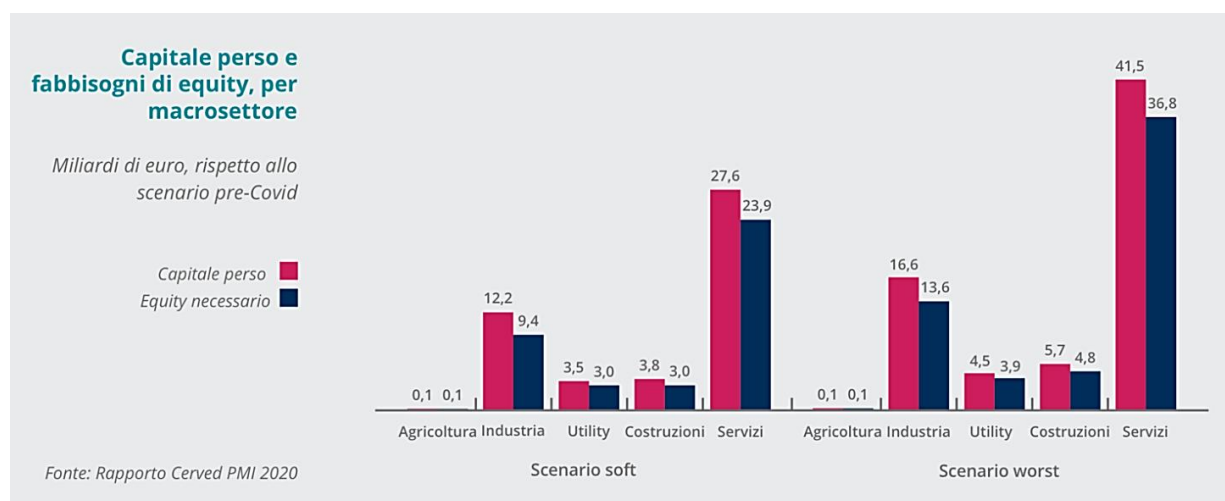
**Fonte:** McKinsey (2019)

Oltre a rappresentare l'asset class più diffusa, PreQin stima che il private equity crescerà nel mondo più rapidamente delle altre (15% di CAGR di AUM tra 2020 e 2025).

7. Gli effetti negativi del Covid 19 sono già visibili sui risultati delle imprese del 2020 e, stante il perdurare della pandemia, continueranno anche sui bilanci 2021. Nel rapporto PMI 2020 Cerved ha elaborato due scenari (soft e worst) - in funzione della diversa gravità della crisi - e ne ha misurato l'impatto sia dal punto di vista economico che patrimoniale. Nello scenario soft le imprese italiane potrebbero perdere €47mld di capitale, di cui €10mld a causa dei default e altri €37mld a causa della riduzione dei ricavi. In uno scenario macroeconomico di

previsione severo, questo valore potrebbe crescere fino a €68mld (di cui €19mld a causa di default e €50mld a causa della riduzione di scala). Dal punto di vista settoriale, la figura seguente sintetizza il fabbisogno di capitale per alcuni settori.

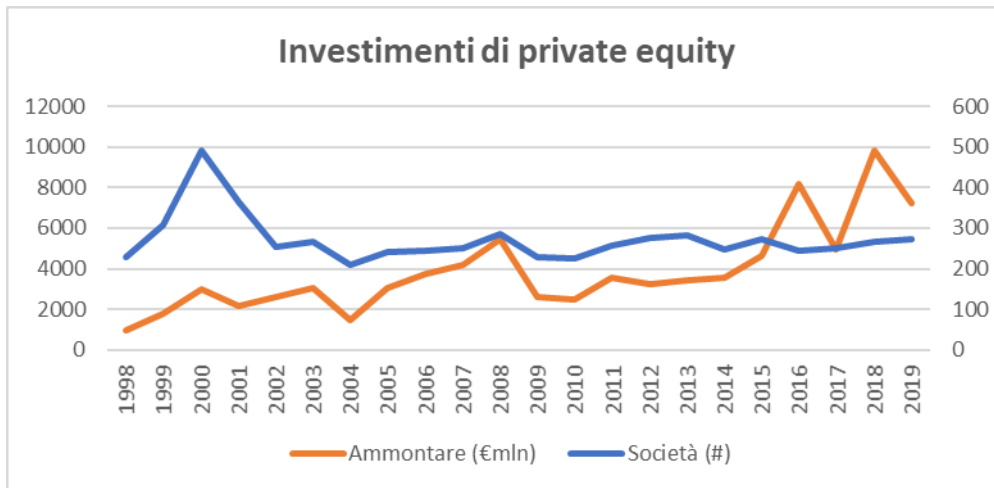
**Fig.14:** Fabbisogno di equity per macrosettore a seguito del Covid 19



Oltre ai motivi precedentemente descritti che rendono auspicabile il ricorso al capitale proprio anziché capitale di debito, gli effetti del Covid sui conti delle imprese portano a considerare che molte aziende non possono sostenere i costi fissi addizionali (interessi e rate capitali), la volatilità dei profitti o il rischio di fallimento che una leva aggiuntiva porta. Allo stesso tempo, il capitale di rischio consente - nel caso di un coinvolgimento dello stato - ai contribuenti di godere di parte del futuro *upside*. Nella misura in cui lo stato dovesse ottenere benefici, l'equity previene l'azzardo morale associato a "*socializzare le perdite privatizzando i guadagni*" [Jonung (2009), Bianchi (2016)]. Offrire una quota dei profitti futuri ha inoltre il vantaggio di agire come deterrente dall'abuso del programma, in quanto scoraggia le aziende altrimenti sane dall'accedere al programma di salvataggio: in poche parole, l'effetto diluizione è troppo costoso per un'azienda sana [Philippon et al. (2013)].

8. La figura sottostante riporta, dal 1908 al 2019, il flusso di investimenti totali, il numero di operazioni condotte e di società investite da cui si desume un valore medio degli investimenti annui intorno ai €4 miliardi ed un numero delle imprese interessate ogni anno in media a 270 ca.

**Fig. 15:** Investimenti dei fondi di private equity in Italia



**Fonte:** AIFI, “Il mercato italiano del venture capital e del private equity”, vari anni.

Pur tenendo conto della crescita significativa degli investimenti negli ultimi 20 anni, il confronto internazionale mostra che la dimensione del private equity in Italia è ancora ridotta rispetto ai concorrenti europei ed al Regno Unito. Secondo le statistiche di Invest Europe, gli investimenti in private equity valgono in Italia solo lo 0,13% del Pil, contro lo 0,22% della Spagna, lo 0,28% della Germania, lo 0,68% della Francia e l'1,3% del Regno Unito. Anche la borsa ha una capitalizzazione decisamente inferiore in Italia (37% rispetto al Pil) confrontata con gli altri Paesi europei (Germania 58%, Spagna 64%, Francia 100% e Regno Unito 152%).

Nonostante il potenziale (dato anche dalla struttura del tessuto imprenditoriale dominato dalle PMI), l'evidenza storica sembra indicare una certa “ritrosia” degli imprenditori italiani ad aprire il capitale a terzi. Tra le principali

motivazioni per questa ritrosia:

- Effetto diluizione: l'ingresso di un fondo genera una diluizione nella quota dall'imprenditore;
- Ingerenza nelle decisioni strategiche e nel day by day: il meccanismo di funzionamento di un fondo di private equity impone la condivisione della strategia e limiti nell'autonomia decisionale dell'imprenditore;
- Problema dell'exit: in linea con le best practices, qualora il fondo sia entrato in aumento di capitale per acquistare una minoranza, l'imprenditore ha sempre la possibilità (call option) o l'obbligo (put option da parte del fondo) di riacquistare la quota del fondo. Tale possibilità è però quasi sempre teorica in quanto l'imprenditore spesso non ha i mezzi per il riacquisto e si trova perciò obbligato – per effetto delle clausole di tag along / drag along – a cercare sempre un nuovo partner finanziario per sostituire il precedente (se non addirittura un socio industriale che rilevi la totalità dell'azienda).

Come ricordato anche da Abete (2020), una critica che viene sovente mossa al private equity è lo *short termism* che porta spesso ad abbandonare - a scapito quindi dell'impresa - progetti con NPV positivo ma i cui benefici, non potendo essere "monetizzati" dal fondo *incumbent*, non vengono perseguiti.

Le condizioni post Covid (multipli in riduzione e bilanci appesantiti dalla crisi) potrebbero rallentare ulteriormente l'appel del private equity, a meno che le aziende si trovino in una tale situazione di crisi da essere obbligate a ricapitalizzare (rendendo però l'opportunità interessante solo per operatori specializzati su distress / turnaround).

Una soluzione che si comincia ad affacciare sul mercato italiano è quella dei fondi di capitale ibrido (debito-equity) che, grazie al mix di prodotti offerti (solo o per la maggior parte debito), consentono all'imprenditore di mantenere la maggioranza e la gestione operativa delle attività.



9. A fine 2018:

- il patrimonio dei fondi pensione ammontava a €160mld;
- le attività gestite dai soci dell'Associazione Italiana Private Banking (AIPB) ammontavano a €817mld, il 26% ca delle attività investibili delle famiglie italiane;
- l'attivo delle assicurazioni ammontava a €912mld;
- l'attivo delle casse previdenziali (privatizzate) ammontava a €80mld ca;
- le attività finanziarie detenute all'estero si attestavano a €174mld ca, di cui €50mld ca su conti correnti
- le giacenze di conto corrente ammontavano a oltre €1400mld.

Applicando una percentuale di attivazione pari al 20%, si può ipotizzare di poter fare affidamento su almeno €500-750mld di risparmio.

Gli strumenti proposti per la ricapitalizzazione delle imprese italiane variano in funzione della dimensione aziendale.

Ippolito – Masera (2020) hanno elaborato alcune proposte – qui riprese e integrate (Tab.1) – per agevolare l'accesso del risparmio all'economia reale, che si attagliano al caso di aziende di medie dimensioni (EBITDA minimo pari a €5mln).

**Tab.1:** Alcune proposte per la patrimonializzazione di imprese di media dimensione

STRUMENTO	DIMENSIONE TARGET (€MLD)	SOTTOSTANTE	ORIGINATOR	GESTORE	INVESTITORE
Fondo / Fondo di fondi	50	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Equity di minoranza e/o maggioranza) di aziende non quotate</li> <li>• Hybrid capital</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mercato</li> <li>• Gestori</li> <li>• Banche, altri soggetti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SGR e operatori selezionati da Fondo Italiano di Investimento (FII)</li> <li>• CDP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• FEI, Fondi UE dedicati (eventualmente caratterizzati geograficamente / settorialmente)</li> <li>• Patrimonio Rilancio, Fondi di Recovery</li> </ul>

					Plan <ul style="list-style-type: none"> <li>• Casse previdenziali e fondi pensione (a valere su categoria di riferimento)</li> </ul>
Fondi di fondi quotati, SPAC e permanent vehicles quotati (di filiera industriale)	100-150	Equity di minoranza quotato	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Associazioni di categoria industriale</li> <li>• “Capo” filiera industriale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SGR e operatori selezionati da FII</li> <li>• CDP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Casse previdenziali e fondi pensione</li> <li>• HNWI e retail (via Eltif e PIR)</li> </ul>

La prima proposta (fondo di fondi) si inserisce nel solco delle esperienze di collaborazione tra (denaro) pubblico e (gestione) privata di Cassa Depositi e di Fondo Italiano di Investimento (e Fondo Europeo degli Investimenti) ed ha il beneficio quindi di poter essere implementata molto rapidamente. Il salto dimensionale impresso nella raccolta da questa proposta avrebbe anche il beneficio ulteriore di colmare un gap di mercato di fondi da €200-250mln, supportare la nascita di nuovi *team* di gestione di fondi (la cui numerica è anch’essa inferiore su scala EU) e di accrescere la dimensione di quelli esistenti.

La seconda proposta promuove la nascita di fondi di fondi quotati e l’utilizzo di strumenti esistenti quali SPAC (30 circa in Italia dal lancio) e veicoli di permanent capital (ad oggi solo uno di emanazione anglosassone) e si propone di

- Promuovere la nascita di fondi di fondi quotati: la quotazione di grandi fondi di fondi (eventualmente differenziati per investment stage - ad es. growth, distressed – ovvero per settore) consentirebbe di accelerare l’ingresso degli investitori (perché si avrebbe un unico documento cui aderire, anziché doverlo negoziare di volta in volta) ed eviterebbe alcuni dei pitfalls che i critici delle SPAC avanzano (incentivi non allineati a investitori, incentivo del promotore a chiudere un deal ma non a gestirlo);

- Perseguire una finalità di politica industriale: la promozione di SPAC ovvero di veicoli di permanent capital “industry specific”<sup>5</sup> in settori strategici ovvero tipici del Made in Italy permetterebbero la nascita / crescita di “campioni nazionali”, rafforzando la difendibilità dei settori chiave nel nostro Paese;
- Mitigare il problema dello short termism: la durata a medio-lungo termine delle aziende quotate rende perseguibili un progetto di crescita di lungo periodo sottraendolo allo “stress” dell’exit durante l’holding period tipico dei fondi (3-5 anni). Taluni osservatori fanno notare che per facilitare lo sviluppo delle SPAC occorrerebbe modificarne alcune caratteristiche (carry sul singolo deal, governance sbilanciata verso il gestore, difficoltà di rimozione del gestore) che rendono squilibrato il rapporto tra gestore e investitori;
- Aumentare la capitalizzazione della Borsa italiana: la quotazione di prodotti quali SPAC e veicoli di permanent capital avrebbe come felice corollario quello di accrescere la capitalizzazione della Borsa italiana e di rendere l’investimento degli istituzionali più liquido (vs la natura tipicamente illiquida dei fondi di private equity).

L’utilizzo delle agevolazioni fiscali dei PIR e degli ELTIF renderebbe l’investimento in queste tipologie di strumenti attraente per istituzionali e retail.

Caso diverso è quello delle piccole imprese dove l’analisi e la due diligence (come da best practice e standard di mercato) tipica dei fondi di private equity mal si concilia con l’elevata numerosità delle aziende target. In questo caso occorre individuare criteri “quantitativi” di ammissibilità, prodotti che consentano l’exit in tempi adeguati e partner che possano rapidamente effettuare il roll out dei fondi.

Possibili criteri di ammissibilità sono:

---

<sup>5</sup>Taluni osservatori hanno avanzato delle riserve sullo strumento che - dopo un avvio brillante – in Italia hanno ricevuto un’accoglienza più tiepida dal mercato (fatta eccezione per le SPAC “industry specific”, che qui si propongono). Le recenti esperienze sul mercato americano e la positiva dinamica dei corsi azionari sembrano lasciar presagire un’inversione di tendenza.

- a) PMI (ex definizione europea)
  - b) Use of proceeds:
    - solo aumento di capitale, no acquisto azioni (ad eccezione di quello effettuato da parte del management team)
    - investimenti finanziari (acquisizioni di altre aziende) ovvero investimenti immateriali
  - c) EBITDA minimo: €0,5m
  - d) EBITDA massimo: €3mln
  - e) Massimo Debito / EBITDA 6x
  - f) Appartenenza a medesimo settore (usando ad esempio codici ATECO per limitare discrezionalità) per la creazione di “piattaforme” settoriali
- Possibili strumenti / clausole da utilizzare sono:

- a) Azioni privilegiate e finanziamento soci + warrant<sup>6</sup>. In tal modo la combinazione di azioni privilegiate e finanziamento soci permette di non diluire immediatamente l'imprenditore (rispetto a una operazione full equity) ma la presenza di warrant rende la possibile diluizione futura un deterrente in quanto molto costosa per l'imprenditore<sup>7</sup>
- b) *Demand registration rights*<sup>8</sup>. E' un diritto che conferisce a un investitore che possiede azioni soggette a restrizioni la possibilità di richiedere a una società di quotare le azioni su un mercato regolamentato in modo che l'investitore possa venderle. I diritti di registrazione, se esercitati, possono costringere una società non quotata a diventare una società quotata in borsa. Questi diritti vengono generalmente assegnati quando una società non quotata

---

<sup>6</sup>Questo mix di prodotti fu usato dal Tesoro USA durante il CPP program durante la crisi 2008-2009 (Philippon et al. 2013; Bayazitova et al. 2012; Veronesi et al. 2012).

<sup>7</sup>Alcuni osservatori hanno proposto l'introduzione di azioni di categoria diversa per garantire all'imprenditore il mantenimento dei diritti amministrativi legati alla gestione ed all'investitore - in linea con alcune best practice come ad esempio in BERS – il potere di indirizzo / veto su temi quali inquinamento, efficienza energetica, parità di genere.

<sup>8</sup>Contratto tipicamente usato nelle operazioni di venture capital in congiunzione con preferred stock.

emette azioni per raccogliere fondi.<sup>9</sup>

Al fine di prevenire comportamenti opportunistici da parte dell'imprenditore e di lasciare al mercato scegliere i target di investimento (invece che sia lo stato a intervenire direttamente)<sup>10</sup> si richiede

- a) "skin in the game" da parte dell'imprenditore: un investimento minimo pari al 10% del round di investimento
- b) Investimento di un fondo di private equity pari al 40% del round di investimento
- c) Investimento (sistematico e non selettivo) del settore pubblico (attraverso fondi gestiti da FII) pari al massimo al 50% del round di investimento attraverso un meccanismo di matching (i fondi pubblici sono utilizzabili solo a fronte dell'investimento dell'imprenditore e del fondo di private equity) ed alle medesime condizioni del fondo di private equity.<sup>11</sup>

Anche questa seconda proposta non può prescindere dalla nascita di nuovi *team* di gestione di fondi e dall'esigenza di accrescere la dimensione di quelli esistenti. Una stima dell'incremento necessario di operatori per rendere operativa la proposta può essere legata al potenziale di mercato (es. rapporto AUM gestiti da fondi di private equity ovvero valore dei deal / PIL) ovvero - per i fondi dedicati al turnaround – al rapporto NPL o NPE su attivi bancari.

Il funding dei fondi di private equity potrebbe essere effettuato presso gli investitori istituzionali sopra descritti, mentre l'investimento dello stato potrebbe provenire da fondi europei, previa verifica con DGComp della ammissibilità con la

---

<sup>9</sup>È stato fatto notare da alcuni osservatori come la previsione obbligatoria di tale clausola possa rappresentare una misura assai invasiva e costosa in termini di governance. Gli Autori, pur riconoscendo l'assoluta validità del punto, ritengono prioritario stabilire con certezza la modalità (e data ultima) di uscita dello Stato dal capitale.

<sup>10</sup>Nella crisi del 2008 gli USA scelsero dei fondi / asset manager (es. BlackRock) per effettuare l'attività di investimento per conto dello stato.

<sup>11</sup> Alcuni osservatori hanno proposto che il matching avvenga al momento della raccolta (sulla falsariga di quanto fatto ad oggi da parte del FII) anziché a livello di impiego. Si ritiene che - visti gli ammontari in gioco - le due modalità sono complementari e non esclusive.

nuova normativa europea. Come fatto notare da alcuni autorevoli commentatori, lo Stato - a fronte del rispetto di alcuni indicatori (es. mantenimento di livelli occupazionali, miglioramento indicatori ESG, rilascio garanzia su finanziamenti, etc) - potrebbe richiedere un rendimento inferiore a quello di mercato ovvero prevedere dei meccanismi premiali (ad es. earn out, call a titolo gratuito, etc) a favore dell'imprenditore azionista. In tal senso, il presente lavoro beneficerebbe naturalmente della possibilità di un confronto tecnico con gli uffici del MEF.

La presenza del matching da parte dello Stato ha il beneficio di

- Aumentare la potenza di fuoco dell'iniziativa
- Lasciar operare i fondi secondo criteri di mercato, senza condizionamenti su scelta dei target, struttura dell'operazione, governance ed exit

La presenza della clausola di demand registration rights ha il beneficio di

- coniugare gli interessi di breve periodo dei fondi di private equity (che potrebbero uscire sul mercato nell'arco di 3-5 anni) con quelli di lungo periodo dell'impresa (il cui capitale - essendo quotato - beneficiare di ulteriori aumenti di capitale sul mercato quotato)
- Rendere l'investimento (eventualmente in una fase di pre-IPO) anche al retail

Si è fatto notare da alcuni osservatori come, in occasione dell'aiuto del governo americano prestato per il salvataggio di Chrysler, fosse stato cruciale l'onerosità - a carico dell'azienda (e quindi del nuovo azionista Fiat) - dello strumento usato. La proposta degli Autori va in tale direzione in quanto gli strumenti di equity e quotazione delle aziende sono quanto di più oneroso per l'azionista. Sarà parimenti importante - sia per il bilancio dello Stato che per evitare una presenza immotivata dello Stato nei settori più disparati - immaginare dei vincoli alla durata della detenzione delle partecipazioni da parte dello Stato.

La principale sfida della proposta dedicata alle piccole imprese - come fatto notare anche da alcuni osservatori - è quella "distributiva": in altre parole, l'elevato numero di operazioni necessario a far affluire il capitale alle imprese di piccole

dimensioni necessita o di una cassetta degli attrezzi disponibile “a scaffale” ovvero di poter far leva su strutture già presenti capillarmente sul territorio. In merito al primo punto, si ritiene che la combinazione dei succitati criteri di ammissibilità e degli strumenti (di capital structure e legali) proposti possa rappresentare un sufficiente livello di standardizzazione iniziale. Quanto al secondo punto, in linea con l'esempio della presenza territoriale della BERS nei vari paesi di operatività, si possono immaginare - laddove vi fosse anche una presenza di fondi diretti - varie soluzioni: dal rafforzamento dei Confidi (con integrazione delle competenze di private equity) all'utilizzo delle sedi di CDP, dalla creazione di centri “corporate” di Fondo Italiano di Investimento nelle sedi territoriali di CDP alla creazione di gruppi di competenze di private equity all'interno delle sedi territoriali delle banche.

10.

1. La questione della sotto-patrimonializzazione delle imprese italiane (De Socio di Banca d'Italia ha quantificato in €200mld l'equity richiesto per allinearsi alla media europea) e della valorizzazione del risparmio nazionale degli investitori istituzionali (ad oggi l'utilizzo per il supporto all'economia reale è significativamente al di sotto della media EU) è da tempo all'attenzione dei policy makers, con risultati solo parzialmente soddisfacenti. È necessaria una visione olistica micro e macro - qui adottata - dei complessi problemi che devono essere affrontati e delle soluzioni da proporre. La tematica assume oggi rilievo fondamentale per favorire il passaggio a buoni investimenti sia privati, sia pubblici nel contesto del NGEU.

Il rafforzamento patrimoniale delle imprese deve articolarsi sull'accumulazione di capitale sia fisico, sia umano (o meglio KBC). Da almeno un decennio il KBC e gli intangibles sono diventati uno dei motori della crescita al pari degli investimenti materiali in impianti e macchinari. La modalità di finanziamento di aziende c.d. asset light, meno bancabili fino a che non hanno raggiunto almeno €50-80 mln di fatturato, è particolarmente rilevante per aumentare il tasso di

crescita dell'economia italiana.

2. L'urgenza di risposte innovative di policy (Demmou et al., 2021) è esaltata dall'esigenza di creare un ponte fra le misure pubbliche di sostegno – cassa integrazione, blocco dei licenziamenti, moratorie sui crediti, garanzie sui prestiti e allentamento delle regole finanziarie da parte di BCE/EBA/Basilea – e l'attivazione dei programmi di recovery.

Come è stato indicato (cfr. anche Gobbi 2021), le misure adottate hanno favorito un ampio sostegno delle banche alle imprese ma, nel contesto sopra descritto di graduale rientro delle misure eccezionali, non si può non scontare un aumento dei bad loans, come indicato dalla stessa BCE. La creazione di nuovi NPL a livello europeo potrebbe portare a picchi ben superiori a quelli precedentemente raggiunti. L'azione di derisking è già avviata. Ciò implica un irrigidimento delle condizioni creditizie da parte delle banche e il rischio del ripetersi del circolo vizioso fra razionamento creditizio e difficoltà delle imprese. Come è stato indicato, la questione assume particolare rilievo per le difficoltà connesse al trade off tra sostegno alle imprese con prospettive di ripresa e zombie firms. Occorre naturalmente cercare di evitare la liquidazione di imprese che hanno valide prospettive dopo il superamento della fase critica da pandemia. Il lavoro si sofferma pertanto sulla duplice proposta di attivare in modo flessibile una bad bank europea collegata alla BCE e di adottare operativamente i modelli disponibili per il vaglio del merito di credito tra imprese attualmente in difficoltà.

3. Lo schema elaborato per la ricapitalizzazione si focalizza su strumenti di private equity e hybrid capital e sul pieno concorso dei risparmiatori istituzionali, anche con opportune modifiche normative. In termini più generali, il framework di riferimento si basa sull'intreccio di complementarità competitiva, piuttosto che di contrapposizione, tra capital markets/private equity e banche. Anche guardando



agli Stati Uniti si propone la rapida adozione del modello di Capital Markets Union in Europa.

Il lavoro fornisce elementi di analisi, con immediati risvolti operativi, per il sostegno e la ricapitalizzazione in particolare alle imprese di piccole e medie dimensioni in Italia (il set di riferimento - in base a stime preliminari basate su contatti informali con Febaf, Cerved e operatori di mercato - è costituito da almeno 5000 imprese con prospettive di redditività elevata e di competitività internazionale, anche nel contesto delle nuove supply chains globali). Le stime sono naturalmente da aggiornare sulla base della disponibilità dei dati di bilancio 2020.

Le proposte elaborate mirano a superare talune critiche rivolte sia al cosiddetto “Myopic behaviour” (CFI 2020) di talune forme di private equity (PE starts the business on its exit path), sia al prevalere talora dell’approccio finanziario rispetto a quello industriale degli analisti (non è forse casuale che i due coautori provengano entrambi dalla scuola dell’IMI che vantava allora rating triple A!).

4. Le proposte presentate sono differenziate in funzione delle aziende oggetto dell’intervento.

Per le aziende di medie dimensioni, per loro natura più aperte all’intervento di capitali di terzi, le proposte si concentrano sul rafforzamento di entità esistenti (Fondo Italiano di Investimento, CDP) attraverso la dotazione di capitali provenienti da investitori istituzionali italiani, fondi europei e fondi rivenienti dal Patrimonio Rilancio e dal Recovery Plan. Al fine di perseguire inoltre obiettivi di politica industriale e di politica economica, sembra opportuno promuovere l’utilizzo di SPAC e veicoli di permanent capital, con eventuali correttivi per renderli più attrattivi.

Per le aziende di minori dimensioni, le proposte mirano a coniugare l’elevato numero di operazioni con le best practice del settore (due diligence, contrattualistica). Il matching (sistematico e non selettivo) dell’investimento di fondi di private equity con risorse pubbliche consente di aumentare la forza de

frappe dell'iniziativa, mentre la guida operativa (origination, structuring, execution, monitoring, exit) delegata ai fondi permette di lasciar lavorare i fondi secondo criteri di mercato.

Ancorché non oggetto di questo lavoro, la presenza di fiscalità agevolata per gli investitori (PIR ed Eltif) e per le imprese (ACE) può fungere da acceleratore del progetto.

5. Varie sono gli ostacoli e le sfide da superare per permettere il successo delle iniziative proposte.

Dal lato degli investitori, diverse normative (Solvency 2, DM 703/96, etc) pongono dei limiti agli investimenti in strumenti azionari. Gli autori ne sono consapevoli ma la gravità e l'urgenza della situazione descritta richiedono - come fatto dall'Unione Europea in risposta alla crisi - che i regolatori ed i policy makers immaginino un "holiday period" o una revisione delle normative esistenti. In tale direzione vanno - nel caso di compartecipazione all'iniziativa di intermediari bancari - le innovazioni introdotte nella disciplina prudenziale europea nell'ambito dei lavori per il recepimento degli standard pubblicati dal Comitato di Basilea per la Supervisione Bancaria nel dicembre del 2017 (cd. "Final Basel III")<sup>12</sup>. A livello europeo sono in corso di revisione nel senso qui auspicato le normative CRD5-CRR2.

Dal lato delle imprese, la ritrosia ad aprire il capitale a terzi mostrata nel corso degli ultimi decenni può essere temperata con gli strumenti proposti. La quotazione dei veicoli su mercati regolamentati ovvero la presenza di clausole legali (ad es. demand registration rights) consentono di lasciare l'imprenditore alla guida operativa (e potenzialmente anche come socio di maggioranza) dell'impresa e di rendere l'investimento liquido.

---

<sup>12</sup> Seppur con qualche limite, lo standard ha previsto l'applicazione di un fattore di ponderazione del 100 per cento (anziché del 250% o 400%) agli strumenti di capitale che sono acquisiti nell'ambito di programmi "sponsorizzati" e co-finanziati dai Governi purché siano previste alcune restrizioni agli investimenti (e.g. in termini geografici, di settore) e gli investimenti siano assoggettati a un controllo pubblico.

Dal lato del deployment, la sfida maggiore sembra essere la presenza sul territorio e lo *shortage* di risorse umane con competenze di private capital investing; se al primo si può sopperire rafforzando (ovvero creando) presidi territoriali di entità esistenti, quanto al secondo si potrebbe immaginare di promuovere il rientro delle tante competenze italiane presenti in fondi operanti all'estero.

6. Il raccordo fra orizzonti temporali e l'esigenza di evitare nell'attuale complessa e difficile situazione "diktat impazienti" dovrebbe essere favorito da opportune collaborazioni, nella distinzione dei ruoli, tra operatori "privati" di private equity e i due fondi Patrimonio Destinato e Patrimonio PMI.

#### Bibliografia

- Abete L. (2020), "Necessario e urgente patrimonializzare le imprese", Febaf, Roma, 4 dicembre.
- Acharya V. et al. (2020), "Zombie Credit and (Dis-)Inflation: Evidence from Europe", Federal Reserve Bank of New York, Staff Report n. 955, December.
- Acuity Knowledge Partners (2020), "The pandemic impact on the most developed countries", June 23.
- AIFI, Il mercato del Private Equity e del Venture Capital, vari anni.
- Amundi (2020), "ECB QE Monitor", November 20.
- Andrews D. and Petroulakis F. (2019), "Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe", WP 2240, ECB, Frankfurt.
- Banca Ifis (2021), "Market watch NPL", gennaio.
- Bayazitova D. – Shivdasani A. (2012), "Assessing TARP" Review of Financial Studies 25 (1): 377–407.
- Bianchi J. (2016) "Efficient bailouts?" American Economic Review 106 (12): 3607–3659.

Camera dei Deputati (2018), “Investimenti a lungo termine e PIR”, Roma, 16 febbraio.

Campa J. (2020), “A Bad Bank Must Be Part of Our Toolbox to Solve Banking Challenges”, Interview by Isabella Bufacchi, il Sole 24 Ore, 5 ottobre.

Capriglione F. (2020), “La finanza UE al tempo del coronavirus”, in [www.apertacontrada.it](http://www.apertacontrada.it), 31 marzo.

Caselli S. (2019), “Il debito pubblico e le conseguenze sul finanziamento delle imprese”, *Rivista di Politica Economica*, 1, 2019.

Cerved (2020), *Rapporto Cerved PMI 2020*.

CFI (2021), “Myopic behaviour”, Vancouver.

Cipolletta I. (2020), “Il debito buono e il ruolo del private capital per la ripresa economica”, *Private Capital Today*, 19 ottobre.

Corrado C. – Hulten C. – Sichel D. (2005), “Measuring Capital and Technology.” In *Measuring Capital in the New Economy*, C. Corrado, J. Haltiwanger, and D. Sichel, eds., *Studies in Income and Wealth*, Vol. 65, 11-14. Chicago: The University of Chicago Press

Corrado C. – Hulten C. – Sichel D. (2006), “Intangible Capital and Economic Growth” *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board*, Washington, D.C., 2006,24.

Corrado C. – Haskel J. – Jona-Lasinio C. Iommi M. (2016), “Intangible Investment in the EU and US before and since the Great Recession and its contribution to productivity growth”. EIB working paper 2016/08.

DBRS Morningstar (2021), “European Banks’ Outlook”, January.

Decreto Rilancio (2020), “Coronavirus: Decreto Rilancio – conversione in legge”, *Gazzetta Ufficiale* n. 180, Roma, 18 luglio.

Demmou L. et al. (2021), “Insolvency and debt overhang following the Covid-19 outbreak: assessment of risks and policy responses”, *Vox*, January 22.

De Socio A. – Finaldi Russo, P. (2016). “The debt of Italian non-financial firms: an

international comparison.” Questioni di Economia e Finanza # 308, Banca d’Italia.

Draghi M. (2016), “Addressing the causes of low interest rates”, ECB, Frankfurt, May 2.

Draghi M. (2021), “Dichiarazioni programmatiche rese al Senato”, Governo italiano, [www.governo.it](http://www.governo.it), 17 febbraio.

EBA (2020), “Banks report a significant use of COVID-19 moratoria and public guarantees”, Paris, November 20.

EC (2021), “State aid rules and coronavirus”, Bruxelles, update January 4.

EC Competition (2020), “Temporary framework to support the economy in the context of the coronavirus outbreak”, Bruxelles, April, May, June, October.

ECB/Banking Supervision (2020), “Are the pandemic relief measures creating zombie firms?”, Frankfurt, December 14.

Enria A. (2020), “ECB: the EU needs a regional band bank”, Financial Times, October 26.

Fondo Italiano di Investimento (2012), “Private Equity e Crescita Aziendale”.

Gobbi G (2021), “Intervento”, Rapporto MET 2020, Federcasse, Roma, 2 febbraio.

G30 (2020), “Reviving and restructuring the corporate sector post Covid”, Washington D.C. December.

Haskel J. – Westlake S. (2018), “Capitalism without Capital. The Rise of the Intangible Economy”, Princeton University Press.

Ippolito R. (2019), Private Capital Investing: The Handbook of Private Debt and Private Equity, Wiley Finance.

Ippolito R. – Etro L. (2019), Private Capital. Principi e pratiche di private equity e private debt, SDA Bocconi.

Ippolito R. – Masera R., “Sei strade per finanziare la ripresa con il risparmio”, Il Sole 24 Ore, 20 agosto 2020.

Jonung Lars (2009) “The Swedish Model for Resolving the Banking Crisis of 1991-93. Seven Reasons Why it was Successful” European Commission Economic Paper 360.

- Lagarde C. (2021), "Intervista", Le Journal du Dimanche, 6 febbraio.
- LUISS Business School (2018), "Volano MidCap", LUISS, Roma, novembre.
- Masera R. (2018), "The new infrastructures challenges in the EU and the need for a deepened PPP paradigm", The European Union Review, Vo. 23.
- \_\_\_\_\_ (2020a), "Le sfide per l'Europa a seguito della pandemia", in Gennaro A. e Masera R. a cura di, "Riflessioni sul futuro dell'Europa", Aracne Roma.
- \_\_\_\_\_ (2020b), "Per una bad bank europea", Bancaria, dicembre.
- \_\_\_\_\_ (2020c), "Ultra-low interest rates: Risk Measurement / Assessment and Macropprudential Political Economy", SSRN, February 13.
- Masera R. and Mazzoni G. (2016), "On the non-neutrality of the financing policy and the capital regulation of banking firms", Studies in Economics and Finance, Vol. 33.
- McKinsey Global Private Markets Review (2019), "Private markets come of age", February 2019.
- MEF (2020), "Sostegno alla patrimonializzazione delle PMI", [www.governo.it](http://www.governo.it), 16 settembre.
- MEF (2021), "Decreto attuativo Patrimonio Dedicato", [www.governo.it](http://www.governo.it), 12 marzo
- Meggison W. – Fotak V. (2020), "Government Equity Investments in Coronavirus Bailouts: Why, How, When?", April 14.
- MET (2021), "Gli anni delle crisi. L'industria italiana 2008-2020".
- MISE (2020), "Misure per la patrimonializzazione", Roma, 16 settembre.
- \_\_\_\_\_ (2021), "Fondo di Garanzia per le PMI", Roma, gennaio.
- Modigliani F. and Miller M. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economic Review, Vol. 48.
- \_\_\_\_\_ (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", American Economic Review, Vol. 53.
- Philippon T. – Schnabl P (2013), "Efficient Recapitalization." Journal of Finance 68 (1): 1–42.
- PreQin (2020), "Future of Alternatives 2025", London, November 19.

Ramkumar, A. (2021) "SPAC mania gives early investors steady returns with little risk", Wall Street Journal, 13 January.

Rossano D. (2020), "Spunti di riflessione sulle misure a sostegno delle imprese nella normativa emergenziale", in AA.VV., Covid-19 Emergenza sanitaria ed economica. Rimedi e prospettive, Bari.

The Innovation Policy Platform (2019), "Knowledge-Based Capital and Intangible Assets", <https://www.innovationpolicyplatform.org/www.innovationpolicy>.

Veronesi P. – Zingales L. (2010) "Paulson's gift." Journal of Financial Economics 97(3): 339–368.

Visco I. (2021a), "Intervento", Convegno Assiom Forex, Brescia, 8 febbraio.

\_\_\_\_\_ (2021b), "Le norme europee sul calendar provisioning e sulla classificazione della clientela da parte delle banche", Commissione Parlamentare di Inchiesta sul Sistema Bancario e Finanziario", Roma, 10 febbraio.

## **Rainer Masera**

*Straordinario di Politica economica  
presso l'Università degli studi Guglielmo Marconi*

## **Roberto Ippolito**

*Straordinario di Finanza Aziendale  
presso l'Università degli studi Guglielmo Marconi*

## ASSETTI CONTRATTUALI, VIGILANZA E INFORMAZIONE NEL RISPETTO DEL PRINCIPIO DI ADEGUATEZZA\*

*(Contractual structures, supervision and information in compliance  
with the principle of adequacy)*

**ABSTRACT:** *The reflection on the contractual arrangements, in the analysis of the best determination of the regulation of corporate markets, can represent a valid research of the legal connections between private law and the regulation of the financial markets and of the corporate and private concerns in the explanation of the contractual autonomy of the associates. The introduction of a specific regulation, dedicated to the obligations of conduct inspired by adequacy by the management and control boards of the company, induces the interpreter to evaluate the entire legislation in order to trace useful elements in identifying a system of rules and method of action.*

**SOMMARIO:** 1. Le regole e gli assetti contrattuali nell'evoluzione delle dinamiche del mercato e della vigilanza dell'ente bancario: il principio di adeguatezza in una riflessione assiologica. - 2. Adeguatezza e funzionalizzazione del contratto ad un determinato assetto di interessi in funzione del perseguimento di una adeguata corporate governance nel rispetto della vigilanza bancaria. - 3. Evidenziazione del ruolo dell'informazione all'interno degli assetti contrattuali in funzione della ordinata attività degli intermediari: determinazione contrattuale dei flussi informativi e ricerca assiologica degli interessi sottesi. - 4. Adeguatezza, conflitto d'interessi e capitalizzazione sociale, correlati spunti comparatistici in materia. - 5. Riflessioni conclusive.

1. La riflessione sugli assetti contrattuali – specificatamente in ambito bancario -, nell'analisi della migliore determinazione della regolazione di mercati societari, può rappresentare una valida ricerca delle connessioni giuridiche tra il diritto contrattuale e il diritto dei mercati finanziari e dei rilievi societari e privatistici

---

\*Contributo approvato dai revisori.



nell'esplicitazione dell'autonomia contrattuale dei consociati. L'autonomia contrattuale, nel perimetro d'azione dato dalla derogabilità dello spazio normativo, misura la distanza tra la naturale tensione dei privati a ottimizzare il proprio profitto e la necessaria regolamentazione degli interessi dei soggetti terzi.

Nella prospettiva di inquadrare all'interno della regolazione il ruolo dell'assetto contrattuale dell'entificazione il principio dell'adequatezza costituisce la base del rispetto del principio di eguaglianza dei contraenti e del principio di informazione dei terzi; si deve porre in evidenza come all'interno delle norme di organizzazione, vale a dire quelle norme strumentali attraverso la cui applicazione la disciplina positiva del diritto vuole garantire in modo continuativo la tutela dei diritti fondamentali dei singoli contraenti, si possa intravedere il nucleo essenziale dell'adequatezza.

La ricerca scientifica vuole porre in risalto la connessione funzionale tra la vigilanza, il mercato e l'adequatezza degli assetti statuari dell'ente. Come sarà evidenziato nel corpo dell'indagine, l'interazione tra regolazione e contrattualistica può essere rintracciata nella prodromica attività dell'ente nella determinazione delle regole convenzionali di gestione e controllo interno, per consentire alle autorità competenti una valida indagine regolativa.

Si rifletta: tali norme di organizzazione della struttura contrattuale tendono, *de plano*, a garantire i contraenti non solo dell'eguaglianza tra loro nell'esercizio concreto dei diritti, ma, prodromicamente, vogliono che la struttura dell'ente sia adeguata alle esigenze del perseguimento dell'interesse sociale al fine, *indi*, di ottenere il risultato del rispetto della trasparenza dei mercati e della tutela degli *stakeholders*<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>Si legga AMOROSINO,  *Mercati finanziari (vigilanza sui)*, in *Dizionario di diritto pubblico*, diretto da Cassese, IV, Milano, 2006, 3617; CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994, 10 e ss.; CASSESE, *Il controllo pubblico della finanza privata*, in *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni '80*, a cura di Costi, in *Quaderni Giur. comm.*, 1990, 114, 193; COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012, 57 ss.; LAMANDA, *Le finalità della vigilanza*, in P. Ferro-Luzzi, C. Castaldi (a cura di), *La nuova legge bancaria. Il t.u. delle leggi sull'intermediazione bancaria e creditizia e le disposizioni di attuazione*, Milano, 1996, 775 ss.;

Nella determinazione della regolazione dei mercati ed attesa la necessità di adottare un sistema ciclico di adeguamento delle strutture - latamente intese - della società per l'accadimento di circostanze imprevedibili al momento della stipula del contratto sociale, il cui verificarsi può disequilibrare sostanzialmente la divisione della regolamentazione d'interessi dei soggetti partecipanti come contraenti alla genesi della società, si deve tendere, *naturaliter*, verso l'attribuzione di rilevanza a qualsiasi fatto contingente che possa pregiudicare la convenienza economica dell'esecuzione del contratto sociale<sup>2</sup>.

La valutazione di adeguatezza, si sa, rappresenta uno dei punti fondamentali dell'attuale impianto della MiFID: il momento in cui l'interrelazione tra intermediario e cliente vuole il rafforzamento delle previsioni a tutela dell'investitore, nel quadro della centralità del cliente disegnato dalla MiFID. Ci si riferisce alla Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 in tema di prodotti finanziari illiquidi e alle *Finalised Guidances* dell'FSA, *Assessing suitability* di marzo 2011 e *Retail distribution review. Independent and restricted advice* di giugno 2012.

Attesi gli orientamenti dell'ESMA in relazione ai servizi per i quali è prevista la valutazione di adeguatezza, la Consob nel recepire gli orientamenti ha precisato che *"gli intermediari [...] sono tenuti a rispettare gli orientamenti contenuti nel documento dell'ESMA ai fini della corretta ottemperanza agli obblighi stabiliti in via generale dalla normativa loro applicabile"*. Segnatamente, afferma la Consob: *"gli orientamenti forniscono chiarimenti di ulteriore dettaglio volti ad indirizzare gli intermediari nella efficiente traduzione operativa degli obblighi prescritti dalla MiFID in tema di adeguatezza"*.

---

LENER, *I mercati finanziari e il sistema di vigilanza*, in *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, Torino, 2011, 2 e 12; PERASSI, *Le Autorità ed i poteri di vigilanza nel testo unico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, I, 660 ss.

<sup>2</sup>Cfr., BERMAN, *Excuse for Non-performance in the Light of contract Practices in International Trade*, in *Columbia Law Rev.*, 1963, 1420 ss., il quale definisce il *"decline of faith in contract"*. L'evoluzione rapida del ricorso alle clausole di *hardship* si è estrinsecata in modo esponenziale a livello della loro redazione: concepite inizialmente con una struttura molto semplice ed una formulazione molto generale, alcune di esse hanno raggiunto, in pochi anni, un livello di sofisticazione notevole.

La previsione contrattuale di una clausola di adeguatezza necessita, come si vuole dimostrare nella presente ricerca, di una stretta collaborazione tra gli organi dell'ente e i singoli contraenti (*i.e.*, soci), ed è imprescindibilmente legata al rispetto del principio di leale collaborazione e di buona fede<sup>3</sup>; di guisa, i contraenti dell'ente tendono ad accettare una qualsiasi previsione che possa adeguare il principio *pacta sunt servanda* alle mutate esigenze aziendali, attesi i possibili benefici individuabili nel corpo del contratto in virtù dell'inserimento di una clausola che possa generare certezza di adeguamento della struttura societaria<sup>4</sup>. La clausola di adeguatezza può, quindi, trovare applicazione laddove vi sia uno squilibrio di dimensionamento dei vari settori imprenditoriali di attività sociale<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup>In materia, ed in modo estremamente convincente, G. PERLINGIERI, *Profili applicativi della ragionevolezza nel diritto civile*, Napoli, 2015, 83. L'Autore, in modo efficace, sostiene la logica del bilanciamento ragionevole degli interessi del rappresentato, del rappresentante, del terzo contraente nonché del principio di conservazione del negozio. Inoltre, viene correttamente affermato che la natura interpretativa di una norma non comporta necessariamente la nullità del contratto qualora tale sanzione risulti sproporzionata e irragionevole rispetto alla ratio del divieto

<sup>4</sup>Ora, tracciando la linea pratica dell'evoluzione delle dinamiche contrattuali, si ricava che, se i contratti a lungo termine sono quelli in cui la stipulazione di una clausola di adeguatezza è più frequente, e ciò a motivo del fatto che le obbligazioni di lunga durata, per loro natura, risentono maggiormente dei mutamenti economici sopravvenuti, è altrettanto vero che suddette clausole si trovano principalmente in alcuni settori dell'economia, quali quello dell'industria petrolifera, della chimica, della siderurgia, delle grandi opere, dell'informatica e del settore bancario, sotto forma di contratti di produzione, di somministrazione, di distribuzione, di assistenza tecnica, di appalto, di concessione per lo sfruttamento e la gestione, di trasporto, di commercializzazione, di *joint-venture* e di prestiti a medio o lungo termine. Ragione ulteriore della presenza della clausola incriminata nei contratti a lunga durata consiste nella loro non aleatorietà, caratteristica quest'ultima che consente l'adozione di molteplici previsioni volte a limitare il rischio che sopravvenienze esterne possano turbare la naturale esecuzione del contratto.

<sup>5</sup>La clausola di adeguatezza non va confusa con la clausola di *force majeure*; esse si somigliano, in quanto hanno ad oggetto eventi imprevedibili ed inevitabili, tuttavia presentano molteplici differenze: mentre la *force majeure* rende, di regola, impossibile l'esecuzione del contratto, la circostanza di adeguatezza non fa che renderla più onerosa, se non addirittura sprovvista di qualsiasi utilità per una delle parti, benché ancora materialmente eseguibile. Differenti sono anche gli effetti: nel secondo caso si procede immediatamente alla rinegoziazione del contratto, che è ancora eseguibile ma con l'apporto di modifiche tali da ristabilirne l'equilibrio iniziale; nel primo, invece, si giudicherà innanzitutto con riguardo alla sospensione delle obbligazioni il cui adempimento è divenuto, quanto meno temporaneamente, impossibile mentre la rinegoziazione verrà considerata solo nel caso di impossibilità prolungata. La clausola di "forza maggiore" dovrebbe quindi concernere le ipotesi nelle quali gli avvenimenti, che sfuggono al controllo ed alla prevedibilità delle parti, rendano impossibile l'esecuzione del contratto; mentre le clausole di adeguatezza dovrebbero mirare a disciplinare le conseguenze di mutamenti fondamentali e profondi delle condizioni economiche che producano uno sconvolgimento dell'economia del contratto, pur non rendendone impossibile l'esecuzione.

Ma, allora, si ragioni: nell'ottica di voler operare una, ermeneuticamente corretta, distinzione tra clausole e principi della disciplina societaria con genesi ed efficacia contrattuali simili, va evidenziato che la clausola di adeguatezza recepisce un principio generalmente riconosciuto nei vari ordinamenti, postulando, inoltre, con una considerevole portata innovativa, un'ulteriore attenuazione del principio *pacta sunt servanda*, a mezzo di una deroga alla regola generalmente diffusa nei vari ordinamenti nazionali<sup>6</sup>, nonché nella prassi commerciale degli affari sociali<sup>7</sup>. Volendo, più specificamente, ricercare, con rigore sistemico, un *trait d'union* tra clausola di adeguatezza e contrattualismo societario, ed atteso il dato concreto della loro presenza nei rapporti contrattuali di lunga durata, le tipologie contrattuali di adeguamento delle strutture divise nella organizzazione aziendale sembrano coincidere nei presupposti<sup>8</sup>.

Sul mercato finanziario quale sistema dei comparti, la vigilanza viene organizzata secondo modelli diversi: integrato nel mercato unico europeo, l'esercizio delle funzioni di vigilanza è attualmente distribuito tra le autorità principali: la Banca d'Italia, la Consob e l'IVASS.

Ora, in funzione di coniugare l'adeguatezza col sistema di regolazione, si de-

---

<sup>6</sup>Con qualche isolata eccezione, tra cui appunto il diritto italiano, che prevede, agli artt. 1467 – 1469 c.c., l'istituto della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, dal quale deriva la possibilità, per la parte gravata dallo squilibrio economico, di chiedere la risoluzione del contratto se la prestazione di una delle parti è divenuta eccessivamente onerosa a seguito del verificarsi di avvenimenti straordinari e imprevedibili. Cfr., GALGANO, *Libertà contrattuale e giustizia del contratto*, in *Contr. impr. Europa*, 2005, 509; ID., *Dai principi Unidroit al regolamento europeo sulla vendita*, in *Contr. impr. Europa*, 2012, 17; SICCHIERO, *La rinegoziazione*, in *Contr. impr.*, 2002, 774; ID., *L'interpretazione del contratto ed il principio nemo contra factum proprium venire potest*, in *Contr. impr.*, 2002, 507; CALVARI, *Equilibrio normativo ed equilibrio economico nei contratti dei consumatori: dialogo tra la giurisprudenza italiana e tedesca*, in *Contr. impr.*, 2004, 40; SICCHIERO, *Le clausole di rinvio fisso e rinvio mobile alla disciplina esterna al contratto*, in *Contr. impr.*, 2004, 1027.

<sup>7</sup>In cui è radicata l'idea che non esista un diritto della parte che subisce la sperequazione a mettere in discussione l'accordo, se non nella misura in cui espresse pattuizioni contrattuali lo consentano. Cfr. F. BORTOLOTTI, *Diritto dei Contratti Internazionali*, vol. 1, Padova, 2009, 23 e ss.

<sup>8</sup>Per la migliore visione organica e metodologica si consiglia la lettura di P. PERLINGIERI, *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 2001, p. 334 ss., ora in ID., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003, p. 441 ss.; nonché, sull'applicazione del principio di proporzionalità al fine di un corretto ricorso ai mezzi di conservazione delle garanzie patrimoniali, ID., *Abuso dei mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale. La responsabilità processuale dell'avvocato*, in *Corr. giur.*, 2011, p. 1304 ss.

ve rilavare come la vigilanza possa essere strutturata secondo un criterio di finalità, *recte* per attività. Tale sistema consente di declinare il principio dell'adeguatezza contrattuale al modello di attività esercitata dalla società in funzione di consentire una adeguata vigilanza del mercato sui prodotti finanziari sviluppati dall'ente, il tutto sulla base della diffusa tendenza alla multisettorialità degli intermediari e alla progressiva integrazione dei mercati<sup>9</sup>.

La clausola di adeguatezza, in ambito bancario, è dotata di un raggio d'applicazione certamente più ampio: la relativa *ratio* non è quella di sopperire a situazioni di inattesa sperequazione delle strutture societaria, ma di regolare, in forma adeguata, le modalità di esecuzione del contratto, garantendo alla struttura organizzativa della società la necessaria flessibilità<sup>10</sup>. Di guisa, esse consentono la correzione degli effetti sviluppati dagli eventi produttivi di adeguatezza e, al contempo, anche in assenza di eventi o effetti così repentini da far scattare la tutela prevista per i casi di stallo della vita organizzativa dell'ente societario, forniscono ai soci ed agli organi sociali uno strumento giuridico volto a consentire l'evoluzione del rapporto sociale mediante la gestione concordata della nuova situazione, al fine ultimo di perfezionare e completare il risultato contrattuale di perseguimento dell'oggetto sociale<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup>In tal senso LAMANDA, *Le finalità della vigilanza*, in P. Ferro-Luzzi, C. Castaldi (a cura di), *La nuova legge bancaria. Il t.u. delle leggi sull'intermediazione bancaria e creditizia e le disposizioni di attuazione*, Milano, 1996, 775 ss.; LENER, *I mercati finanziari e il sistema di vigilanza*, in *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, Torino, 2011, 2 e 12; PERASSI, *Le Autorità ed i poteri di vigilanza nel testo unico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, I, 660 ss.

<sup>10</sup>In tema, nella maggior parte degli studi, l'ambito di applicazione delle *renegotiation clauses* venga ingiustamente limitato alle situazioni previste nelle clausole di adeguatezza, mentre in realtà, soprattutto nella disciplina dei contratti che sostengono investimenti internazionali, il campo della rinegoziazione concordata è assai più ampio.

<sup>11</sup>In senso storico, il modello legislativo italiano, che fu il primo a codificare la necessità di contemplare un rimedio allo squilibrio economico tra le parti senza addivenire forzatamente alla soluzione drastica della risoluzione, è stato poi seguito, seppure con leggere varianti e adattamenti, fra gli altri, dalla Grecia, dall'Egitto, dall'Ungheria, dall'Etiopia, nel codice del commercio estero della Cecoslovacchia, dal Portogallo, nel progetto del c.c. olandese, dall'Algeria. L'evoluzione del mercato e la sempre maggior internazionalizzazione degli scambi economici, come è stato evidenziato, chiamano i legislatori nazionali ed sovranazionali a nuove sfide e, in particolare, ad adottare provvedimenti legislativi in sintonia con i crescenti bisogni della nuova economia, riassumibili nell'esigenza di maggior flessibilità ed elasticità nei rapporti contrattuali. Tra i Paesi in

Se si riflette attentamente sul dato normativo, si deduce come la disciplina positiva considera come causa di adeguatezza qualsiasi forma di squilibrio organizzativo indotto dal verificarsi di avvenimenti ordinari e straordinari, il cui carattere va valutato non in astratto, ma alla luce del giudizio che, *ex ante*, un operatore giuridico-economico avrebbe ritenuto di formulare per cautelarsi nella gestione e nel controllo di una struttura societaria<sup>12</sup>.

Proprio a tale punto dell'analisi giuridica e lungo la traccia della ricostruzione ermeneutica si individua il nesso con la tematica della regolazione in funzione del rispetto di una massima trasparenza regolamentare: volendo tentare una operazione di ricostruzione sistematica dei mezzi di adeguamento dell'organizzazione societaria, si può, a ragione, sostenere che le sopravvenienze aziendali, nella accezione più lata ed omnicomprensiva del termine, determinano la possibilità di sussumere all'interno della categoria delle circostanze di adeguamento qualsiasi alterazione della iniziale regolamentazione degli interessi dei contraenti sociali.

La necessaria individuazione della adeguatezza nella disciplina del diritto positivo può passare, nell'*incipit* dell'analisi, attraverso una lettura combinata, e si-

---

cui è stato lo stesso legislatore a prendere coscienza della necessità di approntare un nuovo rimedio legislativo, oltre all'esonero dalla responsabilità per mancata esecuzione di prestazione divenuta impossibile, vi è sicuramente l'Italia che già nel Codice Civile del 1942 inseriva una disciplina generale della eccessiva onerosità sopravvenuta applicabile ai contratti non aleatori ad esecuzione continuata, periodica o differita (artt. 1467-1469), accompagnandola con alcune norme speciali applicabili a determinati contratti, tra le quali particolare importanza ricopre il disposto dell'art. 1664 in tema di onerosità e difficoltà dell'appalto. Cfr., G. CARAPEZZA FIGLIA, S. SAJEVA, *Responsabilità civile e tutela ragionevole ed effettiva degli interessi*, in G. Perlingieri, A. Fachechi (a cura di), *Ragionevolezza e proporzionalità nel diritto contemporaneo*, Napoli, 2017, 161 ss.

<sup>12</sup>Vedi P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, 481. Nella prospettiva di inquadrare in modo corretto l'adeguatezza anche in funzione del rispetto del principio di eguaglianza dei soci di società di capitali, si deve porre in evidenza come all'interno delle norme di organizzazione, vale a dire quelle norme strumentali attraverso la cui applicazione la disciplina positiva del diritto delle società vuole garantire in modo continuativo la tutela dei diritti fondamentali dei singoli soci, si possa intravedere il nucleo essenziale dell'adeguatezza societaria. Si rifletta: tali norme di organizzazione della struttura societaria tendono, *de plano*, a garantire i soci non solo dell'eguaglianza tra loro nell'esercizio concreto dei diritti sociali, ma, prodromicamente, vogliono che la struttura dell'ente sia adeguata alle esigenze del perseguimento dell'interesse sociali al fine, indi, di ottenere il risultato del rispetto del principio di pari trattamento dei soci appartenenti alla compagine societaria. In tema vedi D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, nella Collana *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, Milano, 2007, 43 e ss.



stematica, dei disposti di cui agli artt. 1362, 1374 e 1375 c.c. (oltre che all'art. 2381 c.c.), nell'ambito, quindi, delle regole della contrattualistica privata e dei principi che la regolano; se si ragiona sulla rilevanza della comune intenzione delle parti nella genesi dell'accordo contrattuale e del ruolo dello stato soggettivo di ciascun contraente nella effettuazione della regolamentazione d'interessi, si può, con ragionamento deduttivo, ricavare la conclusione che la previsione di una adeguatezza nel caso di sopravvenienze e alterazioni della struttura societaria nel corso di efficacia del patto non rappresenti, null'altro, traslando il fenomeno nella disciplina positiva, che la ricerca della reale divisazione voluta dai paciscenti con la contestuale approvazione del meccanismo giuridico dell'integrazione contrattuale delle conseguenze derivanti dalla legge, usi ed equità, avendo, prodromicamente, come fulcro del ragionamento sistemico, la necessaria adozione dell'analisi economica del diritto tesa al rispetto del dato praxiologico a fronte dell'elasticità del dato della norma<sup>13</sup>.

In ambito regolamentare, l'argomentazione sulla portata del fenomeno dell'adequazione deve muovere dalla evidenziazione della rilevanza giuridica delle c.d. sopravvenienze e alterazioni strutturali, vale a dire delle circostanze che, attesa la mancata prescrizione pattizia, sopravvengono alla vita e crescita dell'azienda, determinando, nella esecuzione concreta delle obbligazioni nascenti, uno squilibrio organizzativo tra le originarie condizioni di regolamentazione della società e gli sviluppi economici e imprenditoriali di settore successivi<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup>Si legga MONTICELLI, *Considerazioni sui poteri officiosi del giudice nella riconduzione ad equità dei termini economici del contratto*, in *Contr. impr.*, 2006, 215; ZACCARIA, *L'adattamento dei contratti a lungo termine nell'esperienza statunitense: aspirazioni teoriche e prassi giurisprudenziale*, in *Contr. impr.*, 2006, 478; SICCHIERO, *Buona fede e rischio contrattuale*, in *Contr. impr.*, 2006, 919; BORTOLUZZI, *La radice errante dello squilibrio contrattuale: il principio di proporzionalità*, in *Contr. impr.*, 2007, 1431; RICCIO, *La presupposizione è, dunque, causa di recesso dal contratto*, in *Contr. impr.*, 2008, 11; MIRIELLO, *La buona fede oltre l'autonomia contrattuale: verso un nuovo concetto di nullità?* in *Contr. impr.*, 2008, 284; FERRANTE, *Causa concreta ed impossibilità della prestazione nei contratti di scambio*, in *Contr. impr.*, 2009, 151

<sup>14</sup>In senso lato, il fenomeno della adeguatezza, in vari settori del diritto, è stato, di recente, studiato sia dalla dottrina straniera che da quella italiana, si riporta parte della vasta letteratura in tema: AL FARUQUE, *Possible Role of Arbitration in the Adaptation of Petroleum Contracts by Third Parties*, in *Asian International Arbitration Journal*, 2006, vol. 2, 2, 151-162; ALMEIDA PRADO, *Le Hardship dans le droit du commerce international*, Bruxelles, 2003, 55; ALMEIDA PRADO, *La*

*Théorie du Hardship dans les Principes de l'UNIDROIT relatifs aux contrats du commerce international. Une approche comparative des principes et des solutions adoptées par le droit français et par le droit américain.*, in *Dir. comm. internaz.*, 1997, 323 ss.; BERNARDINI, *Hardship e Force Majeure*, in M. Bonell e F. Bonelli (a cura di), *Contratti Commerciali Internazionali e Principi UNIDROIT*, Milano, 1997, 193-214; BONELL, *The UNIDROIT Principles in Practice. Case-law and Bibliography on the UNIDROIT Principles of International Commercial Contracts*, New York, 2006; BONELL, *A Global Arbitration Decision Decided on the Basis of the UNIDROIT Principles: in re Andersen Consulting Business Unit Member Firms v. Arthur Andersen Business Unit Member Firms and Andersen Worldwide Société Coopérative*, in *Arbitration International*, vol. 17, 3, 249-261; BONELL, *Un codice internazionale del diritto dei contratti: i Principi UNIDROIT dei contratti commerciali internazionali*, Milano, 1995, 91-95; BONELL, *I Principi UNIDROIT dei contratti commerciali internazionali: origini, natura, finalità*, in *Dir. comm. internaz.*, 1995, 14; M. Bonell e F. Bonelli (a cura di), *Contratti commerciali internazionali e Principi UNIDROIT*, Milano, 1997; BONELLI, *Risoluzione per eccessive onerosità sopravvenute*, in *Dir. comm. internaz.*, 1988, 10; BORTOLOTTI, *Diritto dei Contratti internazionali*, Vol. I, Cedam, Padova, 2009, 34; BORTOLOTTI, *Le clausole di Forza Maggiore nei contratti internazionali, con particolare riferimento alla "ICC Force Majeure Clause 2003"*, in *Dir. comm. internaz.*, 2004, 4; BREDIN, *La loi du juge*, in *Le droit des relations économiques internationales. Etudes offertes à Berthold Goldman*, Paris, 1982, 15-27; BRUNNER, *Force Majeure and Hardship under General Contract Principles. Exemption for Non-Performance in International Arbitration*, The Netherlands, 2009, 23; CIRIELLI, *Clausola di hardship e adattamento nel contratto commerciale internazionale*, in *Contr. Impr. Eur.*, 1998, 733-789; CORAPI, *L'equilibrio delle posizioni contrattuali nei Principi UNIDROIT*, in *Europa e Diritto Privato*, 2002, n. 1, 23-40; CREMADES, Plehn, *The new Lex Mercatoria and the harmonization of the laws of international commercial transactions*, in *Boston Univ. International Law Journal*, 1983-1984, 317-348; DE NOVA, *I Principi UNIDROIT come guida nella stipulazione dei contratti internazionali*, in *Contratti*, 1995, 1, 5-8; DEWEZ, RAMBERG, URIBE, CABRILLAC, PRADERA, *The Duty to Renegotiate an International Sales Contract under CIGS in Case of Hardship and the Use of the UNIDROIT Principles*, in *European Review of Private Law*, 2011, 101-154; DI MAJO, *I "Principles" dei contratti commerciali internazionali tra Civil Law e Common Law*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, 609-614; DOUDKO, *Hardship in Contract: The Approach of the UNIDROIT Principles and Legal Developments in Russia*, in *Uniform Law Review*, 2000, vol. 5, 483-509; DRAETTA, *Il diritto dei contratti internazionali: la patologia dei contratti*, Padova, 1988, 66; DRAETTA, *Il diritto dei contratti internazionali. La formazione dei contratti*, Padova, 1984, 2, 10; DRAETTA, *Les clauses de Force Majeure et de Hardship dans les contrats internationaux*, in *Dir. comm. internaz.*, 2001, 2, 297-303; DRAETTA, LAKE, *Contrats internationaux. Pathologie et Remèdes*, Bruxelles, 1996, 54; DRAETTA, VACCÀ, *Inadempimento, Adattamento, Arbitrato: patologie dei contratti e rimedi*, Milano, 1992, 67; FINAZZI AGRÒ, *L'effettiva incidenza dei Principi UNIDROIT nella risoluzione delle controversie internazionali: un'indagine empirica*, in *Dir. comm. internaz.*, 2009, vol. 3, 557-588; FONTAINE, *Les dispositions relatives au Hardship et à la Force Majeure*, in M. Bonell e F. Bonelli (a cura di), *Contratti Commerciali Internazionali e Principi UNIDROIT*, Milano, 1997, 183-191; FONTAINE, DE LY, *La redazione dei contratti internazionali*, Morresi (a cura di), Milano, 2008; FRIGNANI, *Factoring, Leasing, Franchising, Venture Capital, Leveraged buyout, Hardship clause, Countertrade, Cash and carry, Merchandising, Know-how, Securitization*, Torino, 1996, 45; FRIGNANI, *Hardship Clause, Digesto delle Discipline Privatistiche, sez. Commerciale, libro VI*, UTET, 1991, 122; FRIGNANI, TORSSELLO, *Il Contratto Internazionale. Diritto comparato e prassi internazionale*, in Galgano (a cura di) *Trattato di Diritto Commerciale e Diritto Pubblico dell'Economia*, Padova, 2010, vol. XII, 231; GALGANO, *La globalizzazione e le fonti del diritto*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2006, 313 ss.; GALGANO, MARELLA, *Diritto del Commercio Internazionale*, Padova, 2007, 86; GOLDMAN, *La Lex Mercatoria dans les contrats et l'arbitrage internationaux: réalité et perspectives*, in *Journal du Droit International*, 1979, 465-505; HILLMAN, *Court Adjustment of Long-Term Contracts: An Analysis Under Modern Contract Law*,



2. Gli assetti contrattuali determinano la regolamentazione degli interessi delle parti all'interno dei contratti associativi con comunione di scopo in base al principio consensualistico e alla connessa vincolatività degli accordi. Pertanto, se la funzione del diritto delle società è quella di assicurare la puntuale esecuzione del programma sociale, *recte*, del perseguimento dell'oggetto sociale voluto dai contraenti, tale funzione deve essere assolta tenendo conto degli interessi e dei presupposti di fatto su cui la regolamentazione divisata si fonda, di modo che la modificazione degli stessi non possa non assumere rilievo giuridico e determinare la necessaria adeguatezza dei modelli divisati.

In tema, nasce l'esigenza di una riflessione sistemica: l'adeguatezza concerne la sussistenza di circostanze particolari sull'andamento della composizione *in itinere* degli equilibri societari che incidono sull'utilità dell'affare per i singoli soci: dal punto di vista concettuale, si rileva che nella adeguatezza l'interesse dell'uno o dell'altro socio è riposto su determinate circostanze specifiche che la divisione pattizia indica<sup>15</sup>.

Nell'ottica di voler ricavare i riflessi della scelta contrattualistica nel sistema della regolazione, vale evidenziare che l'art. 5 t.u.b. stabilisce che la Banca d'Italia, con le altre autorità creditizie italiane (Ministro dell'Economia e delle Finanze e CICR), esercita i poteri di vigilanza avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia<sup>16</sup>.

---

in *Duke Law Journal*, 1987, vol. 1, 1-33; JENKINS, *Exemption for Nonperformance: UCC, CIGS, UNIDROIT Principles: A Comparative Assessment*, in *Tulane Law Rev.*, vol. 72, 1997-1998, 2015-2030; KAHN, *Force majeure et contrats internationaux de longue durée*, in *Journal du droit international*, 1975, n. 3, 467 ss.

<sup>15</sup>Si veda P. PERLINGIERI, "Dittatura del relativismo" e "tirannia dei valori", in T.G. TASSO (a cura di), *Fatto e diritto. L'ordinamento tra realtà e norma*, Napoli, 2011, 162; cfr. V. SCALISI, *Assiologia e teoria del diritto (rileggendo Rodolfo De Stefano)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 15. In tema, si legga anche P. SCHELESINGER, *La grande dicotomia*, in *Studi in onore di Giorgio Cian*, II, Padova, 2010, 2310.

<sup>16</sup>Cfr. AMOROSINO,  *Mercati finanziari (vigilanza sui)*, in *Dizionario di diritto pubblico*, diretto da Cassese, cit., 3617; CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994; CASSESE, *Il controllo pubblico della finanza privata*, cit., 193; COSTI, *L'ordinamento bancario*, cit., 57 ss.

In tema, *inter alia*, la vigilanza delle autorità creditizie italiane, peraltro, non è esercitata nei confronti delle sole banche, ma anche degli intermediari finanziari, degli istituti di moneta elettronica e degli istituti di pagamento. La vigilanza, come esercitata sui sistemi di contrattazione derivanti dalle scelte della regolamentazione societaria, è giuridicamente integrata nel meccanismo di vigilanza unica. *De facto*, le attribuzioni di vigilanza sono ripartite tra la BCE e le autorità nazionali secondo un criterio dimensionale<sup>17</sup>.

Nell'articolazione della vigilanza l'art. 6-bis, comma 1°, t.u.b. chiarisce che i poteri di vigilanza sulle banche sono esercitati dalla Banca d'Italia nei limiti e secondo le modalità stabilite dalle disposizioni del Regolamento SSM con differenti modalità di cooperazione tra la BCE e le autorità nazionali per i soggetti significativi e per quelli meno significativi.

Ai fini della presente ricerca, la vigilanza sulle imprese di investimento investe i profili di stabilità e sana e prudente gestione: ed è ora che appare evidente la connessione teleologica tra la vigilanza, il mercato e l'adeguatezza della struttura societaria. L'interazione tra regolazione e contrattualistica appare fondata su di una prodromica attività dell'ente nella determinazione del sistema di gestione e controllo interno per permettere all'autorità di vigilanza una profonda ricerca.

L'introduzione di un'autonoma e specifica regolazione (livello codicistico e della legislazione speciale: testo unico delle finanze), dedicata agli obblighi di condotta ispirata ad adeguatezza da parte degli organi di gestione e di controllo degli enti, induce l'interprete a valutare l'intero corpo normativo in funzione di rintracciare elementi utili nella individuazione di un sistema di regole e di metodo di azione.

Ora, diviene scriminante la individuazione degli effetti dell'applicazione del

---

<sup>17</sup>Si veda LAMANDA, *Le finalità della vigilanza*, in P. Ferro-Luzzi, C. Castaldi (a cura di), *La nuova legge bancaria. Il t.u. delle leggi sull'intermediazione bancaria e creditizia e le disposizioni di attuazione*, cit., 775 ss.; LENER, *I mercati finanziari e il sistema di vigilanza*, in *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, cit. 12; PERASSI, *Le Autorità ed i poteri di vigilanza nel testo unico*, cit., 660 ss.

principio di adeguatezza all'interno delle interazioni e delle dinamiche dei rapporti tra ente e contraente e tra ente e mercato.

Rilievo di certo interesse assumono, a livello delle società creditizie, gli artt. 51-54 e 65-69 t.u.b. che disciplinano le modalità attraverso cui la vigilanza si esplica, in particolare: la vigilanza informativa che impone ai soggetti vigilati la trasmissione, anche periodica, di situazioni e dati, nonché ogni altra informazione utile richiesta dalla Banca d'Italia; la vigilanza regolamentare, che consente alla di dettare disposizioni di carattere generale nonché di impartire alle banche, anche per il tramite della società capogruppo, disposizioni aventi a oggetto l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio, le partecipazioni detenibili o il governo societario; i poteri di intervento, che spaziano dalla convocazione alla rimozione degli organi di gestione e controllo della banca.

Le finalità specifiche ricercate dai soci nella contrattazione di durata, con previsione della clausola di adeguatezza, vengono ritenute, in via di principio, idonee ad incidere sulla struttura societaria per la pregnante motivazione secondo la quale può risultare migliorata la sicurezza e la fluidità dei traffici giuridici<sup>18</sup>. Si deve, di conseguenza, ammettere la rilevanza della clausola di adeguatezza, le cui vicende si ritiene possano ripercuotersi sul rapporto contrattuale sociale, costituendone il presupposto oggettivo<sup>19</sup>. La considerazione della adeguatezza in senso operativo consente di far emergere dall'indifferenza giuridica interessi ulteriori rispetto a quelli tipici del contratto sociale, evidenziando che la adeguatezza intesa come fun-

---

<sup>18</sup>In tema, BETTI, *Teoria generale*, cit., 185 e, con specifico riguardo alla presupposizione, 512 e ss., da porsi anche in relazione con 332 e ss. Anche MIRABELLI, voce *Negozio giuridico (teoria)*, in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano, 1978, 11, non manca di evidenziare che il pensiero del BETTI opera in due direzioni: "da un canto, la funzione viene posta in primo piano, in luogo della volontà; dall'altro, la riconoscibilità nell'ambiente sociale prende il posto della concordanza tra volontà e manifestazione".

<sup>19</sup>Ancora BETTI, *Teoria generale*, Milano, 1943, 440: "Il comune errore cade [...] cioè sul presupposto oggettivo che, per comune interesse e per concorde ammissione, rende ragione della sua causa. Trattandosi di una presunzione, non già unilaterale e più o meno riconoscibile, ma, per l'appunto, concordemente ammessa da entrambe le parti, esula qui ogni pericolo di riconoscere quella figura di condizione non sviluppata o implicita che ad una presupposizione meramente unilaterale non potrebbe riconoscersi senza mettere in pericolo la sicurezza degli affidamenti".

zione strutturale può giustificare la rilevanza di finalità non sorrette da corrispondenti precetti contrattuali<sup>20</sup>. La naturale interrelazione tra l'operatività della adeguatezza e l'ontologica appartenenza della stessa al momento causale<sup>21</sup>, non vuole l'indicazione convenzionale degli interessi sociali sottesi, i quali assumono rilevanza giuridica in forma implicita, giacché la tutela degli stessi può essere garantita anche in assenza di espressa prescrizione statutaria. Tale concettualizzazione dà evidenza giuridica a specifici interessi dei contraenti, attraverso la determinazione della causa concreta della adeguatezza, disponendo la regolamentazione più congrua a garantire la tutela che l'organo di gestione e controllo reputa necessaria<sup>22</sup>.

Nel modello di vigilanza finanziaria *tout court*, l'art. 5 t.u.f. rappresenta gli obiettivi generali della vigilanza nella prescrizione che «l'attività di vigilanza ha per obiettivi: a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle discipline in materia finanziaria». Si attribuiscono la competenza per contenimento del rischio, stabilità patrimoniale e sana e prudente gestione e la competenza per trasparenza e correttezza dei

---

<sup>20</sup>Cfr. PALAZZO, *Profili di invalidità del contratto unilaterale*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 591, e ivi nota 15, 594 e ss. e 598 e s., che nell'ampliare con riguardo ai contratti unilaterali l'ambito di riferimento della causa negoziale, menziona gli interessi sottostanti all'operazione economica, nonché, sempre per l'appunto con riguardo alle istanze del promittente o del promissario desumibili dalla considerazione della complessiva operazione economica, ID., *Atti gratuiti e donazioni*, in *Tratt. dir. civ.* diretto da SACCO, Torino, 2000, 75 e ss. Significativa in proposito, sebbene inerente ad una vicenda di collegamento negoziale Cass, 9 ottobre 1991, n. 10612, in *Giust. civ.* 1991, I, 2895 e ss, con nota di GAZZONI, *Babbo Natale e l'obbligo di dare*. Vedi, altresì, GORLA, *Il contratto*, cit., 21, e SACCO, *La causa* cit., 650 e ss.

<sup>21</sup>Si veda, ad es., ROPPO, *Il contratto*, Milano, 1990, 1041, per il quale “[...] dire che il presupposto è rilevante per la sorte del contratto significa dire che appartiene alla causa e non ai motivi di questo [...]”]; cfr. BIANCA, *Il contratto*, Milano, 2000, 465, il quale sostiene che “non rientrano nel concetto di presupposizione i presupposti causali, quei fatti o circostanze che condizionano la realizzazione della causa del contratto”.

<sup>22</sup>Invero non si manca in dottrina di denunciare gli eccessi della utilizzazione del concetto di causa: cfr., in vario senso, G.B. FERRI, *L'“invisibile” presenza*, in *Europa dir. priv.*, 2002, 900 e s. Il ricorso alla patologia della nullità per difetto di causa è frequente in giurisprudenza in relazione alla ipotesi di originaria inesistenza del fattore presupposto invece come esistenti, Cass. 17 maggio 1976, n. 1738 cit., Cass. 11 agosto 1990, n. 8002; Cass. 5 gennaio 1995, n. 191, cit.; Cass. 24 febbraio 2000, n. 2108, Cass. 8 agosto 1995, n. 8689 e Cass. 24 marzo 1984, n. 3083, cit. E' costante il rilievo che la presupposizione non possa essere rilevata d'ufficio; recentemente Cass. 24 febbraio 2000, n. 2108.

comportamenti.

Si deve tronare al profilo prettamente contrattuale: l'assetto statutario che era stato concluso in previsione della sua idoneità a soddisfare certe esigenze piuttosto che altre, si rivela, ora, all'esito del mutamento delle condizioni organizzative e del mercato, inadeguato al soddisfacimento pieno degli interessi dei soci. Ebbene, proprio quelle istanze di solidarietà che in virtù della clausola di adeguatezza permeano la vicenda societaria, giustificano la sua operatività. Attesa la funzione dell'attività cognitiva volta a prendere contezza della portata economica dell'affare sociale, quale momento prodromico all'applicazione della regola eteronoma di gestione adeguata del rischio contrattuale, il criterio di ripartizione dei rischi può essere accertato per il tramite di interpretazione estensiva quando le circostanze del caso concreto lo consentono<sup>23</sup>.

Si vuole funzionalizzare il contratto sociale ad un particolare assetto di inte-

---

<sup>23</sup>È oramai chiaro il senso della coesistenza dell'errore in questione con il principio per il quale *ignorantia legis non excusat* (dacché anzi la rilevanza dell'*error iuris* presuppone addirittura tale più generale principio: Cass. 29 giugno 1985, n. 3892, cit.), e chiaritosi oramai che l'errore può riguardare sia norme imperative che norme dispositive nonché consuetudinarie (Cass. 2340/95, in *Giust. civ.*, 1995, 10, I, 2438; Cass. 29 aprile 1982, n. 2688, in *Riv. dir. comm.*, 1984, 1, II, 15; in *Giur. comm.*, 1983, II, 372, con nota di GIULIANI, *Conferimento immobiliare e società di fatto*; Cass. 8 gennaio 1981, n. 180 cit.; Cass. 15 novembre 1977, n. 4977; Cass. 24 aprile 1971, n. 1194, in *Giur. it.*, 1973, I, 1, 72; Cass. 16 maggio 1963, n. 1233, in *Foro it.*, 1963, I, 1676; in *Foro pad.*, 1964, I, 1126; in *Giust. civ.*, 1963, I, 1521), ed entrambe sia per la loro esistenza, (cfr. Cass. 19 agosto 1996, n. 7629, in *Not. giur. lav.*, 1996, 6, 937; Cass. 8 gennaio 1981, n. 180), sia pure per la portata e il significato che si riconosce loro, anche eventualmente in relazione alla loro conformità al dettato costituzionale (cfr. Cass. 8 gennaio 1981, n. 180 cit.; e Cass. 7 luglio 1967, n. 1684, cit.), e che comunque anche l'errore di diritto non può prescindere, per poter comportare l'annullabilità del contratto, dalla sua riconoscibilità (Cass. 29 giugno 1985, n. 3892; Cass. 2052/84, in *Foro it.*, 1984, 6, I, 1540, con nota di BUONCRISTIANO; in *Giust. civ.*, 1984, 12, I, 3361, con nota di CAPPAGLI, *Nullità della clausola di residenza dei bandi di concorso enel ed annullamento, per errore di diritto, dei contratti conclusi con i candidati residenti*; Cass. 29 aprile 1982, n. 2688, cit.; Cass. 7 maggio 1982, n. 2844; Cass. 8 gennaio 1981, n. 180; Cass. 15 gennaio 1977, n. 4977), questione ancora controversa resta quella dei rapporti tra le figure di errore, in esame in cui la realtà impropriamente conosciuta appartiene all'esperienza giuridica, e le altre figura di errore, previste nella medesima norma codicistica, in cui la falsa rappresentazione riguarda invece dati della realtà empirica. Ancora, in giurisprudenza: Cass. 28 marzo 1984, n. 2052, cit.; cfr. inoltre Cass. 18 dicembre 1981, n. 6714, in *Foro it.*, 1982, 1, I, 33, con nota di SILVESTRINI, *Sull'operatività nei rapporti fra privati dell'art. 18 legge 765/1967*; in *Giur. it.*, 1982, 7, I, 1, 1079, con nota di F. ROSELLI; in *Giust. civ.*, 1982, 3, I, 618, con nota di FINOCCHIARO, *Preteso diritto degli acquirenti di un'unità di un immobile in condominio ad una quota dell'area di parcheggio asservita all'edificio*; in *Vita not.*, 1982, 1, I, 262; in *Riv. not.*, 1981, 6, II, 1123.

ressi, così connotandone, per il tramite della clausola di adeguatezza, la sua specifica espansione economica, chiarendo tutti i fattori che ne costituiscono la base economica<sup>24</sup>: la risoluzione interpretativa si sostanzia, difatti, nel bilanciamento equitativo di interessi confliggenti, ancorché tali interessi vengano apprezzati secondo parametri oggettivi.

Si deve considerare come l'inquadramento assiologico di una disciplina sia momento ontologicamente diverso da quello della predisposizione delle modalità attraverso le quali deve essere accertata, nei casi della realtà fenomenica, la ricorrenza dei valori che le sono sottesi<sup>25</sup>.

Rilievo di sicuro interesse assumono, a livello delle società creditizie, gli artt. 51-54 e 65-69 t.u.b. che disciplinano le modalità attraverso cui la vigilanza si esplica, in particolare: la vigilanza informativa che impone ai soggetti vigilati la trasmissione, anche periodica, di situazioni e dati, nonché ogni altra informazione utile richiesta dalla Banca d'Italia; la vigilanza regolamentare, che consente alla di dettare disposizioni di carattere generale nonché di impartire alle banche, anche per il tramite della società capogruppo, disposizioni aventi a oggetto l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio, le partecipazioni detenibili o il governo societario; i poteri di intervento, che spaziano dalla convocazione alla rimozione degli organi di gestione e controllo della banca<sup>26</sup>.

Nel modello di vigilanza finanziaria *tout court*, l'art. 5 t.u.f. rappresenta gli obiettivi generali della vigilanza nella prescrizione che «l'attività di vigilanza ha per obiettivi: a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle discipline in materia finanzia-

---

<sup>24</sup>Cfr. G. VETTORI, *Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 241 e A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 555 e ss., ai quali si può fare riferimento altresì per i necessari rinvii alla ulteriore dottrina.

<sup>25</sup>In tema, per tutti, GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, 3a ed., vol. III, Cedam, Padova, 1999, 50 e ss.; ID., *Il negozio giuridico*, vol. III del *Trattato di diritto civile e commerciale già diretto da Antonio Cicu e Francesco Messineo continuato da Luigi Mengoni*, Giuffrè, Milano, 1988, 8 e ss.

<sup>26</sup>Si veda Corte App. Milano, sez. I, 28 gennaio 2019, n. 382.

ria». Si attribuiscono la competenza per contenimento del rischio, stabilità patrimoniale e sana e prudente gestione e la competenza per trasparenza e correttezza dei comportamenti.

Nell'esercizio della funzione di vigilanza la prescrizione di legge attribuisce potestà regolamentare in tema di trasparenza, obblighi informativi, comunicazioni pubblicitarie e rendicontazione, nonché di correttezza dei comportamenti, ivi comprese le valutazioni di adeguatezza e appropriatezza, gli obblighi relativi alla c.d. *best execution* e le regole sulla percezione di "incentivi".

Al contempo, nell'esercizio della funzione di regolazione, rientrano fra le regole organizzative e di comportamento a disciplina congiunta (dei due organi di vigilanza) quelle volte a gestire il rischio di conflitti di interesse, quelle relative alle procedure di controllo interno e quelle relative ai requisiti generali dell'organizzazione<sup>27</sup>. In funzione della tutela dei terzi e del mercato, la Consob, nell'ambito delle sue competenze, può chiedere la comunicazione di dati, notizie, procedere ad audizioni nei confronti di «chiunque possa essere in possesso di informazioni pertinenti»<sup>28</sup>.

La ricerca del nesso tra contrattualistica e regolazione si rintraccia, altresì, nella prescrizione di cui all'art. 6-*bis* t.u.f. che si occupa della vigilanza informativa e dell'adeguatezza patrimoniale: si può chiedere ogni informazione ritenuta necessaria ai soggetti sottoposti a scrutinio, anche a coloro ai quali i soggetti abilitati abbiano esternalizzato funzioni aziendali essenziali o importanti e al loro personale e al revisore dei conti<sup>29</sup>.

In termini di regolazione e vigilanza, il legame con la regolamentazione dell'assetto statutario si rintraccia anche nei poteri attribuiti agli organi di vigilanza,

---

<sup>27</sup>Cfr., Cass., 16 febbraio 2007, n. 3683, in *Corr. giur.*, 2007, 634.

<sup>28</sup>In materia di responsabilità della Consob per vigilanza sul prospetto, vedi Cass., 3 marzo 2001, n. 3132, *Banca borsa tit. cred.*, 2002, II, 19, con nota di PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*; in materia di responsabilità dell'intermediario per il fatto del promotore e inoltre Cass., 29 settembre 2005, n. 19166, in *Danno e resp.*, 2006, 141, con nota di FRUMENTO, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per illecito del promotore-agente*.

<sup>29</sup>V. Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, in *Giur. it.*, 2009, 2711 ss.; Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725.



sempre «nell'ambito delle rispettive competenze»; tali facoltà sono analoghi a quelli previsti dal t.u.b.: convocazione di amministratori, sindaci e dirigenti; ordine di convocazione di organi collegiali; convocazione degli organi collegiali in caso di inottemperanza all'ordine. A seguito della revisione del t.u.f., imposta dalla direttiva MiFID 2, si deve evidenziare quello di sospensione degli organi amministrativi attribuito al presidente della Consob in via d'urgenza *ex art. 7-sexies*<sup>30</sup>.

3. La ricerca dell'adeguatezza quale principio fondamentale della contrattualistica a livello societario vuole, ora, l'associazione dell'enunciato principio con quello della corretta e continua informazione, attraverso la pattuizioni di un metodo di adeguata informazione a favore di tutti i soggetti interessati.

Come prima precisato (ora ragionando sul principio di comunicazione), l'introduzione di una specifica regolazione, dedicata anche agli obblighi di condotta ispirata a continui flussi informativi da parte degli organi di gestione e di controllo degli enti, induce, altresì, l'interprete a valutare l'intero corpo normativo in funzione di rintracciare elementi utili nella individuazione di un sistema di regole e di metodo di azione informata<sup>31</sup>.

La giustificazione dell'intervento imperativo del legislatore a sostegno della trasparenza informativa<sup>32</sup> prende le mosse dalla affermazione della valenza pubblicistica attribuita al bene-informazione societaria e dalla constatazione circa la tendenziale inadeguatezza ed insufficienza delle informazioni fornite dalle società su base volontaria (*voluntary disclosure*), in assenza di una qualsivoglia regolazione delle dinamiche di *disclosure* a livello normativo<sup>33</sup>.

---

<sup>30</sup>Cfr., Trib. Milano, 19 aprile 2011; Trib. Milano, 3 aprile 2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, 530; Trib. Torino, 27 gennaio 2000, in *Giur. it.*, 2001, 548; Trib. Torino 20 febbraio 1997, in *Giust. civ.*, 1997, 1263; Cass., 19 maggio 2005, n. 10598, in *Rep. Foro it.*, 2005, 11.

<sup>31</sup>Cfr., Trib. Torino, 12 aprile 2006, in *Giur. it.*, 2006, 1631, e Trib. Torino, 21 marzo 2005, in *Giur. comm.*, 2006, II, 158.

<sup>32</sup>Che si sostanzia nell'imposizione di un regime di *mandatory disclosure* o informativa obbligatoria.

<sup>33</sup>BONAVERA, *Rapporto tra amministratori e società: parasubordinazione e rito applicabile* (nota a Cass. 7 marzo 1996, n. 1793), in *Le Società*, 7/1996, 797; BORGIOLI, *Rassegna di diritto societario* (1977-1980) - *Amministratori*, in *Riv. soc.*, 1984, 1245.



In ambito di vigilanza, dalla contrattualistica bancaria gli intermediari devono adottare delle misure adeguate a garantire che il cliente comprenda il concetto di rischio di investimento, nonché il rapporto tra rischio e rendimento; gli intermediari devono valutare l'utilizzo degli esempi informando il cliente del fatto che il loro scopo è quello di contribuire a determinare l'atteggiamento del cliente nei confronti del rischio.

In tema di adeguatezza, l'ESMA richiama in tale canone regolamentare il principio cardine della disciplina per cui l'intermediario deve conoscere i prodotti che offre. In altri termini, l'intermediario dovrebbe offrire la consulenza in materia di investimento, *recte* la gestione di portafogli solo se esso comprende le caratteristiche dei prodotti finanziari oggetto del servizio. Gli intermediari sono tenuti a garantire che il personale coinvolto in aspetti rilevanti nel processo di adeguatezza possieda un livello adeguato di conoscenze e competenze. Qualifiche, queste ultime, che presuppongono non solo le necessarie *technicality* del personale, ma anche consapevolezza del proprio ruolo all'interno del processo di valutazione di adeguatezza,

La misura dell'ampiezza della *voluntary disclosure* scaturisce da un'analisi costi-benefici che l'emittente effettua, in quanto la produzione e diffusione di informazione innegabilmente comporta dei costi per i soggetti interessati. In particolare, l'informazione assume la veste di costo indiretto allorché la si ponga in relazione al pericolo di perdita di competitività, riflesso eventuale di una politica societaria orientata verso la trasparenza informativa<sup>34</sup>.

L'informazione ha la caratteristica, una volta prodotta, di essere acquisibile, in linea di principio, da qualsiasi soggetto diverso dal produttore originario, ad un costo inferiore rispetto a quello sostenuto da quest'ultimo. In altri termini, si osserva che l'attività di produzione dell'informazione dà luogo in tal caso ad una esterna-

---

<sup>34</sup>Cfr. COVELLI M.R., *L'organo amministrativo della s.p.a. nella proposta di V Direttiva CEE* (intervento alla tavola rotonda su "La proposta di V Direttiva CEE", organizzata dalla rivista "Le Società"), in *Le Società*, 2/1985, 124; CUPIDO, *Delibera del c.d.a. adottata col voto favorevole di uno solo degli amministratori*, in *Le Società - Casi e questioni*, 1990, Caso 296.

lità positiva. Secondo la teoria dell'esternalità, quando i benefici di una determinata attività non ricadono interamente sul soggetto che li ha generati, la quantità di risorse che viene destinata alla predetta attività è inferiore alla quantità ottima dal punto di vista sociale.

Constatata la presenza di tali esternalità, è possibile indurre le società a destinare alla *disclosure* una quantità ottima di risorse solo qualora siano assicurati dei meccanismi in grado di internalizzare le esternalità, meccanismi, cioè, in grado di far ricadere sul soggetto che le ha prodotte i benefici da esse derivanti. Il dato normativo dovrebbe muoversi in questa direzione, attesa la asserita presenza di esternalità che non favoriscono chi diffonde informazioni<sup>35</sup>.

L'informazione va dunque considerata a pieno titolo come una variabile fondamentale nella determinazione dell'andamento dei mercati finanziari. Assumono rilevanza cruciale il contenuto e la modalità di circolazione dei flussi dell'informazione finanziaria. Al problema dell'incertezza si accompagna infatti la generale eterogeneità informativa che caratterizza gli operatori, a seconda dei rispettivi gradi di competenza specifica, di vicinanza alle fonti delle informazioni e di capacità di raccolta e analisi<sup>36</sup>.

L'eterogeneità informativa tra gli operatori produce sui mercati effetti rilevanti, che sono particolarmente evidenti nei rapporti bilaterali. Una situazione tipica è quella della presenza di asimmetria informativa, che si verifica quando un ope-

---

<sup>35</sup>In arg. GRIPPO, *Alcune riflessioni sulla collegialità del Consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Giur. it.*, 1975, I, 71; GUIDOTTI R., *Amministratore di fatto e negotiorum gestio*, in *Giur. it.*, 4/2000, 770; JAEGER P.G., *Dell'obbligo degli amministratori di dichiarare alla CONSOB le proprie partecipazioni*, in *Giur. comm.*, 1985, I, 635; LO CASCIO, *La responsabilità dell'amministratore di fatto di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1986, I, 189.

<sup>36</sup>Si veda MACRÌ G., *A proposito di rapporto amministratori-società: la c.d. parasubordinazione* (nota a Cass. 14 dicembre 1994, n. 10680), in *Le Società*, 5/1995, 635; MANFEROCE, *La proposta di V Direttiva CEE* (tavola rotonda organizzata dalla rivista "Le Società", intervento), in *Le Società*, 2/1985, 166; MARZIALE G., *La proposta di V Direttiva CEE sull'armonizzazione del diritto delle società: il fondamento giuridico e l'impatto sull'ordinamento italiano* (intervento alla tavola rotonda su "La proposta di V Direttiva CEE", organizzata dalla rivista "Le Società"), in *Le Società*, 2/1985, 121; MENGHI, *La cauzione degli amministratori dopo l'abrogazione dell'art. 2387, Codice civile*, in *Giur. comm.*, 1986, I, 597.

ratore è in possesso di informazioni di cui non dispone la sua controparte<sup>37</sup>. L'asimmetria informativa non solo danneggia singoli operatori meno informati, ma concorre anche a indebolire l'efficienza del mercato finanziario, minacciando, al limite, la sua stessa esistenza. In un quadro di scarsa omogeneità informativa, se gli investitori non sono in grado di valutare correttamente il grado di rischio dei diversi strumenti, privilegiano progetti rischiosi; altri progetti, meno rischiosi, saranno così privi di adeguati finanziamenti<sup>38</sup>.

Si assisterà quindi a una distorsione delle condizioni di efficienza allocativa del mercato, con il progressivo rarefarsi delle possibilità di finanziamento. Si pone quindi il problema di introdurre forme di regolamentazione dei processi di forma-

---

<sup>37</sup>Cfr., CHIOMENTI, *Il principio della collegialità dell'amministrazione pluripersonale nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1982, I, 319; COLAVOLPE, *Condizioni per il cumulo dei rapporti di amministrazione e di lavoro dipendente* (nota a Cass. 12 gennaio 2001, n. 329), in *Le Società*, 6/2002, 690; COLLIA, *Natura del rapporto tra amministratore delegato e società* (nota a Trib. Bologna 4 luglio 2002), in *Le Società*, 2003, 1140.

<sup>38</sup>Volendo definire, sotto l'aspetto economico aziendale, l'iniziativa economica, si può affermare che quando si pongono insieme, in modo organizzato, risorse e competenze, al fine di ottenere un predeterminato prodotto finale, in un periodo di tempo altrettanto definito e programmato, in realtà si dà luogo ad un *progetto*. Quando si parla di progetti, nei quali identificare gli specifici affari, si fa riferimento a progetti che abbiano un intento lucrativo da perseguire, che abbiano quali committenti soggetti esterni all'impresa, che conducano alla realizzazione di prodotti da cedere a terzi, non, invece, progetti che hanno un'utilità esclusivamente interna alla stessa impresa. Il campo di applicazione elettivo delle nuove norme si ritrova in imprese che per loro natura già si ritrovano ad avere strutture organizzate per progetti o in ogni altra impresa che in via temporanea, sotto spinte di varia natura, ma in particolare legate alla necessità di migliorare e di potenziare la posizione competitiva sul mercato, intraprende progetti, magari sperimentali. La riuscita del progetto potrà anche indurre a creare nuove aree strategiche, a invadere nuovi mercati, a dar luogo a combinazioni durature con altre imprese, attraverso combinazioni e strutture di carattere stabile. Esistono imprese che per caratteristiche intrinseche si presentano elettivi campi di applicazione, in quanto usualmente organizzate per progetti, quali quelle di ingegneria, quella edile, quella di sviluppo software etc... In dette imprese, accanto ad una struttura di base di carattere permanente organizzata per funzioni, si ritrovano strutture che nel tempo variamente si modellano, si modificano e si ricompongono sulla base appunto di progetti a ciclo limitato nel tempo, in corrispondenza a specifiche e diversificate esigenze della clientela. La presenza di progetti può rinvenirsi anche in altre imprese, la cui organizzazione non è per sua natura strutturata su di essi, ma nelle quali le occasioni di intraprenderne possono essere varie. E' l'esigenza di una continua innovazione che spinge a creare progetti: per sviluppare nuovi prodotti, per sperimentare nuovi mercati ed entrare in nuove aree economiche. Quando il segmento patrimoniale oggetto di destinazione è impiegato per la realizzazione di una attività con contenuto innovativo risulta utile il ricorso a forme organizzative c.d. *adhocratica*. Le strutture *adhocratiche* sono usate da imprese che presentano progetti ad alto contenuto innovativo nei confronti della clientela (*adhocrazia operativa*) o verso se stesse (*adhocrazia amministrativa*). In tema si veda MINTZBERG H., *Structure in Fives. Designing Effective Organizations*. Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1983.

zione, diffusione e utilizzo dell'informazione, volte a garantire le condizioni necessarie per l'efficienza dei mercati finanziari<sup>39</sup>.

L'allargamento della base di informazioni disponibili al mercato costituisce uno degli strumenti da privilegiare per ridurre il grado di incertezza e per agevolare il processo di allocazione ottimale delle risorse finanziarie. L'obiettivo di pervenire a un mercato efficiente sotto il profilo informativo può essere raggiunto con la puntuale individuazione e la conseguente regolamentazione di tutte le situazioni particolari in cui alcuni soggetti siano, anche solo potenzialmente, in grado di sfruttare la propria posizione per trarre profitto da situazioni di asimmetria informativa. Si deve procedere, di guisa, prevedendo nei confronti di questi soggetti da un lato obblighi di trasparenza, dall'altro controlli sui comportamenti<sup>40</sup>.

Occorre distinguere le informazioni endogene, che derivano, per così dire, automaticamente dall'attività propria dei singoli soggetti, da quelle che sono invece il risultato di elaborazioni e di specifiche ricerche. Bisogna considerare che l'organizzazione di un processo di analisi e di produzione di nuovi flussi informativi da parte di singoli soggetti ha senso se è strettamente collegata alla possibilità di una fruizione esclusiva, o quantomeno prioritaria, da parte degli stessi soggetti<sup>41</sup>.

La necessità di garantire adeguate condizioni di trasparenza è resa ancor più

---

<sup>39</sup>Cfr. ROSSI, *Le regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 1/2001, 6; ABBADESSA P., *La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio*, in Atti del Convegno di Alba del 20 novembre 2004, "La tutela del risparmio: l'efficienza del sistema", in *Le Società*, 3/2005, 280.

<sup>40</sup>Cfr. DOMENICHINI, *Amministratori di s.p.a. e azione di responsabilità* (tavola rotonda organizzata dalla rivista "Le Società" su "Responsabilità di amministratori e sindaci", intervento), in *Le Società*, 5/1993, 612; DOMENICHINI, *Responsabilità civile degli amministratori ex art. 146 L.F.: gli amministratori di fatto* (commento a Trib. Milano, Sez. II Civ., 21 dicembre 1992), in *Società e diritto*, 1993, 355; EISENBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 617; L. ENQUIRES, *Azione sociale di responsabilità, abuso della minoranza e divieto di voto in capo ai soci amministratori*, in *Giur. comm.*, 1994, II, 144.

<sup>41</sup>In tema PACCHI PESUCCI, *Gli amministratori di società per azioni nella prassi statutaria*, in *Riv. soc.*, 1974, 606; E. PEDERZINI, *Investitura rappresentativa dell'amministratore delegato di società e opponibilità delle relative limitazioni ai sensi dell'art. 2384, Codice civile*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 613; PERASSI, *Sull'opponibilità ai terzi della dissociazione fra potere deliberativo e rappresentativo nella amministrazione di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 1988, II, 99.

stringente dalla debolezza strutturale del meccanismo allocativo della proprietà e del controllo nel mercato italiano. Le funzioni che nei sistemi anglosassoni sono svolte dal mercato del *corporate control* e nei sistemi continentali dalle istituzioni finanziarie, nel sistema giuridico italiano hanno scarso sviluppo e rendono meno efficaci i meccanismi di formazione, diffusione e selezione delle informazioni che sono alla base di un efficiente mercato azionario. Il processo informativo interno risulta finalizzato alla corretta gestione dell'impresa, il processo informativo esterno tende verso l'esigenza di informazione e di controllo dei soci di minoranza, dei terzi e del mercato e verso la corretta ricostruzione del patrimonio della società e dei singoli rapporti posti in essere nell'esercizio dell'attività sociale<sup>42</sup>.

La trasparenza nelle dinamiche societarie è il valore fondamentale che la circolazione delle informazioni riveste nell'ambito dei processi decisionali e della tutela dei vari interessi coinvolti nella gestione delle società quotate. Al contempo la funzione svolta dal controllo sulla gestione è in gran parte finalizzata proprio a garantire la trasparenza e la corretta e regolare circolazione delle informazioni. Il valore della regolare circolazione di informazioni attendibili è avvertito come un principio fondamentale da tutte le categorie di soggetti che hanno a che fare con l'organismo societario e soprattutto dagli investitori<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup>In tema ZAMPERETTI, *Il "nuovo" conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: profili sparsi di fattispecie e di disciplina*, in *Le Società*, 9/2005, 1085.

<sup>43</sup>Recentemente a seguito degli scandali finanziari (Enron e Worldcom), il tema della *corporate governance* ha suscitato notevole interesse incoraggiando un filone di *law and economics*. Secondo WOLFENSHON, "gli istituti della *corporate governance* diventeranno importanti per l'economia mondiale almeno quanto il governo delle nazioni". La ricerca di un adeguato sistema di buon governo societario riscuote particolare attenzione nel nostro ordinamento con l'entrata in vigore della riforma del diritto societario. Sono nati dei regolamenti di autodisciplina sotto la spinta delle società di borse valori, quali strumenti con cui le istituzioni hanno sensibilizzato i soggetti quotati, e più in generale l'intero sistema industriale e imprenditoriale col dichiarato intento della ricerca di sempre migliori sistemi di amministrazione e controllo societario. Occorre ricercare l'insieme delle istituzioni e regole, giuridiche e tecniche, finalizzate ad assicurare la realizzazione di un governo d'impresa (gestione e controllo) efficace ed efficiente, ai fini della massimizzazione del valore per gli azionisti, con particolare attenzione alla tutela dei soci di minoranza consentendo così una maggiore validità dei meccanismi di sorveglianza. La *corporate governance* tiene in considerazione tutta l'ampia pluralità di soggetti portatori d'interesse nell'impresa; assumono, di guisa, un ruolo di primo piano proprio gli amministratori, che sono, coloro i quali, di fatto, prendono le decisioni relative alla vita della società quotata. L'indipendenza degli amministratori rappresenta la

I mercati finanziari mostrano notevole interesse verso un sistema di informazioni vere e continue, ciò spinge a ritenere che la capacità da parte della società di comunicare notizie attendibili circa la propria situazione ed evoluzione economica e patrimoniale diventerà sempre più uno strumento di competitività. Nel medio e lungo periodo, vengono apprezzate le società che garantiscono un alto livello di trasparenza informativa essendo considerate soggetti credibili, ossia soggetti verso i quali esiste consenso e fiducia.

E' infatti imprescindibile<sup>44</sup> affinché una società quotata si affermi sul mercato<sup>45</sup> e cresca nello stesso, che, oltre la capacità imprenditoriale dei soggetti preposti alla amministrazione dell'azienda, le informazioni sull'andamento della gestione e su momenti di particolare interesse della vita sociale trovino diffusione sia in maniera quantitativamente che qualitativamente adeguata e che, inoltre, la quantità e la qualità dei controlli sulla gestione sociale sia tale da garantire la trasparenza quale chiave di accesso alla fiducia degli investitori.

I flussi informativi endosocietari ed esosocietari sono necessari per attirare capitale in cerca di investimento nella società ed, al contempo, per convincere dell'utilità dell'investimento coloro che partecipano alla vita sociale o con la prestazione del capitale di rischio o con l'erogazione del capitale di credito; l'informazione è riconducibile a una esigenza di trasparenza nei confronti degli *stakeholders*; esi-

---

fondamentale garanzia che il loro interesse sia solo quello della società e la presenza nel consiglio rappresenta lo strumento attraverso cui essi possono incidere sulle decisioni che deviano dall'interesse suddetto. La presenza di un adeguato numero di amministratori indipendenti costituisce una forma particolare di controllo sull'operato del consiglio, un controllo in cui i controllori sono essi stessi membri dell'organo controllato. Si realizza, di conseguenza, un fenomeno di autocontrollo del consiglio di amministrazione, e con ciò una preziosa garanzia a favore della società e dei vari soggetti portatori di interessi nei confronti della stessa.

<sup>44</sup>Cfr. in arg. PAVONE LA ROSA, *La "trasparenza" dei patti parasociali nelle società per azioni "aperte"*, in *Giur. comm.*, 2007, 549; GOBBO, *La disciplina dell'informazione nei contratti di investimento: tra responsabilità (pre) contrattuale e vizi del consenso*, in *Giur. comm.*, 2007, 102; PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, in *Giur. comm.*, II, 2005, 513.

<sup>45</sup>Si veda BUONOCORE, *Le nuove frontiere del Diritto Commerciale*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2006, 145; l'autore afferma che il mercato costituisce il *locus naturalis* della contrattazione d'impresa ove avviene la concentrazione e la composizione dei vari interessi; interessi che afferiscono alla contrattazione dell'impresa quali quelli dell'imprenditore, degli operatori e dei consumatori.



genza soddisfatta attraverso l'informazione contabile, che trova il suo fondamento nella disciplina e pubblicità del bilancio delle imprese.

Gli obblighi informativi costituiscono il contenuto minimo di informazione che la società deve fornire<sup>46</sup>, è, quindi, consigliabile che le stesse decidano di aumentare il contenuto minimo del flusso informativo allo scopo di incrementare il *budget* notiziale dato al mercato per una corretta valutazione, da parte degli investitori, del complesso aziendale<sup>47</sup>.

In funzione dell'affidabilità delle informazioni raccolte, gli intermediari dovrebbero: a) non fare affidamento sulle autovalutazioni del cliente; b) studiare adeguati strumenti da utilizzare nella valutazione di adeguatezza (ad esempio, domande non formulate in modo da indirizzare le scelte di investimento del cliente su uno specifico prodotto); c) garantire la coerenza delle informazioni sui clienti.

*De facto*, gli intermediari devono adottare delle procedure in grado di far emergere eventuali inesattezze e incoerenze nelle informazioni fornite dal cliente. In tal senso, è ipotizzabile poter utilizzare tutte le informazioni in possesso dell'intermediario, nonché introdurre opportune verifiche procedurali di controllo incrociato delle risposte al questionario.

Nel nostro ordinamento va segnalato il contributo della Consob e della Borsa Italiana. Si ricordi la Raccomandazione del 20 febbraio 1997 (con importanti riferimenti alla trasparenza ed all'informazione societaria), il Regolamento del 6 aprile 2000, le *"Linee guida per la redazione della relazione in materia di corporate governance"* ed infine il Codice di Autodisciplina delle società quotate.

---

<sup>46</sup>Se l'informazione è configurabile come dovere per l'impresa, essa, dall'altro lato, può essere intesa come uno strumento di cui disporre per il raggiungimento dello scopo aziendale, che è quello della produzione di utili per assicurare la corretta remunerazione degli azionisti. Da questa visione prospettica è possibile parlare di diritto dell'impresa all'utilizzo delle informazioni sotto forma di comunicazione aziendale, che costituisce il mezzo attraverso il quale l'impresa sfrutta dati e notizie per ricercare ed ottenere una posizione di vantaggio nel mercato. Il bagaglio di informazioni attese dai soggetti che entrano in rapporto con la società riguarda, innanzitutto, l'operatività nei settori di *business* e le *performance* reddituali.

<sup>47</sup>In particolare BUONOCORE, *Le nuove frontiere del Diritto Commerciale*, cit., 146; gli obblighi di trasparenza e di informazione vengono definiti come il "nuovo principio assiale dell'ordine sociale" cui si sta adeguando non solo la nostra legislazione ma anche quelle europee.

La trasparenza diventa dunque un valore preminente della *corporate governance*, tale da determinare la necessità che le società quotate si dotino di strutture capaci di garantire circolazione delle informazioni e che il dato normativo si arricchisca di sistemi caratterizzati dalla previsione di flussi informativi endosocietari ed esosocietari obbligatori e procedimentalizzati<sup>48</sup>.

La prima esplicitazione del dovere di fornire informazioni si trova nella Comunicazione 20 febbraio 1997, n. DAC/RM/97001574 della Commissione nazionale per le società e la borsa, rubricata “*Raccomandazioni in materia di controlli societari*”, provvedimento interessante per i profili procedimentali richiamanti il principio *comply or explain*<sup>49</sup> nel raffronto con l’attuale competenza regolamentare della Consob.

---

<sup>48</sup>Cfr. in arg. COSTANZO, SANGUINETTI, *Il governo delle società in Italia e in Europa*, Milano, EGEA, 2003, 4 e ss.; si veda altresì MONTALENTI, *Corporate Governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, 71; PRESTI, *Le raccomandazioni Consob nella cornice della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 1997, 739; RESCIGNO, *La Consob e la corporate governance: prime riflessioni sulla comunicazione della Consob 20 febbraio 1997 in materia di controlli societari*, in *Riv. soc.*, 1997, 758.

<sup>49</sup>La *Securities Regulation* si ispira al principio della *disclosure philosophy*, che identifica nell’informazione degli investitori l’obiettivo principale della disciplina del mercato. Tale filosofia d’azione sociale non deve né impedire al mercato di proporre investimenti al pubblico, né limitare la libertà della collettività di decidere come investire il proprio risparmio, ma dovrebbe piuttosto limitarsi ad assicurare agli investitori la continua disponibilità di un complesso di informazioni, che consenta loro di giudicare la convenienza dell’investimento proposto. Dal lato puramente applicativo la filosofia della trasparenza si è tradotta nella previsione di determinati obblighi informativi a carico delle società emittenti i valori mobiliari destinati al pubblico. Nell’ordinamento statunitense la disciplina dell’emissione e del collocamento dei valori mobiliari è regolata principalmente dalla legge sui titoli e da quella sul mercato mobiliare, rispettivamente il *Securities Act* del ’33, che si occupa della distribuzione delle *securities*, e il *Securities Exchange Act* del ’34, che si occupa del *postdistribution trading*, e loro successive modificazioni e integrazioni. Gli *Acts* perseguono una politica di piena trasparenza (*full disclosure*). Secondo GORMLEY uno degli obiettivi principali è quello di affidare alla piena *disclosure* il compito di fornire agli investitori il materiale informativo necessario al fine di promuovere l’allocazione ottimale del capitale e quindi creare un efficiente mercato delle *securities*. La *Section 6* del *Securities Act* prevede che l’offerta al pubblico di qualsiasi forma di investimento mobiliare è condizionata dal deposito presso la *Securities Exchange Commission* (SEC) di un *Registration Statement*, composto da un prospetto e da un insieme di ulteriori informazioni che possono non essere riflesse nel prospetto destinato al pubblico. A seguito del deposito del *registration statement* può iniziare l’offerta al pubblico delle *securities* tramite la consegna del prospetto agli investitori. Tra le informazioni oggetto di richieste, che variano in relazione al tipo di emittente v’è la descrizione dei titoli offerti e delle loro relazioni con altri titoli dello stesso emittente, le notizie relative alle persone preposte alla gestione della compagnia, i dati di bilancio certificati da una società di revisione, i costi dell’operazione, i diritti legati ai valori mobiliari offerti.



La tendenza alla regolazione della componente informativa della condotta adeguata degli organi societari trova, pertanto, conferma della disciplina normativa, generale e speciale.

4. La ricerca del legame tra contrattualistica e vigilanza deve toccare il tema dei conflitti di interesse: l'emanazione della direttiva c.d. MiFID (*markets in financial instruments directive*), all'art. 18, prevede che le imprese di investimento adottino ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali imprese, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi.

Ebbene, il rilievo di massimo interesse, in funzione del nesso con l'adeguatezza in degli assetti statuari, si ritrova nelle disposizioni organizzative o amministrative adottate dall'impresa di investimento per gestire i conflitti di interesse e per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato<sup>50</sup>.

Se si riflette con attenzione sul sistema di vigilanza e di regolazione, si nota come il giudizio circa la sufficienza delle misure adottate dall'impresa per gestire i conflitti sia, in ultima analisi, demandato all'impresa stessa; nel caso in cui l'ente ritenga sufficienti le misure organizzative adottate, con l'adozione di buona fede, l'ente stesso non sarà responsabile nei confronti dei terzi e del mercato per eventuali danni subiti a causa dell'operazione effettuata in conflitto di interessi, né sarà esposto a sanzioni amministrative per violazione di regole di condotta<sup>51</sup>.

---

<sup>50</sup>In argomento DONALDSON, PRESTON, *The Stakeholders Theory of the Corporation, concepts, evidence, and implications*, Academy of Management Review, vol. 20, n. 1, 1995, nell'opera viene con precisione indicato il concetto di *stakeholders* come gruppo di soggetti verso cui l'impresa, a seguito dei rapporti e delle interdipendenze derivanti dal proprio agire, vanta un interesse legittimo.

<sup>51</sup>Per una visione comparatistica si veda KRONMAN, *Mistake, Duty of Disclosure, Information and Law of Contracts*, in *Journal of Leg. Stud.*, 1978, 4; BEALES, CRASWELL, SALOP, *The Efficient Regulation of Consumer Information*, in *Journal of Law & Econ.*, 1981, 491; SCHULZE, EBERS,

Appare evidente come l'assetto statutario, *recte* l'applicazione di una massima adeguatezza nella regolamentazione della vita dell'ente, influisca in modo rilevante nella successiva determinazione delle condotte soggette a controllo e vigilanza da parte delle autorità competenti.

Ancora, nella prospettiva d'indagine della regolazione in ambito societario, l'attività di prestazione dei servizi di investimento impone un modello di tutela vertente sugli aspetti soggettivi della riserva di attività agli intermediari abilitati, nonché sulla disamina della regole di condotta, regolamentato da profili informativi, genetici e esecutivi del rapporto obbligatorio tra intermediario e cliente; in funzione di ciò occorre riequilibrare la posizione di asimmetria informativa tra le parti e a contenere i costi di agenzia connessi all'attività di investimento.

La regola sistemica, attraverso l'attuazione delle direttive MiFID e della normativa primaria del t.u.f., vuole realizzare una armonizzazione massima tra gli ordinamenti europei in punto di regole di condotta. A ben leggere l'impianto relativo, le regole di condotta presentano una struttura composta dalle clausole generali di cui all'art. 21 t.u.f. e dalle prescrizioni in punto di obblighi informativi contenute nel reg. intermediari della Consob.

Il controllo sulla quantità e qualità delle risorse finanziarie di rischio ai fini della genesi e vita della struttura societaria, da destinare all'impresa, costituisce il necessario prodromo alla rilevazione dell'adeguatezza ed effettività della capitalizzazione, provocando un alleggerimento del sistema disciplinare della formazione e controllo del capitale, c.d. *Kapitaleinbringung*, attraverso il vincolo alla continuità del supporto strutturale di rischio, dato dalla regole sulla conservazione del capitale. Ragionando sul tema, il sistema dei finanziamenti dei soci costituisce la spia della tensione normativa verso l'ottenimento del sistema di *capitale sociale adeguato*: la gestione della società vuole affidare la solvibilità dell'impresa non ad una decisione

---

GRIGOLEIT, *Informationspflichten und Vertragsschluss im Acquis communautaire*, Tübingen 2003, con recensione di TROIANO in *Riv. dir. civ.*, 2005, 94; HERTEUX, *Les informations des actionnaires et des épargnants. Etude comparative*, Paris 1961; BALATE, STUYCK, *Pratiques du commerce. Informations et protection du consommateur*, Bruxelles, 1988.

di investimento deliberata con le disposte prescrizioni normative ma ad una decisione occasionale, *recte*, generata da una valutazione finanziaria corrente<sup>52</sup>.

Se si legge, con respiro di sistema, il dato normativo, ci può, a ragione, cogliere spie della tensione verso l'accoglimento dell'adeguatezza quale principio ispiratore della disciplina e della prassi societaria; difatti, si deve ricordare come per le operazioni compiute in nome della società prima dell'iscrizione sono illimitatamente e solidalmente responsabili verso i terzi coloro che hanno agito, sono, altresì, solidalmente e illimitatamente responsabili il socio unico fondatore e quelli tra i soci che nell'atto costitutivo o con atto separato hanno deciso, autorizzato o consentito il compimento dell'operazione. Laddove, successivamente all'iscrizione, la società abbia approvato un'operazione in tale lasso temporale, è responsabile anche la società ed essa è tenuta a rilevare coloro che hanno agito. Ebbene, non può non cogliersi, con ragionamento a contrario, che la disciplina prescriva la necessità dell'adeguamento della patrimonializzazione societaria alle esigenze di tutela dei soggetti che abbiano intessuto rapporti giuridici con i gestori del soggetto giuridico entificando; non si trascuri, inoltre, il dato prescrittivo negativo in virtù del quale prima dell'iscrizione nel registro è vietata l'emissione delle azioni, non potendo costituire oggetto di una offerta al pubblico come prodotti finanziari<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup>Cfr., in materia, ancora, H. EIDENMÜLLER, *Wettbewerb der Insolvenzrechte?*, in *ZGR*, 2006, 467 ss.; ID., *Free Choice in International Company Insolvency Law in Europe*, in *EBOR*, 2006, 423 ss.; ID., *Abuse of Law in the Context of European Insolvency Law*, in *ECFR*, 2009, 1 ss.; W. G. RINGE, *Strategic Insolvency Migration and Community Law*, in W.G. RINGE-L. GULLIFER-P. THERRY (Eds.), *Current Issues in European and Financial Law*, Oxford and Portland, 2009, 71 ss.; . ENGERT, *Solvenzanforderung als gesetzliche Ausschüttungssperre bei Kapitalgesellschaften*, in *ZHR*, 2006, 318 s.; B. PELLENS-T. KEMPER-A. SCHMIDT, *Geplante Reformen im Recht der GmbH: Konsequenzen für den Gläubigerschutz*, in *ZGR*, 2008, 423.

<sup>53</sup>Si legga GHIDINI, *Società personali*, Padova, 1972, 475 ss.; DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1995, 144 ss.; GHISIGLIERI-GUIDO, *Lo scioglimento del rapporto sociale limitatamente a un socio (art. 2284-2290 c.c.)*, in *Nuova giur. civ.*, 1994, II, 100 ss.; BUONOCORE, *Società in nome collettivo*, in *Il Codice Civile. Commentario* diretto da P. Schlesinger, Milano, 1995, 214 ss.; RAGUSA MAGGIORE, *Le società in generale. Le società di persone*, in *Trattato delle Società* a cura di G. Ragusa Maggiore, I, Padova, 2000, 333 ss.; G. COTTINO-WEIGMANN, *Le Società di persone*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, *Società di persone e consorzi*, Padova, 2004, 250 ss.; COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2006, 129 ss.; F. GALGANO, *Le società in genere. Le società di persone*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da A. Cicu-F. Messineo, Milano, 2007, 321 ss.; FERRARA JR-F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*,

Nell'ottica di voler dimostrare come, in modo implicito, sia presente nel formante normativo, il principio di adeguatezza, anche in funzione di capitalizzazione e patrimonializzazione della società di capitali, valga considerare che, in materia di conferimenti, il soggetto che conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti: non v'è chi non possa derivare, a modo di corollario interpretativo, la tensione della norma a garantire che il capitale, a prescindere da constatazioni in merito a domestiche contestazioni di sottocapitalizzazione, debba essere correttamente formato al fine di ottenere l'adeguata capitalizzazione della società. Tra l'altro, a voler continuare nella lettura della norma, sembra ancora maggiormente stressato il dato dell'adeguatezza, giacché viene prescritto che gli amministratori devono, in un determinato arco temporale, controllare le valutazioni effettuate e, se sussistano fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima<sup>54</sup>.

---

Milano, 2009, 283 ss.; CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società* a cura di M. Campobasso, Torino, 2012, 110 ss.; FICO, *Lo scioglimento del rapporto societario. Recesso, esclusione e morte del socio*, in *Teoria e pratica del diritto*, Milano, 2012, 1-45; CAGNASSO, *Commento sub artt. 2284, 2285, 2286, c.c.*, in *Commentario al codice civile - Artt. 2247-2324, c.c.* a cura di P. Cendon, Milano, 2009, 239 ss.; MANGIAPANE, *Commento sub artt. 2284, 2285, c.c.*, in *Codice commentato delle società Artt. 2247-2483, c.c.* a cura di N. Abriani-M. Stella Richter, Milano, 2010, 234 ss.; COLAJANNI, *Commento sub artt. 2286, c.c.*, in *Codice commentato delle società*, cit., 270; DEMARCHI ALBENGO, *Società. Normativa e giurisprudenza ragionata*, in *Coordinate del diritto*, Milano, 2010, 74 ss.; BONORA, *Commento sub artt. 2284, 2285, 2286, c.c.*, in *Commentario breve al diritto delle società* a cura di A.M. Alberti, Padova, 2011, 100 ss.

<sup>54</sup>Nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento. Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore: a) al *fair value* iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero; b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del

5. L'adeguatezza, la vigilanza nel settore degli intermediari (e bancario) e la contrattualistica risultano intimamente legati in virtù della necessaria attività di controllo che le autorità competenti esercitano sull'ente di riferimento e nel rispetto del principio costituzionale *ex art. 41*. Ora, nella ricerca si è voluto dimostrare come la preventiva determinazione degli assetti contrattuali (statutari), nel rispetto del principio di adeguatezza, portano all'evoluzione della regolazione in ambito nazionale e europeo con la possibilità di agevolare il compito delle autorità in funzione del rispetto della tutela dei terzi e del mercato.

Pertanto, assumendo la visione endogena all'ente, la scienza giuridica, nella particolare ricerca di principi validi all'interno della disciplina del diritto privato dell'economia, implica, per l'adempimento sia del fine conoscitivo che applicativo della norma, la costante tensione, da parte dell'organo gestorio deputato, verso l'adeguamento delle strutture alle effettive dimensioni e capacità dell'azienda che sottostà allo schema contrattuale: volendo definire, in senso ontologico, le strutture di adeguamento, si può, *naturaliter*, identificare le stesse come nuclei di senso, *recte* e nel rispetto della originaria denominazione giuridica, *Sinneskerne*; ne deriva che schemi contrattuali, figure aziendali, fattispecie di gestione e controllo, tipi societari sono suscettivi di determinazione adeguata alle mutevoli esigenze che l'ente può esprimere nel corso della propria durata<sup>55</sup>.

---

conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità. Chi conferisce beni o crediti ai sensi del primo e secondo comma presenta la documentazione dalla quale risulta il valore attribuito ai conferimenti e la sussistenza, per i conferimenti di cui al secondo comma, delle condizioni ivi indicate. La documentazione è allegata all'atto costitutivo. L'esperto di cui al secondo comma, lettera b), risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi. Ai fini dell'applicazione del secondo comma, lettera a), per la definizione di "*fair value*" si fa riferimento ai principi contabili internazionali adottati dall'Unione europea.

<sup>55</sup>Cfr., in tema, SCARPELLI, *Gli orizzonti della giustificazione*, in *Etica e Diritto*, GIANFORMAGGIO, LECALDANO (a cura di), Laterza, Roma-Bari, 1986, 5 e ss.; Kelsen, *Reine Rechtslehre*, F. Deuticke Verlag, Wien, 1934, trad. it., Treves, *La dottrina pura del diritto*, Einaudi, Torino, 1956, 73 e s.; COTTA, *Giustificazione e obbligatorietà delle norme*, Giuffrè, Milano, 1981, 10; FALZEA, *Efficacia giuridica*, in *Enc. dir.*, Vol. XIV, Giuffrè, Milano, 1965, 4, *indi*, in *Voci di*

Nella conoscenza giuridica si determina una correlazione tra le implicazioni della scienza aziendale e la *praxis*, che è il fondamento della costituzione del diritto: ogni determinazione costitutiva della scienza giuridica, applicata alla struttura societaria, passa e si conserva nelle determinazioni costitutive della *praxis* del diritto delle società. In buona sostanza, e volendo giungere alla prodromica e necessaria acquisizione metodologica, la *praxis* del diritto societario vuole il rispetto del principio di adeguatezza, quale chiave di interpretazione delle dinamiche interne alla struttura dell'ente societario<sup>56</sup>.

La ricerca di sistema ha, si ritiene, individuato la nascita di un principio di adeguatezza trasversale a vari ambiti della disciplina delle società di capitali, tale da poter dimostrare che l'adeguatezza vuole significare modello comportamentale generale all'interno della vita degli enti nel sistema regolamentato<sup>57</sup>.

Nella funzione della regolazione - quale sistema di controllo esterno - ed in una visione autopoietica della struttura degli enti, l'adeguatezza può essere rappresentata come un sistema di continue modifiche e trasformazioni dei modelli societari di gestione, controllo e comunicazione endosocietari che, interagendo fra loro, sostengono e rigenerano in continuazione lo stesso sistema. In senso lato, si parla di sistema autopoietico quando un sistema si autodefinisce e tende a

---

*teoria generale del diritto*, Giuffrè, Milano, 1970, 266. Ed, infine, per una visione completa del ruolo della norma giuridica, vedi BOBBIO, *Teoria della norma giuridica*, Torino, 1958, 23 e ss.; ID., *Norme primarie e norme secondarie*, in *Studi per una teoria generale del diritto*, Giappicchelli, Torino, 1975, 195 e ss.

<sup>56</sup>Nella prospettiva di indagine intrapresa, vale a dire inquadrare il diritto societario nell'ottica del rispetto di un latente principio di adeguatezza, conf. ANGELICI, *Profili transnazionali della responsabilità degli amministratori nella crisi dei gruppi di società*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, I, 24; BONELLI, *Natura giuridica delle azioni di responsabilità contro gli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 1982, II, 770; BORGIOI, *Attribuzioni in materia di gestione e responsabilità degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 1977, II, 726; MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni nelle società di capitali*, in Atti del Convegno di Alba del 20 novembre 2004, "La tutela del risparmio: l'efficienza del sistema", in *Le Società*, 3/2005, 294; GHEZZI, *I doveri fiduciari degli amministratori nei Principles of Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 1996, 465; COSTI, *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 175 ss.; GAMBINO, *Governo societario e mercati mobiliari*, in *Le Società*, 1997, I, 788 ss.

<sup>57</sup> Si consiglia la lettura di PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, dir. da Abbadessa e Portale, vol. 2, Torino, 2006, 11 ss.; MAUGERI, *Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, II, 86 e ss.



sostenere sé stesso. Quando i principi di indipendenza di un sistema all'interno di un'organizzazione superano una certa soglia, il sistema diventa a tutti gli effetti autopoietico<sup>58</sup>.

**Dario Scarpa**

*Associato di Diritto privato*

*nell'Università degli Studi di Milano-Bicocca*

---

<sup>58</sup>Nella letteratura statunitense è assodato che nella realtà l'effettiva gestione giorno per giorno della società è effettuata dagli *officers* e non dal consiglio d'amministrazione. Gli *outside directors* sono vincolati dallo scarso tempo a disposizione e dalla mancanza di dettagliate informazioni e non ci si può aspettare che si concentrino su questioni non decisive o che siano coinvolti nella gestione diretta degli affari della società., cfr. BRODSKY, ADAMSKI, *Law of Corporate Officers and Directors*, New York, 1984-2006, § 2.02, 3. Il ruolo dei *directors* nel sistema statunitense, come compendiato nel *Model Business Corporation Act*, si articola sostanzialmente in due parti: la funzione consistente nell'adottare delle decisioni (c.d. *decision-making function*) e la funzione di vigilanza (*oversight function*). A differenza della prima, che implica dei provvedimenti da adottare secondo precise scadenze temporali l'attività di vigilanza e di supervisione comporta un continuo monitoraggio degli affari della società (*Model Business Corporation Act* (2002), 8-66); J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, 2005, 29 s. I consiglieri d'amministrazione hanno poteri in concreto molto ridotti, con la differenza che se l'azionista di controllo è un manager-proprietario il consiglio non ha di fatto alcuna funzione, mentre se egli non esercita funzioni esecutive il ruolo del *board* è solo un po' più rilevante: in quest'ultimo caso se gli amministratori non esecutivi vengono in qualche modo delusi dalla competenza o dalla integrità del *manager*, possono recarsi direttamente dal proprietario (che naturalmente può anche essere un semplice consigliere d'amministrazione) e riportare la propria insoddisfazione. L'amministratore scontento ha a disposizione solo questa strada. Cfr. M.A. EISENBERG, *Corporate Governance: The Board of Directors and Internal Control*, in 19 *Cardozo L. Rev.*, 1997, 237, con riferimento anche a L. CUNNINGHAM, *Compilation, The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*, in 19 *Cardozo L. Rev.*, 1997, 40. Sugli assetti proprietari ed il sistema economico italiano, si veda R. COSTI-M. MESSORI (a cura di), *Per lo sviluppo. Un capitalismo senza rendite e con capitale*, Bologna, 2005, 83 ss. Il consiglio d'amministrazione consiste in un certo numero di uomini, con la doverosa aggiunta di una o due donne, la cui conoscenza dell'impresa può essere la più superficiale. Eccezioni a parte, il ruolo dei suoi membri è di semplice assenso. In cambio di una retribuzione e di qualche manicaretto, gli amministratori accettano di essere periodicamente informati dal management sul già deciso e l'universalmente noto. Così J.K. GALBRAITH, *The Economics of Innocent Fraud. Truth For Our Time*, Boston-New York, 2004, trad. it., *L'economia della truffa*, Milano, 2004, 54 ss.

## LA POLITICA MONETARIA DELLA BANK OF ENGLAND DAVANTI ALL'EMERGENZA COVID-19: SPUNTI DI RIFLESSIONE PER UNA (RI)LETTURA CRITICA DEL TRATTATO SUL FUNZIONAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA\*

*(The bank of England monetary policy to face Covid-19:  
rethinking the treaty on the functioning of the European union)*

**ABSTRACT:** *As during the global financial crisis of 2007-2009, even in the face of the Covid-19 provoked crisis, central banks have performed a fundamental function by quickly intervening with a view to reducing the economic damages caused by the pandemic and by the governmental measures aimed at limiting the propagation of the virus.*

*Through expansive non-conventional monetary policy measures, their aim has been to tackle the reduction in economic activities while enabling the banking and financial system to keep on properly working, facilitating the flow of credit to businesses and households and allowing sovereigns to continue issuing public debt. Against this background, the Bank of England's initiatives have been particularly vigorous and to a certain extent innovative with regard to the measures implemented. The British experience therefore could result interesting even for the European Central Bank in the context of the 'ever-green' debate on its way of operating vis-à-vis the rules of the Treaty on the Functioning of the European Union.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione; 2. Il ruolo e le funzioni della Bank of England all'interno del sistema britannico; 2.1. La piena indipendenza della Bank of England nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria e il Bank of England Act del 1998; 2.2. Il Financial Services Act del 2012 e le modifiche proposte dalla Bank of England recepite attraverso il Bank of England and Financial Services Act del 2016; 2.3. Le relazioni tra la Bank of England e HM Treasury e i c.d. 'override powers' di quest'ultimo; 3. Le misure di politica monetaria della Bank of England per fronteggiare la crisi

---

\*Contributo approvato dai revisori.



causata dalla pandemia; 3.1. Il nuovo quantitative easing della Bank of England; 3.2. La c.d. 'Ways and Means facility'; 3.3. L'interazione tra politica monetaria e politica fiscale sperimentata nel Regno Unito; 4. La Banca Centrale Europea e la politica monetaria nell'Area Euro; 4.1. Gli obiettivi della Banca Centrale Europea; 4.2. I limiti all'operatività della Banca Centrale Europea contenuti nel Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea; 5. Spunti di riflessione per una (ri)lettura critica del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea.

1. Esattamente come durante la crisi finanziaria del 2007-2008, anche nel contesto della attuale crisi provocata dalla pandemia causata dal Covid-19, le banche centrali di tutte le principali giurisdizioni del mondo hanno svolto un ruolo di fondamentale importanza essendo state, peraltro, tra le prime autorità pubbliche ad intervenire. Ciò è avvenuto con sorprendente rapidità di esecuzione e con il fine di limitare i pregiudizi economici derivanti tanto dalla stessa pandemia quanto dalle misure adottate dai governi per limitare la diffusione del virus.

Attraverso massicce misure di politica monetaria,<sup>1</sup> il principale obiettivo perseguito dalle banche centrali è stato quello di frenare l'inevitabile drastica riduzione delle attività economiche (perlopiù derivante dalle misure di *lockdown* introdotte in tutti i principali paesi), garantendo al tempo stesso il corretto funzionamento del sistema bancario e finanziario, facilitando l'erogazione del credito a famiglie e imprese e permettendo ai governi di continuare ad emettere debito sui mercati in un contesto di aumento generalizzato della spesa pubblica.<sup>2</sup>

In quest'ottica, l'azione della *Bank of England* (BoE) nel Regno Unito è stata

---

<sup>1</sup>Si veda VLIEGHE, *Monetary policy and the Bank of England's balance sheet*, Speech – Bank of England, 23 April 2020, il quale sottolinea che *'The ultimate aim of monetary policy, as it always is, is to meet the inflation target, by ensuring that aggregate demand grows sustainably in line with the economy's potential. The economy's potential is severely disrupted at the moment but, once the pandemic is over, and other things equal, in principle it should return approximately to the pre-virus trajectory. A persistent undershoot of the economy relative to its pre-virus trajectory is, in my view, most likely to be disinflationary. So the current priority for monetary policy, with a lot of help from fiscal policy, is to return the economy to that pre-virus trajectory as soon as possible'*.

<sup>2</sup>Così CAVALLINO – DE FIORE, *Central banks' response to Covid-19 in advanced economies*, Bank for International Settlements – BIS Bulletin no. 21, 5 June 2020, 1, i quali passano in rassegna gli interventi delle banche centrali negli Stati Uniti, Euro Area, Giappone, Regno Unito e Canada, rilevando che le stesse hanno non solo svolto il tradizionale ruolo di *'lenders of last resort'* nei confronti del sistema finanziario, ma hanno altresì fornito liquidità al settore non finanziario privato.

particolarmente vigorosa e per certi versi innovativa rispetto ad alcuni degli strumenti impiegati.<sup>3</sup> L'esperienza britannica può pertanto risultare rilevante anche per la Banca Centrale Europea (BCE) nel contesto delle (rinvigorite, o forse mai del tutto sopite) riflessioni circa l'operatività di quest'ultima e circa l'opportunità di ripensare ad alcune regole del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFEU) che la riguardano.

2. Nel corso degli ultimi due decenni, la *BoE* è stata al centro di numerose riforme e di cambiamenti strutturali che ne hanno modificato gli obiettivi, le funzioni e l'organizzazione interna.<sup>4</sup> Nel contesto di tali riforme i poteri della *BoE* sono stati progressivamente ampliati in misura significativa, in particolar modo in risposta alla crisi finanziaria globale del 2007-2008, trasformando il sistema bancario e finanziario britannico in un c.d. *central-bank based system*.<sup>5</sup>

Ne deriva che oggi la *BoE* è l'autorità indipendente del Regno Unito con funzioni di: a) supervisione *micro* e *macro* prudenziale, b) supervisione delle infrastrutture dei mercati finanziari, c) risoluzione e gestione delle crisi, d) politica monetaria e banca centrale, e) emissione di banconote, f) erogazione di *emergency liquidity assistance*.<sup>6</sup>

L'ampiezza delle sue funzioni è anche giustificata dal fatto che la *BoE* ha un doppio mandato (c.d. *dual mandate* o *twin mandate*) che comprende tanto

---

<sup>3</sup>In punto si veda BODELLINI – SINGH, *Monetary policy in the face of the COVID-19 crisis: the interesting case of the United Kingdom*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2020, 6, *passim*.

<sup>4</sup>La *BoE* è stata controllata da soci privati per i primi 252 anni della sua esistenza e successivamente nazionalizzata attraverso il trasferimento delle sue azioni a *Her Majesty the Treasury* nel 1946; si veda Bank of England Act 1946, 9 & 10 Geo. 6 c. 27, § 1(1) (UK), <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/Geo6/9-10/27/contents>; si veda anche BANK OF ENGLAND, *Who Owns the Bank of England?*, <https://www.bankofengland.co.uk/knowledgebank/who-owns-the-bank-of-england>.

<sup>5</sup>Si veda UK GOVERNMENT, *Bank of England and Financial Services Bill given royal assent. Parliament passes the Bank of England and Financial Services Act 2016*, 4 May 2016, <https://www.gov.uk/government/organisations/hm-treasury>, dove si rileva che '*The Financial Services Act 2012 dismantled the failed tripartite system, putting the Bank of England at the centre of a new framework of financial regulation*'.

<sup>6</sup>Si veda BODELLINI – SINGH, *Monetary policy in the face of the COVID-19 crisis: the interesting case of the United Kingdom*, cit., *passim*.

l'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi quanto quello del mantenimento della stabilità finanziaria (a cui si aggiunge, in via secondaria, il supporto della politica economica del governo, incluse crescita e occupazione).<sup>7</sup> Il *dual mandate* peraltro si riflette nella sua organizzazione strutturale interna caratterizzata dalla presenza del *Monetary Policy Committee* (MPC), creato nel 1998, con funzioni di politica monetaria, e del *Financial Policy Committee* (FPC), creato nel 2012, con il compito di identificare, monitorare e rimuovere o ridurre rischi sistemici al fine di proteggere il sistema finanziario, a cui è stato aggiunto nel 2016 il *Prudential Regulatory Committee* (PRC), con il compito di prendere le decisioni più importanti della *Prudential Regulation Authority* (PRA).<sup>8</sup>

Come noto, tuttavia, nel mondo anglosassone a grandi poteri si accompagnano responsabilità proporzionalmente rilevanti,<sup>9</sup> e in questo senso le riforme con le quali le funzioni della *BoE* sono state ampliate sono basate sul presupposto che *'a transparent, accountable and well-governed central bank is essential not only for effective policy, but also for democratic legitimacy'*.<sup>10</sup>

2.1. Con il *Bank of England Act* del 1998 è stata conferita alla *BoE* la piena indipendenza nell'esercizio delle funzioni di politica monetaria, la quale, all'epoca, doveva tendere all'obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi e, secondariamente, supportare la politica economica del Governo, ivi incluse la crescita e l'occupazione.

Seppur nel Regno Unito, a differenza di quanto previsto in altre giurisdizioni, non vi sia una specifica *declaration of independence* che protegge la *BoE* da

---

<sup>7</sup>Si veda *ex multis* LASTRA – ALEXANDER, *The ECB Mandate: Perspectives on Sustainability and Solidarity*, In-Depth Analysis Requested by the ECON committee of the European Parliament, Monetary Dialogue Papers, June 2020, 8, i quali sottolineano che *'In the UK, financial stability is a statutory objective of the Bank of England on a par with price stability (twin mandate)'*.

<sup>8</sup>Si veda GOULDNING – ABLEY, *Relationship management in banking*, London 2018, 137.

<sup>9</sup>Si veda TUCKER, *Unelected Power. The Quest for Legitimacy and the Regulatory State*, Princeton University Press, 2018, *passim*, il quale usa la seguente espressione *'With expanded powers comes enhanced accountability'*.

<sup>10</sup>Così BANK OF ENGLAND, *Transparency and accountability at the Bank of England*, 11 December 2014, 1.

interferenze politiche, la sua indipendenza è considerata un elemento imprescindibile e fondamentale per l'efficace svolgimento delle funzioni istituzionali ad essa attribuite. La sua indipendenza pertanto potrebbe essere ridimensionata o eliminata solo attraverso un atto legislativo *ad hoc*.<sup>11</sup> Un intervento legislativo di questo tipo è, però, reso improbabile da ragioni *extra-legali*, atteso che l'indipendenza conferisce credibilità alla banca centrale e fiducia da parte del mercato circa l'effettivo perseguimento degli obiettivi statutari ad essa attribuiti. Ciò che rende pertanto inverosimile ogni tentativo volto a limitare la sua indipendenza.<sup>12</sup>

In relazione all'indipendenza delle banche centrali, tradizionalmente si distingue tra: a) indipendenza degli obiettivi (c.d. *goal independence*), riferendosi alla situazione in cui è la stessa banca centrale a fissare i suoi obiettivi di politica monetaria, e, b) indipendenza degli strumenti (c.d. *instrument independence*), riferendosi alla situazione in cui la banca centrale ha la libertà di scegliere quali strumenti utilizzare per raggiungere i suoi obiettivi, i quali, però, sono stati preventivamente fissati dall'esterno.<sup>13</sup>

A tale riguardo, negli anni novanta è emerso un ampio consenso circa i benefici derivanti dall'attribuzione alle banche centrali dell'indipendenza nella scelta degli strumenti per l'implementazione delle misure di politica monetaria.<sup>14</sup> E

---

<sup>11</sup>Si veda BODELLINI – SINGH, *Monetary policy in the face of the COVID-19 crisis: the interesting case of the United Kingdom*, cit., *passim*.

<sup>12</sup>Così SALIB – SKINNER, *Executive Override of Central Banks: A Comparison of the Legal Frameworks in the United States and the United Kingdom*, in *The Georgetown Law Journal*, 2019, Vol. 108, 912, 923 and 929, i quali sottolineano altresì che non esiste un '*oath that its political masters must swear requiring them to respect central bank independence*' e richiamano a tale proposito le parole del Chancellor Lawson secondo cui '*there would be a powerful market sanction against that: the mere announcement of the intention to do so would in itself be so damaging to market confidence that any Government would be extremely reluctant to attempt it*'.

<sup>13</sup>Così DEBELLE – FISCHER, *How Independent Should a Central Bank Be?*, in *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers*. Proceedings of a conference held in June 1994, 195 – 197, a cura di FURHER, disponibile all'indirizzo <https://www.semanticscholar.org/paper/Haw-Independen%7E-Should-a-Central-Bank-Debelle-Fischer/a6927bf59e9025ec16d3c9b9471c605972e5575c?p2df>.

<sup>14</sup> Si veda BALLS – HOWAT – STANSBURY, *Central Bank Independence Revisited: After the Financial Crisis, What Should a Model Central Bank Look Like?*, Harvard Kennedy School,

tale opzione fu adottata anche dal legislatore britannico nel *Bank of England Act* del 1998, che, come rilevato, conferiva alla *BoE* l'obiettivo statutario di mantenere la stabilità dei prezzi e, soggetto a questo, di supportare la politica economica del Governo, ivi incluse crescita e occupazione. A questo scopo, l'atto legislativo del 1998 ha creato il *MPC* conferendogli *instrument independence* nell'adozione delle misure di politica monetaria.<sup>15</sup>

Su questi presupposti, nel Regno Unito la politica monetaria è condotta secondo l'ordine che segue: 1) il Parlamento definisce l'obiettivo della *BoE*, identificato nel mantenimento della stabilità dei prezzi;<sup>16</sup> 2) il Parlamento conferisce a *HM Treasury* (ossia il Ministero delle Finanze) il potere di definire annualmente il concetto di stabilità dei prezzi (attualmente fissato in un tasso di inflazione pari al 2%);<sup>17</sup> 3) la *BoE* ha l'indipendenza operativa nell'adottare le misure ritenute necessarie per raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi (e di ciò risponde tanto verso *HM Treasury* quanto verso lo stesso Parlamento); 4) tale indipendenza operativa non è però assoluta e può essere oltrepassata da *HM Treasury* in determinati casi; 5) tuttavia, se *HM Treasury* decidesse di intervenire limitando l'indipendenza della *BoE* nelle predette circostanze, ciò potrebbe avvenire solo in modo trasparente e con l'approvazione del Parlamento.<sup>18</sup>

---

Working Paper No. 67, 2016, *passim*, [https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/67\\_central.bank.v.2.pdf](https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/67_central.bank.v.2.pdf).

<sup>15</sup>Si veda BODELLINI – SINGH, *Monetary policy in the face of the COVID-19 crisis: the interesting case of the United Kingdom*, cit., *passim*.

<sup>16</sup>In punto si veda SALIB – SKINNER, *Executive Override of Central Banks: A Comparison of the Legal Frameworks in the United States and the United Kingdom*, cit., 921, i quali aggiungono che 'Parliament sets the Bank's statutory objectives in legislation and the Bank then has the operational independence to pursue these objectives, principally through its three statutory committees'.

<sup>17</sup>*Id.*, 922, i quali rilevano che 'Parliament empowers HM Treasury to elaborate on the Bank's statutory objectives. In practice, this takes the form of letters from the Chancellor to the statutory committees, which are issued and published on a regular basis. As one would expect, the scope of the letter varies depending on the committee'. Gli autori sottolineano altresì che 'the Chancellor's remit to the MPC, which must be issued at least once every twelve months, defines price stability (since the regime's inception, an inflation target) and specifies the economic policy of the government. Since 1997, the remits have required an exchange of "open letters" between the Governor and the Chancellor if inflation moves away from the target by more than 1% in either direction'.

<sup>18</sup>*Id.*, 931-932.

2.2. Per rimediare alle inefficienze strutturali del c.d. *tripartite system*<sup>19</sup> messe in luce dalla crisi finanziaria globale del 2007-2008, il legislatore britannico è intervenuto adottando il *Financial Services Act* del 2012, il quale ha eliminato la precedente *Financial Services Authority (FSA)*, creato la *Financial Conduct Authority (FCA)* e contestualmente attribuito alla *BoE* funzioni di vigilanza sull'intero sistema bancario e finanziario, ampliando altresì il suo mandato al fine di includere anche il mantenimento della stabilità finanziaria.<sup>20</sup> A tale fine, l'atto legislativo in parola ha istituito il *FPC*, nonché una nuova autorità, la *PRA*, come *subsidiary* dalla *BoE* con funzioni di vigilanza micro-prudenziale sulle istituzioni bancarie, assicurative e finanziarie di maggiore dimensione.<sup>21</sup>

Nel 2014, in risposta al c.d. *Warsh Report*,<sup>22</sup> la stessa *BoE* ha proposto una serie di modifiche normative finalizzate a rendere i suoi processi decisionali e organizzativi più trasparenti, a semplificare la sua *governance* e a migliorare i meccanismi di *accountability*<sup>23</sup> in essere.<sup>24</sup>

---

<sup>19</sup>In punto si veda LUI, *Financial Stability and Prudential Regulation: A Comparative Approach to the UK, US, Canada, Australia and Germany*, Oxon 2017, *passim*, il quale sottolinea che il *tripartite system* fu creato nel 1997 dal Governo laburista ed era basato sulla ripartizione di funzioni e competenze tra *Treasury*, *Financial Services Authority* e *BoE*.

<sup>20</sup>Si veda UK GOVERNMENT, *Bank of England and Financial Services Bill given royal assent. Parliament passes the Bank of England and Financial Services Act 2016*, cit., *passim*.

<sup>21</sup>La *PRA* era all'inizio una controllata della *BoE* e poi nel 2016 è stata incorporata all'interno della stessa *BoE*.

<sup>22</sup>Si veda WARSH, *Transparency and the Bank of England's Monetary Policy Committee*, December 2014, (c.d. *Warsh Report*), disponibile al sito internet [https://www.hoover.org/sites/default/files/transparency\\_and\\_the\\_bank\\_of\\_englands\\_monetary\\_policy\\_committee.pdf](https://www.hoover.org/sites/default/files/transparency_and_the_bank_of_englands_monetary_policy_committee.pdf).

<sup>23</sup>In punto si veda LASTRA, *Keeping tabs on the Bank. Or, as they say, Quis custodiet ipsos custodes?*, Parliamentary Brief, July 2011, 20, la quale efficacemente definisce *accountability* come 'an obligation owed by one person or institution (the accountable) to another (the accountee) according to which the former (in this case, the Bank of England) must give account of, explain and justify the actions, omissions or decisions taken against criteria of some kind, and take responsibility for any fault or damage'; al riguardo LASTRA, *Accountability of the Bank of England. First Report. House of Commons – Treasury Committee*, Session 1997-1998, London, 27 October 1997, 28, rileva altresì che tale obbligazione può essere propriamente adempiuta dal c.d. *accountable* se vi è un *accountee* in grado di controllare. Ciò a sua volta conduce alla questione esistenziale 'to whom should the Bank of England be accountable?'. Secondo l'A., in una democrazia parlamentare, il Parlamento è l'istituzione più adeguata a svolgere il ruolo di controllo dei 'guardians of monetary and financial stability'.



Allo scopo di consentire al Parlamento di meglio controllare le sue attività, la BoE propose:

- 1) maggiore trasparenza nei processi decisionali del MPC, compresa la pubblicazione dei verbali delle sue adunanze e del suo *Inflation Report*;
- 2) pubblicazione dei verbali delle adunanze del consiglio direttivo (c.d *Court of Directors*);
- 3) semplificazione della *governance* e della struttura del consiglio direttivo;
- 4) parificazione dello *status* del FPC e dell'organo direttivo della PRA a quello del MPC.<sup>25</sup>

Riguardo alla trasparenza nei processi decisionali del MPC, la BoE propose la pubblicazione, con un adeguato ritardo (*i.e.* 8 anni), delle trascrizioni delle parti dei verbali delle sue adunanze in cui vengono adottate decisioni di politica monetaria, nonché la pubblicazione dell'*Inflation Report*.<sup>26</sup>

La BoE propose altresì di semplificare la sua *governance*, atteso che la direzione e il controllo erano funzioni separate e affidate a due organi diversi, *i.e.* *Court of Directors* e *Oversight Committee*, con il rischio di sovrapposizioni. Al riguardo, fu suggerito di attribuire le suddette funzioni a un unico organo unitario.<sup>27</sup>

Il MPC era già un comitato della BoE attivo ai sensi del *Bank of England Act* del 1998 con la funzione '*to maintain price stability and, subject to that, to support the economic policy of Her Majesty's Government, including its objectives for growth and employment.*'<sup>28</sup> La struttura del MPC era considerata particolarmente efficiente e perciò venne suggerito che anche il FPC e il PRC adottassero la stessa

---

<sup>24</sup>Si veda BANK OF ENGLAND, *Transparency and accountability at the Bank of England*, cit., 1, dove si legge '*With expanded responsibilities comes the need for effective transparency, genuine accountability and robust governance arrangements*'.

<sup>25</sup>*Id.*, 1, dove si legge che tali modifiche erano finalizzate '*to enhance the Bank's ability to fulfil its mission to promote the good of the people of the United Kingdom by maintaining monetary and financial stability*'.

<sup>26</sup>*Id.*, 2.

<sup>27</sup>*Id.*, 4-5.

<sup>28</sup>*Id.*, 5.

struttura.<sup>29</sup>

I cambiamenti proposti dalla *BoE* che necessitavano un'azione legislativa per produrre effetti sono stati adottati attraverso il *Bank of England and Financial Services Act* del 2016.

I suoi aspetti più significativi sono:

1. miglioramento del sistema di *accountability* e semplificazione della *governance* della *BoE* riducendo la dimensione della *Court of Directors* e rendendola un organo unitario;
2. implementazione delle raccomandazioni contenute nel c.d. *Warsh Review* in relazione al numero di adunanze del *MPC*, (con un minimo di 8 adunanze all'anno);
3. incorporazione della *PRA* all'interno della *BoE*, terminando in questo modo il suo *status* di controllata e creando altresì il nuovo *PRC*;
4. modifiche al *FPC*, trasformandolo in uno *statutory committee* della *BoE*, in linea con lo *status* del *MPC* e del nuovo *PRC*;
5. nomina di un nuovo Vice Governatore responsabile per *Banking and Markets*, da aggiungere all'interno della *Court of Directors* e del *FPC*;
6. assoggettamento della *BoE* al controllo del *National Audit Office*;
7. maggiore coordinamento tra *HM Treasury* e *BoE* al fine di proteggere i contribuenti e il sistema economico in caso di crisi bancarie.<sup>30</sup>

2.3. Il corretto funzionamento delle relazioni tra una banca centrale indipendente e l'esecutivo richiede il raggiungimento di un (talvolta difficile) equilibrio volto a creare ciò che è stata efficacemente definita come '*accountable independence*'.<sup>31</sup> L'importanza dell'indipendenza della banca centrale deriva dalla necessità di isolare quest'ultima da pressioni politiche tese a influenzare le sue scelte in materia di politica monetaria e mantenimento della stabilità finanziaria.

---

<sup>29</sup>*Id.*, 5.

<sup>30</sup>Si veda UK GOVERNMENT, *Bank of England and Financial Services Bill given royal assent. Parliament passes the Bank of England and Financial Services Act 2016*, cit., *passim*.

<sup>31</sup>Così LASTRA, *Keeping tabs on the Bank. Or, as they say, Quis custodiet ipsos custodes?*, cit., 21.



In relazione alla politica monetaria, come rilevato, la *BoE* è tenuta ad adottare misure finalizzate a raggiungere il *target* di inflazione fissato dal *Chancellor*, il quale a sua volta deve fornire un preciso indicatore (attualmente 2%).<sup>32</sup> Diversamente, per quanto concerne il mantenimento della stabilità finanziaria, l'assenza di obiettivi universalmente accettati rende più complicato l'esercizio del controllo sulle attività poste in essere dalla banca centrale.<sup>33</sup>

Le relazioni tra *HM Treasury* e la *BoE* sono basate su una stretta cooperazione e sul costante coordinamento tra le due istituzioni; a tale fine esistono una serie di meccanismi volti a gestire le situazioni in cui emergono diversità di vedute e di posizioni in relazione a specifici ambiti delle politiche da porre in essere.

La *BoE* opera all'interno di un regime legislativo disegnato in maniera tale da garantire alla stessa libertà e indipendenza dall'influenza politica nell'esercizio delle sue attività istituzionali. Tuttavia, il coordinamento con *HM Treasury* assume particolare rilevanza in materie poste al confine tra politica fiscale, politica monetaria e stabilità finanziaria. Un esempio di tali materie riguarda le misure di politica monetaria non convenzionali come il c.d. *quantitative easing*.<sup>34</sup> In punto, secondo uno studio di *HM Treasury* condotto nel 2013 dette misure dovrebbero tenere conto della posizione del Governo attraverso appositi meccanismi di *governance* e di *accountability* al fine di garantire che gli obiettivi dell'esecutivo e

---

<sup>32</sup>Si veda BANK OF ENGLAND, *Inflation and the 2% target*, disponibile al sito internet <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/inflation>, dove si legge 'We are responsible for keeping inflation (price rises) low and stable. The Government has set us a target of keeping inflation at 2%'.

<sup>33</sup>Così LASTRA, *Keeping tabs on the Bank. Or, as they say, Quis custodiet ipsos custodes?*, cit., 21.

<sup>34</sup>Si veda SALIB – SKINNER, *Executive Override of Central Banks: A Comparison of the Legal Frameworks in the United States and the United Kingdom*, cit., 922, i quali sottolineano che 'a practical example of such coordination is the public exchange of letters between the Bank and HM Treasury when the Bank commenced gilt purchases via its Asset Purchase Facility in 2009'; in punto gli autori citano la lettera inviata da Alistair Darling, *Chancellor of the Exchequer*, a Mervyn King, *Governor of the Bank of England* del 29 gennaio 2009, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2009/chancellor-letter-290109>, e la lettera inviata da Alistair Darling, *Chancellor of the Exchequer*, a Mervyn King, *Governor of the Bank of England* del 3 marzo 2009, <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/letter/2009/chancellor-letter-050309>.

della banca centrale siano chiari e trasparenti.<sup>35</sup> Ovviamente l'importanza del coordinamento tra le due istituzioni in quest'ambito deriva dal rischio che dette misure oltrepassino la linea di confine della politica monetaria, divenendo nella sostanza misure di politica fiscale. Esse infatti possono: a) determinare l'assunzione di rischio di credito, che alla fine può pregiudicare la posizione dei contribuenti in quanto gravante sul bilancio dello stato, e, b) influenzare l'allocazione del credito, la quale a sua volta incide sul ruolo che la banca centrale deve svolgere nell'assunzione di tali decisioni.

La legislazione in vigore conferisce altresì a *HM Treasury* una serie di poteri per oltrepassare, *rectius* dirigere, la *BoE* in determinate circostanze (c.d. *override powers*). Tra questi vi sono: a) un potere generale di dirigere la *BoE* da esercitare nell'interesse pubblico, che fu introdotto all'interno della legislazione successiva alla seconda guerra mondiale quando la *BoE* fu nazionalizzata;<sup>36</sup> b) un potere di dirigere la politica monetaria della *BoE* in circostanze economiche estreme, che fu mantenuto da *HM Treasury* quando il *Bank of England Act* del 1998 conferì alla *BoE* funzioni operative e indipendenza nell'esercizio della politica monetaria;<sup>37</sup> e, c) uno specifico potere di direzione introdotto nel 2012 come strumento di gestione delle crisi quando denaro pubblico è a rischio.<sup>38</sup>

---

<sup>35</sup>Si veda HM TREASURY, *Review of the Monetary Policy Framework*, 2013, 4-5, [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/221567/ukecon\\_mon\\_policy\\_framework.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/221567/ukecon_mon_policy_framework.pdf).

<sup>36</sup>La *section 4* del *Bank of England Act of 1946*, con cui la *BoE* fu nazionalizzata, attribuiva al *Treasury* il potere di dirigere quest'ultima. Tale *section 4* prevedeva semplicemente che '*the Treasury may from time to time give such directions to the Bank as, after consultation with the Governor of the Bank, they think necessary in the public interest*'. Nonostante l'ampiezza della formulazione della *section 4*, secondo SALIB – SKINNER, *Executive Override of Central Banks: A Comparison of the Legal Frameworks in the United States and the United Kingdom*, cit., 925, '*there was an implicit understanding within HMT that it would show considerable restraint in ever resorting to the power and that directions could only be properly made on matters of major policy in respect of which no Governor could fail to acknowledge the right of the Government to decide*'. Gli stessi sottolineano altresì che nel 1998 il potere di direzione del *Treasury* fu modificato attraverso l'introduzione della seguente limitazione '*except in relation to monetary policy*'. È interessante notare come attraverso la menzionata limitazione fu concessa alla *BoE* indipendenza operativa nell'esercizio della politica monetaria.

<sup>37</sup>*Id.*, 930.

<sup>38</sup>*Id.*, 913-914.

Circa tale ultimo potere, in forza dell'esperienza maturata durante la crisi finanziaria globale del 2007-2008 e in ragione della riluttanza a esercitare il potere generale di direzione ai sensi del *Bank of England Act* del 1946 per il rischio che quest'ultimo possa creare panico sui mercati, il *Treasury Committee* della *House of Commons* aveva raccomandato che venisse attribuito al *Chancellor* un potere di direzione da esercitare in tempi di crisi diverso dal predetto potere generale di direzione ai sensi della legge del 1946. Così, attraverso il *Financial Services Act* del 2012<sup>39</sup> è stato attribuito a *HM Treasury* un nuovo *override power* che può essere esercitato solo in due situazioni sul presupposto che quest'ultimo è l'unica istituzione responsabile per decisioni concernenti l'uso di denaro pubblico.<sup>40</sup> La prima situazione riguarda casi di potenziale rischio per la finanza pubblica. In particolare la *BoE* deve informare *HM Treasury* dell'esistenza di un rischio materiale in tale senso e quest'ultimo deve ritenere che l'esercizio del potere di direzione sulla *BoE* sia necessario per eliminare o ridurre la suddetta minaccia alla stabilità finanziaria del Regno Unito.<sup>41</sup> La seconda situazione riguarda i casi in cui la crisi si è materializzata e *HM Treasury* ha già dovuto impegnare denaro pubblico per fornire assistenza finanziaria. Ancora una volta tale potere può essere esercitato quando *HM Treasury* ritiene che dirigere l'azione della *BoE* sia necessario per eliminare o ridurre una seria minaccia alla stabilità finanziaria del Regno Unito.<sup>42</sup>

Dal punto di vista procedurale, *HM Treasury* deve consultare la *BoE* prima di esercitare il potere di direzione, ma appena possibile deve altresì fornire al Parlamento la documentazione concernente l'esercizio di tale potere, salvo nei casi in cui così facendo l'interesse pubblico potrebbe essere pregiudicato.<sup>43</sup>

### 3. Di fronte ai primi effetti nefasti causati dalla pandemia all'economia

---

<sup>39</sup>Si veda *Section 61* del *Financial Services Act* del 2012.

<sup>40</sup>Si veda SALIB – SKINNER, *Executive Override of Central Banks: A Comparison of the Legal Frameworks in the United States and the United Kingdom*, cit., 934.

<sup>41</sup>*Id.*, 934.

<sup>42</sup>*Id.*, 935 - 937.

<sup>43</sup>*Id.*, 939.

britannica, la *BoE* è immediatamente intervenuta, attraverso il suo *MPC*, ponendo in essere una serie di misure di politica monetaria complessivamente finalizzate, da un lato, a raggiungere l'obiettivo statutario di *price stability*, (identificato in un tasso di inflazione annuo pari al 2%),<sup>44</sup> e, dell'altro, a limitare l'impatto recessivo nel lungo periodo.<sup>45</sup> La principale tecnica impiegata dalla *BoE* per implementare tali misure è stata la considerevole espansione del suo bilancio,<sup>46</sup> attraverso la creazione di riserve,<sup>47</sup> che ha trovato peraltro ulteriore giustificazione nel fatto che la banca centrale britannica è tenuta non solo a mantenere la stabilità dei prezzi, ma altresì a garantire la stabilità finanziaria nel Regno Unito, nonché, secondariamente, a supportare la politica economica del governo, incluse crescita e occupazione (c.d. *twin mandate* o *dual mandate*).<sup>48</sup>

In punto, vale la pena sottolineare che è proprio attraverso le riserve detenute dagli istituti di credito presso la banca centrale che quest'ultima riesce ad

---

<sup>44</sup>Si veda BANK OF ENGLAND – MONETARY POLICY COMMITTEE, *Monetary Policy Report*, May 2020, *passim*, dove si rileva che ‘*The MPC has statutory objectives to maintain price stability and, subject to that, to support the economic policy of the Government including its objectives for growth and employment. In the current circumstances, and consistent with the MPC’s remit, monetary policy is aimed at supporting businesses and households through the crisis, and limiting any lasting damage to the economy*’.

<sup>45</sup>Si veda SAUNDERS, *Covid-19 and monetary policy*, Speech – Bank of England, 28 May 2020, 4.

<sup>46</sup>In punto si veda BAILEY, *The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future*, Speech – Bank of England, given at the Jackson Hole Economic Policy Symposium, 28 August 2020, 2.

<sup>47</sup>Così VLIEGHE, *Monetary policy and the Bank of England’s balance sheet*, cit., 3, il quale descrive l’espansione del bilancio di una banca centrale come un’operazione attuata attraverso la creazione, o l’emissione, di riserve, ossia passività di bilancio, utilizzate per acquistare titoli, ossia attività di bilancio; si veda altresì CAVALLINO – DE FIORE, *Central banks’ response to Covid-19 in advanced economies*, cit., 6, i quali sottolineano che il bilancio delle principali banche centrali è cresciuto in media del 10% del PIL nazionale nei primi 3 mesi della pandemia e che è verosimile aspettarsi una crescita complessiva compresa tra il 15% e il 23% del PIL nazionale prima della fine del 2020.

<sup>48</sup>Il *Financial Services Act* del 2012 ha infatti attribuito alla *BoE* anche l’obiettivo ‘*of protecting and enhancing the stability of the financial system of the United Kingdom*’. Inoltre in base ai suoi ‘*Core Purposes*’, la *BoE* ‘*is committed to sustain financial stability whose purpose is to maintain three vital functions of the financial system (1) the payments mechanism (2) financial intermediation (3) insuring against and dispersing risk*’; si veda al riguardo LASTRA – ALEXANDER, *The ECB Mandate: Perspectives on Sustainability and Solidarity*, cit., 5, i quali sottolineano che ‘*Following the GFC of 2008, the rediscovery of financial stability as a key central bank objective (as well as being an objective for the government and for financial regulatory and supervisory agencies) has inspired legislative reforms around the world*’.

incidere sui tassi di interesse a breve termine, poiché questi, a loro volta, influenzano i tassi applicati sul mercato interbancario, nonché i tassi applicati dalle banche nell'erogazione del credito ai soggetti finanziati.<sup>49</sup>

Le principali misure finora adottate dalla BoE per affrontare l'emergenza sono state: 1) *Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs* (TFSME);<sup>50</sup> 2) *Covid Corporate Financing Facility* (CCFF);<sup>51</sup> 3) *Asset Purchases Facility* (APF);<sup>52</sup> 4) taglio dei tassi di interesse portati dallo 0,75% allo 0,1%;<sup>53</sup> 5) *Contingent Term Repo Facility* (CTRF);<sup>54</sup> 6) l'estensione della *Ways and Means facility*.<sup>55</sup>

L'azione della BoE, peraltro, ha beneficiato fin da subito del pieno supporto di *HM Treasury*, evidenziando per tal via una differenza strutturale estremamente significativa nel confronto con la BCE la quale, come noto, non può contare sulla stretta collaborazione con un'unica autorità di matrice europea, competente per l'intera Euro Zona e dotata di funzioni e poteri in materia di politica fiscale.<sup>56</sup>

---

<sup>49</sup>Si veda VLIEGHE, *Monetary policy and the Bank of England's balance sheet*, cit., 4.

<sup>50</sup>Si veda BANK OF ENGLAND, *Term Funding Scheme with additional incentives for SMEs (TFSME) – Market Notice*, 11 March 2020, reperibile al sito <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notice/2020/term-funding-scheme-market-notice-mar-2020>.

<sup>51</sup>Si veda BANK OF ENGLAND, *Covid Corporate Financing Facility (CCFF): information for those seeking to participate in the scheme*, 17 March 2020, reperibile al sito <https://www.bankofengland.co.uk/markets/covid-corporate-financing-facility>.

<sup>52</sup>Si veda BANK OF ENGLAND, *Asset Purchase Facility (APF): Asset Purchases and TFSME - Market Notice*, 19 March 2020, reperibile al sito <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notice/2020/apf-asset-purchases-and-tfsme-march-2020>.

<sup>53</sup>Si veda BANK OF ENGLAND, *Monetary Policy Summary for the special Monetary Policy Committee meeting on 19 March 2020*, 19 March 2020, reperibile al sito <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2020/monetary-policy-summary-for-the-special-monetary-policy-committee-meeting-on-19-march-2020>; si veda altresì CAVALLINO – DE FIORE, *Central banks' response to Covid-19 in advanced economies*, cit., 1, i quali sottolineano che anche la FED negli Stati Uniti e la Bank of Canada in Canada hanno immediatamente deciso di ridurre i tassi di interesse.

<sup>54</sup>Si veda BANK OF ENGLAND, *Activation of the Contingent Term Repo Facility – Market Notice*, 24 March 2020, reperibile al sito <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notice/2020/activation-of-the-contingent-term-repo-facility>.

<sup>55</sup>Si veda BANK OF ENGLAND, *HM Treasury and Bank of England announce temporary extension to Ways and Means facility*, News release, 9 April 2020, reperibile al sito <https://www.bankofengland.co.uk/news/2020/april/hmt-and-boe-announce-temporary-extension-to-ways-and-means-facility>.

<sup>56</sup>In punto si veda LASTRA – ALEXANDER, *The ECB Mandate: Perspectives on Sustainability and Solidarity*, cit., 5, i quali sottolineano che 'The ECB can facilitate a growing role for EU institutions and Member States to fill the governance gap in fiscal policy at the EU level by providing more economic backing to address environmental and social sustainability risks,

Nel Regno Unito, detta collaborazione si è rilevata particolarmente importante per l'implementazione della CCFF, che costituisce uno strumento per l'erogazione di liquidità a imprese di grandi dimensioni duramente colpite dalla crisi. Il finanziamento, infatti, avviene attraverso l'acquisto di titoli di debito di breve durata, con scadenza non oltre i 12 mesi, (c.d. *commercial papers*), emessi dalle imprese, che viene posto in essere dalla BoE. Quest'ultima, però, agisce per conto del *Treasury*, che quindi sopporta il rischio di *default* dei soggetti finanziati.<sup>57</sup>

Il CCFF costituisce, pertanto, un programma del Governo, atteso che è quest'ultimo a decidere l'ammontare del prestito, i beneficiari e le relative condizioni. Di conseguenza, il Governo assume il rischio di inadempimento delle imprese finanziate attraverso il rilascio di una garanzia a beneficio della BoE. L'autorità monetaria, a sua volta, ha il compito di implementare le decisioni di finanziamento prese dal governo, le quali troveranno risultanza nel suo bilancio dato che i prestiti verranno concessi attraverso la creazione di riserve presso la banca centrale medesima.<sup>58</sup>

3.1. Altrettanto significativa è stata la decisione presa il 19 marzo 2020 dal MPC di incrementare notevolmente la dimensione del programma di *quantitative easing*, finanziato attraverso la creazione di riserve di bilancio, innalzandola dalla soglia precedentemente in vigore di 445 miliardi di sterline a quella di 645 miliardi di sterline,<sup>59</sup> pari al 7,4% del prodotto interno lordo britannico.<sup>60</sup> La ragione alla

---

*particularly regarding the urgent need to adopt substantial measures to address the COVID-19 crisis*'.

<sup>57</sup>Si veda CAVALLINO – DE FIORE, *Central banks' response to Covid-19 in advanced economies*, cit., 5, i quali evidenziano che 'UK Treasury offered a guarantee of 100% of the stock of commercial paper purchased by the Bank of England through its Covid Corporate Financing Facility (CCFF)'.

<sup>58</sup>Si veda VLIEGHE, *Monetary policy and the Bank of England's balance sheet*, cit., 12.

<sup>59</sup>Si veda BANK OF ENGLAND – FINANCIAL POLICY COMMITTEE, *Interim Financial Stability Report*, May 2020, 8; si veda anche SAUNDERS, *Covid-19 and monetary policy*, cit., 4, il quale sottolinea che il programma di acquisto titoli include obbligazioni governative e obbligazioni societarie con *rating investment grade* denominate in sterline. In particolare, almeno il 10% dei 200 miliardi di sterline aggiuntive sarà impiegato per l'acquisto di obbligazioni societarie.

<sup>60</sup>Si veda CAVALLINO – DE FIORE, *Central banks' response to Covid-19 in advanced economies*, cit., 4.



base di tale decisione, evidentemente, risiedeva nelle condizioni in cui i mercati finanziari versavano a marzo 2020.<sup>61</sup> Questi ultimi, infatti, si sono trovati in una situazione di *stress* che ha pochi precedenti in tempi recenti, ossia una situazione così grave che solo un significativo programma di *quantitative easing* poteva efficacemente fronteggiare.<sup>62</sup>

Peraltro, il programma di acquisto titoli è stato, come annunciato,<sup>63</sup> ulteriormente aumentato di 100 miliardi di sterline il 17 giugno 2020<sup>64</sup> e di ulteriori 150 miliardi di sterline il 5 novembre 2020, portando l'ammontare complessivo del programma a 895 miliardi di sterline.<sup>65</sup>

L'aumento della dimensione del programma di acquisto titoli rappresenta di per sé un elemento estremamente significativo, ma ciò che maggiormente rileva in prospettiva europea, ancor più della dimensione stessa del programma, è il 'retro

---

<sup>61</sup>Vale la pena rilevare che nel Regno Unito i titoli acquistati nel contesto delle operazioni di politica monetaria decise dalla *BoE* non sono detenuti direttamente da quest'ultima, ma da una sua controllata, chiamata *Asset Purchase Facility (APF)*. *APF* acquista tali titoli grazie a finanziamenti concessi dalla stessa *BoE*. Pertanto sono i finanziamenti concessi ad *APF* dalla *BoE* che risultano nel bilancio di quest'ultima e non già i titoli che invece sono contabilizzati nel bilancio di *APF*. La ragione per cui tali operazioni sono effettuate in questo modo risiede nella necessità di coinvolgere un soggetto diverso e separato dalla *BoE* i cui attivi sono coperti contro le perdite da una garanzia fornita dal Governo britannico; si veda al riguardo *BANK OF ENGLAND, Exchange of letters between the Governor and the Chancellor on the Asset Purchase Facility*, 19 March 2020, reperibile al sito <https://www.bankofengland.co.uk/letter/2020/apf-letters-march-2020>.

<sup>62</sup>Si veda *VLIEGHE, Yield Curve and QE*, 2018, Speech available at: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2018/gertjan-vlieghe-imperial-college-business-school-london>; *VLIEGHE, Monetary policy: adapting to a changed world*, 2019, speech available at: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2019/>; si veda altresì *HAUSER, Seven Moments in Spring: Covid-19, financial markets and the Bank of England's balance sheet operations*, Speech – Bank of England, 4 June 2020, 6, il quale sottolinea che subito dopo l'annuncio del programma i mercati si sono normalizzati.

<sup>63</sup>Due membri del *MPC* avevano, infatti, già espresso la loro convinzione circa la necessità di aumentare la dimensione del programma di ulteriori 100 miliardi di sterline; si veda *SAUNDERS, Covid-19 and monetary policy*, cit., 12.

<sup>64</sup>Si veda *BANK OF ENGLAND, Asset Purchase Facility: Gilt Purchases - Market Notice*, 18 June 2020, disponibile al sito internet <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notices/2020/asset-purchase-facility-gilt-purchases-june-2020>, dove si legge 'On 17 June the MPC voted for the Bank of England to continue with the existing programme of £200bn of UK government bond and sterling non-financial investment-grade corporate bond purchases, and to increase the stock of purchases of UK government bonds, financed by central bank reserves, by an additional £100bn, to take the total stock of asset purchases to £745bn'.

<sup>65</sup>Si veda *BANK OF ENGLAND, Bank Rate held at 0.1% and asset purchases increased by £150bn - November 2020 - Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting*, 5 November 2020, disponibile al sito internet <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2020/november-2020>.

pensiero' su cui tali iniziative straordinarie sono basate. In tale senso, secondo uno dei membri del *MPC*, in una situazione come l'attuale è preferibile sbagliare eccedendo con le misure di politica monetaria implementate per poi ridurle quando le mutate condizioni economiche lo consentiranno, piuttosto che adottare iniziative insufficienti che potrebbero lasciare il sistema economico paralizzato da un'inflazione eccessivamente bassa o addirittura assente.<sup>66</sup> La ragione che giustifica tale approccio risiede nel fatto che se l'economia si trovasse a ristagnare a causa di bassa crescita e livelli di inflazione troppo al di sotto del *target*, la politica monetaria avrebbe molto meno margine di manovra per intervenire efficacemente attraverso stimoli finalizzati a raggiungere l'obiettivo del 2%. In una situazione del genere, un'efficace gestione del rischio presuppone che le autorità monetarie agiscano in maniera asimmetrica; ossia, mentre un restringimento delle misure di politica monetaria dovrebbe essere graduale, di contro, qualora stimoli monetari si rendessero necessari, questi ultimi dovrebbero essere forniti molto rapidamente.<sup>67</sup> Ciò dipende dal fatto che se a fronte di un eccesso di stimoli l'economia si trovasse a recuperare il terreno perso attraverso una crescita sostenuta, l'autorità monetaria avrebbe a sua disposizione sia gli strumenti che il tempo necessari per reagire riducendo questi ultimi prima che un persistente eccesso di domanda, e conseguentemente di inflazione, diventino un problema di difficile soluzione. Nello scenario opposto, di contro, se le autorità monetarie fornissero stimoli insufficienti, l'economia potrebbe trovarsi in una spirale deflazionistica molto più difficile da gestire, la quale peraltro provocherebbe maggiori costi nel lungo periodo, quali fallimenti di imprese e disoccupazione.<sup>68</sup> In altre parole, il principale timore all'interno del *MPC* è che la ripresa economica sia troppo lenta, in quanto ciò risulterebbe particolarmente costoso perché l'inflazione rimarrebbe al di sotto del

---

<sup>66</sup>Così SAUNDERS, *Covid-19 and monetary policy*, cit., 2, il quale sottolinea che *'The costs of policy error are, to an extent, asymmetric at present. It is safer to err on the side of easing somewhat too much, and then if necessary tighten as capacity pressures eventually build, rather than ease too little and find the economy gets stuck in a low inflation rut with increased hysteresis costs'*.

<sup>67</sup>*Id.*, 11.

<sup>68</sup>*Id.*, 12.



*target* e il sistema economico si troverebbe a funzionare con capacità produttiva non pienamente sfruttata.<sup>69</sup>

Quello sopra descritto, evidentemente, costituisce un approccio alla politica monetaria che si contraddistingue nettamente da un diffuso modo di pensare all'interno dell'Euro Zona secondo il quale il principale, se non già l'unico, obiettivo delle banche centrali (e in particolare della BCE) sarebbe quello di evitare la crescita dell'inflazione,<sup>70</sup> la quale, peraltro, vale la pena rilevare, non ha mai raggiunto nei principali paesi europei, almeno in tempi recenti, il *target* del 2% rilevante anche per la BCE.<sup>71</sup>

Inoltre, è importante sottolineare che, seppur attualmente l'acquisto di titoli possa avere luogo solo sul mercato secondario, la *BoE* ha espressamente dichiarato che continuerà a valutare l'opportunità di intervenire anche sul mercato primario.<sup>72</sup> Tale affermazione ha indotto alcuni commentatori a sostenere che la *BoE* potrebbe effettivamente decidere di cambiare paradigma e di intervenire direttamente comprando *treasury gilts* e obbligazioni societarie al momento dell'emissione.<sup>73</sup> E' evidente che se ciò dovesse avvenire, tale operatività segnerebbe un'ulteriore importante differenza rispetto alle modalità di esecuzione del *quantitative easing* da parte della BCE, la quale ai sensi dell'art. 123 TFEU non ha il potere di comprare, nemmeno attraverso le Banche Centrali nazionali, titoli del debito pubblico dei

---

<sup>69</sup>*Id.*, 7.

<sup>70</sup>Notoriamente, la *Bundesbank* ha da sempre posizioni molto critiche nei confronti dei programmi di stimolo adottati dalla BCE anche per il timore che questi ultimi possano determinare iperinflazione; si veda *ex multis* ARNOLD, *Bundesbank's Weidmann opposes new stimulus*, Financial Times, 24 August 2019, *passim*.

<sup>71</sup>Secondo la *Bank of England* il tasso di inflazione corrente nel Regno Unito è pari allo 0,7%, pertanto ben inferiore al *target*, si veda BANK OF ENGLAND, *Inflation and the 2% target*, disponibile al sito internet <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/inflation>; mentre secondo la Banca Centrale Europea il tasso di inflazione nell'Euro Zona è al momento negativo pari a -0,3%, si veda EUROPEAN CENTRAL BANK, *ECB Inflation Rate*, disponibile al sito internet <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>.

<sup>72</sup>Si veda BANK OF ENGLAND, *Asset Purchase Facility (APF): Asset Purchases and TFSME - Market Notice*, 19 March 2020, reperibile al sito <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notices/2020/apf-asset-purchases-and-tfsme-march-2020>.

<sup>73</sup>Così SCHOMBERG – MILLIKEN, *Bank of England ramps up bond-buying, cuts rates to near zero*, Reuters, 19 March 2020.

paesi dell'Area Euro sul mercato primario.<sup>74</sup>

3.2. Ma ancor più rilevante da questo punto di vista, a maggior ragione se analizzata alla luce dei menzionati limiti del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, è la decisione presa congiuntamente da *BoE* e *Treasury* di rimuovere ogni limitazione quantitativa alla c.d. '*Ways and Means facility*'. Quest'ultima è un'apertura di credito in conto corrente di cui il *Treasury* dispone presso la *BoE* e che prima di tale decisione era limitata all'importo di 400 milioni di sterline.<sup>75</sup>

Attraverso l'ampliamento di tale *facility* si è pertanto inteso consentire al *Treasury* di attingere, potenzialmente senza limiti quantitativi, a risorse finanziate dalla stessa *BoE* mediante la creazione di riserve. L'utilizzo di tale strumento, al momento impossibile nell'Euro Zona in ragione del ben noto divieto di *monetary financing* ex art. 123 TFEU, è stato tuttavia circoscritto all'interno di una serie di restrizioni finalizzate perlopiù a mantenere l'indipendenza della *BoE*. In particolare, tale apertura di credito avrà durata fino alla fine del 2020 e servirà a consentire al *Treasury* di disporre di risorse (illimitate) da utilizzare qualora il mercato dei *Treasury gilts* (ossia i titoli del debito pubblico britannico) risultasse negativamente affetto dalla crisi provocata dal Covid-19 con effetti pregiudizievoli sulla capacità del Governo stesso di raccogliere capitale di debito sul mercato. Ciò risulta tanto più importante alla luce del fatto che la risposta economica del Governo britannico alla crisi è stata di dimensione molto significativa, con la conseguenza per cui, anche in ragione del prevedibile calo del gettito fiscale, quest'ultimo avrà necessità di aumentare proporzionalmente il *deficit* di bilancio e pertanto il debito pubblico,

---

<sup>74</sup>Ai sensi dell'art 123 paragrafo 1 del TFEU, 'Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate «banche centrali nazionali»), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali'.

<sup>75</sup>Si veda BODELLINI – SINGH, *Monetary policy in the face of the COVID-19 crisis: the interesting case of the United Kingdom*, cit., *passim*.

almeno nel breve periodo.<sup>76</sup> In altre parole, tale *facility* è stata *in primis* concepita come uno strumento di finanza ponte o di *emergency liquidity assistance* a disposizione del Governo britannico per fronteggiare l'emergenza nel caso in cui il mercato dei *gilts* si trovasse 'congelato' a causa dello *shock* provocato dalla pandemia, dal *lockdown* deciso dall'esecutivo e dalle conseguenze economiche da ciò derivanti.<sup>77</sup>

Dal punto di vista bilancistico tale *facility* non si differenzia troppo dall'acquisto di *treasury gilts*, atteso che in entrambi i casi la *BoE* crea riserve che finiscono per finanziare il Governo britannico. La vera differenza, però, risiede nel fatto che mentre nel caso di acquisto di *treasury gilts* l'iniziativa rimane nella sfera decisionale della *BoE*, nel caso della '*Ways and Means facility*', dopo la sua apertura e la rimozione dei limiti quantitativi, la decisione di utilizzarla viene presa dal governo.<sup>78</sup>

Nonostante l'introduzione delle menzionate restrizioni all'utilizzo dell'apertura di credito, (in primo luogo la scadenza alla fine dell'anno), questa decisione ha acceso un ampio dibattito, tanto in dottrina quanto nella stampa specializzata, principalmente focalizzato su due aspetti tra loro strettamente connessi. La prima criticità riguarda l'effetto potenzialmente inflazionistico che una misura di questa natura può produrre. La seconda criticità, riconducibile al concetto di *monetary financing*, attiene al fatto che, così facendo, la *BoE* utilizza c.d. *central bank money* derivante dalla creazione di riserve per finanziare (almeno potenzialmente) il *deficit* di bilancio dello stato. L'elemento più critico di tale secondo aspetto concerne il rischio che tale misura finisca per limitare l'indipendenza della *BoE* andando a minare la stessa ragione d'essere di una banca centrale, con funzioni di politica monetaria, separata dall'esecutivo.

---

<sup>76</sup>Si veda GILES – SAMSON, *UK public debt exceeds 100% of GDP for first time since 1963*, Financial Times, 19 June 2020, *passim*.

<sup>77</sup>Si veda CAVALLINO – DE FIORE, *Central banks' response to Covid-19 in advanced economies*, cit., 6.

<sup>78</sup>Così VLIEGHE, *Monetary policy and the Bank of England's balance sheet*, cit., 10.

Entrambe le criticità richiamate sono state tuttavia analizzate ed affrontate. In particolare, secondo lo stesso *MPC* della *BoE* non ci sarebbe al momento nessun rischio di inflazione e anzi l'attuale crisi causata dal Covid-19, che è una crisi tanto della domanda quanto dell'offerta,<sup>79</sup> determinerà un calo significativo della stessa, la quale, secondo il medesimo *MPC*, potrebbe raggiungere il livello obiettivo del 2% solo nel 2022.<sup>80</sup> A ciò si aggiunge che in ragione della breve durata di tale *facility*, quest'ultima non sarebbe in grado di incidere sulla politica monetaria della *BoE* e quindi sulla sua capacità di raggiungere il *target* di inflazione.<sup>81</sup>

Con riguardo invece al c.d. *monetary financing*, la *BoE* è intervenuta pubblicamente sostenendo che si tratta prevalentemente di un problema di definizioni.<sup>82</sup> Il termine '*monetary financing*' non è infatti interpretato univocamente. Questo è l'argomento avanzato dalla *BoE* per sostenere che non sono in corso operazioni riconducibili a tale fattispecie secondo l'interpretazione dalla stessa adottata.<sup>83</sup>

In punto, va osservato che secondo una comune interpretazione di '*monetary financing*', esso costituisce un finanziamento della spesa pubblica che avviene attraverso denaro creato dalla banca centrale, invece che attraverso l'emissione di titoli di stato comprati da investitori sul mercato. Tuttavia, è altresì vero che una simile caratterizzazione sarebbe altrettanto valida anche per altre misure di politica monetaria in cui la banca centrale crea riserve per finanziare l'acquisto di titoli di stato tanto sul mercato primario, quanto, seppur indirettamente, sul mercato secondario.

E allora il punto cruciale della questione riguarda semmai il limite oltre il quale questo modo di finanziare lo stato non è più sostenibile. Prima della pandemia nel Regno Unito l'ammontare di c.d. *central bank money*, ossia

---

<sup>79</sup>*Id.*, 2.

<sup>80</sup>Si veda SAUNDERS, *Covid-19 and monetary policy*, cit., 4, il quale sottolinea che secondo il *MPC* l'inflazione scenderà quasi a zero entro la fine del 2020.

<sup>81</sup>Così VLIEGHE, *Monetary policy and the Bank of England's balance sheet*, cit., 12.

<sup>82</sup>*Id.*, 13.

<sup>83</sup>*Id.*, 13.

banconote in circolazione e riserve presso la *BoE*, era pari al 12% del debito pubblico, mentre attualmente ha raggiunto il 26% del debito pubblico. Tuttavia, in Giappone la situazione è ben diversa, atteso che l'ammontare di *central bank money*, è pari al 42% del debito pubblico. Questo consente di sostenere che non esiste una soglia precisa e comunemente accettata oltre la quale il finanziamento del debito pubblico da parte della banca centrale è considerato eccessivo. In punto ciò che davvero rileva è la fiducia degli investitori nelle finanze pubbliche di un paese, la loro sostenibilità senza dover ricorrere all'inflazione nonché la disponibilità di questi ultimi a continuare a comprare titoli di debito emessi dal paese in questione. Una misura utile per misurare tali indicatori è certamente il rendimento dei titoli del debito pubblico.<sup>84</sup>

La preoccupazione di molti riguardo al *monetary financing* attiene in vero al rischio di generare iperinflazione.<sup>85</sup> In punto, tuttavia, è stato osservato che la differenza tra casi come quelli della Repubblica di *Weimar* e casi di efficace politica monetaria volta a raggiungere il *target* di inflazione va ricercata nell'indipendenza della banca centrale dal governo e nell'autonomia di quest'ultima nel prendere le decisioni necessarie.<sup>86</sup> Ossia, il rischio di iperinflazione ci sarebbe nei casi in cui le politiche della banca centrale fossero eterodeterminate dal governo per raggiungere obiettivi fiscali senza preoccuparsi del *target* di inflazione, dando luogo a un fenomeno chiamato *fiscal dominance*.<sup>87</sup> Ciò si manifesterebbe mantenendo i tassi di interesse a breve termine artificialmente più bassi di quanto necessario per raggiungere il *target* di inflazione. E ciò sarebbe ulteriormente aggravato dalla richiesta di creare riserve presso la banca centrale da utilizzare per finanziare il debito pubblico senza al contempo nessun piano per raggiungere il *target* di

---

<sup>84</sup>*Id.*, 13.

<sup>85</sup>Si veda SARGENT, *The Ends of Four Big Inflations*, in *Inflation: Causes and Effects*, a cura di HALL, University of Chicago Press, 1982, *passim*, il quale analizza anche i casi della Repubblica di Weimar e dello Zimbabwe.

<sup>86</sup>Così VLIEGHE, *Monetary policy and the Bank of England's balance sheet*, cit., 13.

<sup>87</sup>Sul concetto di *fiscal dominance* nell'attuale contesto, si veda BROADBENT, *Government debt and inflation*, Speech – Bank of England given at the Annual Meeting of the Central Bank Research Association - London School of Economics, 2 September 2020, 2.

inflazione.<sup>88</sup>

Sulla base di queste considerazioni, la *BoE* ha sostenuto che un'apertura di credito accesa dal governo presso una banca centrale indipendente, seppur di ammontare illimitato, non potrebbe qualificarsi come *monetary financing* se temporalmente limitata, come nel caso di specie.<sup>89</sup>

3.3. Muovendo da diversa prospettiva si può sostenere che attraverso il *quantitative easing* e con la rimozione dei limiti quantitativi alla '*Ways and Means facility*' la politica fiscale e quella monetaria del Regno Unito si sono vicendevolmente sostenute nel tentativo di raggiungere l'obiettivo finale di mantenere la stabilità tanto dei prezzi quanto finanziaria e di supportare la politica economica del Governo, ivi incluse la crescita e l'occupazione.<sup>90</sup> In questo senso è stato osservato che misure di politica fiscale e misure di politica monetaria sono state implementate allo scopo di minimizzare tanto l'ampiezza quanto la durata dell'impatto distruttivo della pandemia.<sup>91</sup>

Così, se è vero che le misure di politica fiscale sono certamente quelle più incisive per produrre effetti benefici in uno scenario come l'attuale, è altresì vero che anche la politica monetaria può e deve svolgere un ruolo importante.<sup>92</sup> Al momento, ci sono, infatti, delle distorsioni che impattano sulla corretta circolazione del denaro, sulla disponibilità e sul costo del credito, nonché sulla fiducia nel sistema. Pertanto, misure finalizzate a ridurre i tassi di interesse, ad aumentare le linee di credito per le banche così come per le imprese non finanziarie e i programmi straordinari di acquisto titoli possono contribuire alla riduzione del

---

<sup>88</sup>Così VLIEGHE, *Monetary policy and the Bank of England's balance sheet*, cit., 14.

<sup>89</sup>Il Governatore della *BoE* Andrew Bailey ha descritto il concetto di *monetary financing* come '*a permanent expansion of the central bank balance sheet with the aim of funding the government*', si veda GILES, *Bailey rejects monetary financing as tool in virus crisis*, Financial Times, 6 April 2020, *passim*.

<sup>90</sup>Si veda ALBEROLA – ARSLAN – CHENG – MOESSNER, *The differential fiscal response to the coronavirus crisis in advanced and emerging market economies*, BIS Bulletin, 2020, *passim*.

<sup>91</sup>Così VLIEGHE, *Monetary policy and the Bank of England's balance sheet*, cit., 2.

<sup>92</sup>*Id.*, 3.

costo del credito e alla disponibilità di quest'ultimo nonché al corretto funzionamento dei mercati finanziari.<sup>93</sup>

E' stato altresì osservato che attraverso tali azioni la *BoE* ha indirettamente supportato le politiche fiscali del governo permettendo di ridurre il costo dell'indebitamento e garantendo la presenza costante di un acquirente dei titoli del debito pubblico in un contesto in cui verosimilmente quest'ultimo aumenterà in misura significativa.<sup>94</sup> La stessa cosa è avvenuta anche all'interno di altre giurisdizioni e risulta di grande importanza proprio per il corretto funzionamento dei mercati finanziari incluso quello dei titoli del debito pubblico.

4. La politica monetaria all'interno dell'Unione è compito attribuito al c.d. Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC),<sup>95</sup> al cui vertice è posta la BCE.<sup>96</sup> Ciò è stabilito dall'art. 3 comma 1 lett. c) del TFEU, in forza del quale l'Unione ha competenza esclusiva in materia di politica monetaria per gli Stati membri la cui moneta è l'euro, nonché dall'art. 127.<sup>97</sup>

L'obiettivo principale della politica monetaria nell'Unione è, ai sensi dell'art. 127 comma 1 del TFEU, il mantenimento della stabilità dei prezzi.<sup>98</sup> Tuttavia, come

---

<sup>93</sup>*Id.*, 3.

<sup>94</sup>Si veda CAVALLINO – DE FIORE, *Central banks' response to Covid-19 in advanced economies*, cit., 6.

<sup>95</sup>Il SEBC comprende la BCE e le banche centrali nazionali di tutti gli Stati membri dell'UE indipendentemente dal fatto che abbiano adottato l'euro, mentre l'Eurosistema è composto dalla BCE e dalle Banche Centrali Nazionali dei paesi che hanno introdotto la moneta unica. L'Eurosistema e il SEBC coesisteranno fintanto che vi saranno Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

<sup>96</sup>Dal 1° gennaio 1999 la BCE ha assunto la responsabilità della conduzione della politica monetaria per l'area dell'euro.

<sup>97</sup>Si veda HINAREJOS, *Economic and Monetary Union*, in BARNARD – PEERS (eds), *European Union Law* (Oxford University Press 2013); FABBRINI, *Economic governance in Europe: comparative paradoxes and constitutional challenges*, (Oxford University Press, 2016), 203.

<sup>98</sup>La base giuridica della politica monetaria unica è definita dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea e dallo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea. La Banca centrale europea costituisce il nucleo dell'Eurosistema e del SEBC. La BCE e le banche centrali nazionali svolgono in collaborazione i compiti ad esse conferiti; in punto si veda AMTENBRINK, *Central Bank Challenges in the Global Economy*, in HERRMANN – TERHECHTE (eds.), *European Yearbook of International Economic Law 2011*, Berlin 2011, 21, il



rilevato anche dalla Corte di Giustizia, il Trattato non contiene una definizione precisa di politica monetaria,<sup>99</sup> limitandosi a definire i suoi obiettivi e gli strumenti a disposizione del SEBC per la sua efficace implementazione.<sup>100</sup>

Seppur la politica monetaria tipicamente consista nel regolare la quantità di denaro in circolazione, ossia la sua disponibilità (liquidità) e il suo costo (tassi di interesse), la crisi finanziaria globale del 2007-2008 ha modificato l'approccio delle banche centrali nell'esercizio di tale funzione. Tradizionalmente essa veniva esercitata attraverso una serie di misure c.d. convenzionali, ossia operazioni di rifinanziamento sui mercati, linee di credito concesse alle banche (*i.e. overnight lending e deposit facilities*) e riserve delle istituzioni finanziarie depositate presso le banche centrali.<sup>101</sup> Per reagire alla crisi finanziaria, tuttavia, le banche centrali di tutte le principali giurisdizioni del mondo hanno dovuto fare ampio ricorso anche alle c.d. misure non convenzionali. Per quanto riguarda la BCE e il SEBC, ciò è avvenuto utilizzando strumenti previsti dai Trattati, seppure gli stessi non fossero mai stati usati in quella misura precedentemente. Questo è perlopiù il caso del c.d. *quantitative easing*.<sup>102</sup>

In questo senso, l'art. 18 comma 1 del Protocollo n. 4 sullo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea contiene una lista delle misure di politica monetaria che la BCE e le banche centrali nazionali possono implementare, ossia: a) operare sui mercati finanziari comprando e vendendo a titolo definitivo (a pronti e a termine), ovvero con operazioni di pronti

---

quale sottolinea che '*a clear monetary policy objective geared towards the combating of inflation has become the dominant feature of central banks*'.

<sup>99</sup>L'art. 127 comma 2 del TFEU prevede solo che i compiti fondamentali da assolvere tramite il SEBC sono i seguenti: a) definire e attuare la politica monetaria dell'Unione, b) svolgere le operazioni sui cambi in linea con le disposizioni dell'articolo 219, c) detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri, d) promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

<sup>100</sup>Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Sentenza del 16 giugno 2015, Causa C-62/14, paragrafo 42.

<sup>101</sup>Così AMTENBRINK, *Central Bank Challenges in the Global Economy*, cit., 23.

<sup>102</sup>Si veda LASTRA – ALEXANDER, *The ECB Mandate: Perspectives on Sustainability and Solidarity*, cit., 8.



contro termine, prestando o ricevendo in prestito crediti e strumenti negoziabili, in euro o in altre valute, nonché metalli preziosi, b) effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie. Ai sensi del successivo art. 19, inoltre, la BCE, nel perseguimento degli obiettivi della politica monetaria, ha altresì il potere di obbligare gli enti creditizi insediati negli Stati membri a detenere riserve minime in conti presso la BCE e le banche centrali nazionali.

4.1. Per ciò che concerne gli obiettivi della politica monetaria all'interno dell'Euro Zona, seppure l'art. 127 comma 1 stabilisca chiaramente che essa è finalizzata a mantenere la stabilità dei prezzi, cionondimeno manca all'interno del Trattato una definizione di tale concetto. In punto è stato osservato che la stabilità dei prezzi ha una dimensione interna, ossia la stabilità dei prezzi all'interno di un certo paese o di una certa giurisdizione, e una dimensione esterna, ossia il valore della valuta di un determinato paese o di una determinata giurisdizione contro quello di altre valute.<sup>103</sup>

Il concetto di stabilità dei prezzi è stato pertanto determinato dallo stesso Consiglio Direttivo della BCE, che ne ha fornito una definizione quantitativa, secondo cui *'Price stability shall be defined as a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%. Price stability is to be maintained over the medium term'*.<sup>104</sup> Il che significa che il Consiglio Direttivo della BCE si propone, quale obiettivo primario, di mantenere l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio periodo.

L'articolo 127 comma 1 stabilisce, altresì, che 'fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione al

---

<sup>103</sup>*Id.*, 10.

<sup>104</sup>Si veda EUROPEAN CENTRAL BANK - EUROSISTEM, *The Monetary Policy of The ECB* 2011, Frankfurt am Main, 2011, 64, dove si legge altresì che *'Following a thorough evaluation of its monetary policy strategy in 2003, the Governing Council further clarified that, within the definition, it aims to maintain inflation rates below, but close to, 2% over the medium term'*.

fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione definiti nell'articolo 3 del Trattato sull'Unione Europea. Il SEBC agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse e rispettando i principi di cui all'articolo 119'.<sup>105</sup> A ciò si aggiunge quanto previsto dal quinto comma dell'art. 127, secondo cui il 'SEBC contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario'.

Il richiamo all'interno dell'art. 127 comma 1 del TFEU al sostegno delle politiche economiche generali dell'Unione per contribuire a realizzare gli obiettivi di quest'ultima e la menzione, al quinto comma, del contributo alla stabilità del sistema finanziario potrebbero indurre ad avanzare un'interpretazione più ampia del mandato del SEBC, che, in qualche modo, oltrepassi la centralità del mantenimento della stabilità dei prezzi. Tale lettura è stata sostenuta evidenziando come elementi attinenti alla stabilità finanziaria (*i.e. environmental, social and economic sustainability*) possano, in pratica, incidere anche sull'efficace perseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi.<sup>106</sup> Ancor più evidente da questo punto di vista è il fatto che l'instabilità finanziaria può impattare negativamente anche sui normali meccanismi di trasmissione della politica monetaria. E in base a tale considerazione è stato rilevato che '*actions to combat systemic risk in financial markets are an integral part of the central bank's armoury to achieve price stability*'.<sup>107</sup> Il che significa che solo perseguendo (anche) l'obiettivo di mantenere la stabilità finanziaria è possibile raggiungere l'obiettivo del

---

<sup>105</sup>A sua volta l'articolo 119 del TFEU prevede che 'parallelamente, alle condizioni e secondo le procedure previste dai trattati, questa azione comprende una moneta unica, l'euro, nonché la definizione e la conduzione di una politica monetaria e di una politica del cambio uniche, che abbiano l'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi e, fatto salvo questo obiettivo, di sostenere le politiche economiche generali nell'Unione conformemente al principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza'.

<sup>106</sup>Si veda in tal senso LASTRA – ALEXANDER, *The ECB Mandate: Perspectives on Sustainability and Solidarity*, cit., 5.

<sup>107</sup>*Id.*, 6.

mantenimento della stabilità dei prezzi.

Cionondimeno, dalla formulazione delle norme menzionate si evince una chiara gerarchia di obiettivi al cui vertice si trova il mantenimento della stabilità dei prezzi. In tale senso, il mantenimento della stabilità dei prezzi è definito come il *primary objective* della BCE, mentre gli altri rappresentano i suoi *secondary objectives*. E ciò, a sua volta, è il risultato della considerazione per cui la stabilità dei prezzi è vista come il 'contributo più importante che la politica monetaria può dare al conseguimento di un contesto economico favorevole e di un elevato livello di occupazione'.<sup>108</sup> Questo, all'evidenza, contraddistingue la posizione della BCE rispetto a quella della *BoE*, la quale è tenuta a perseguire simultaneamente entrambi gli obiettivi, *i.e.* stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria, (oltre che a sostenere le politiche del governo, incluse crescita e occupazione), senza che l'uno prevalga sull'altro.

4.2. Per raggiungere l'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi, come accennato, la BCE e il SEBC definiscono e attuano la politica monetaria dell'Unione. Nel fare questo, la BCE e il SEBC sono assoggettati ad alcuni limiti, il più rilevante dei quali è il c.d. divieto di finanziamento monetario *ex art. 123 del TFEU*. Il primo comma dell'articolo in parola vieta *tout court* 'la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate «banche centrali nazionali»), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali'.

La formulazione dell'articolo lascia poco spazio a interpretazioni meno

---

<sup>108</sup>Si veda BANCA CENTRALE EUROPEA, *Funzioni*, reperibile al sito <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.it.html>.

restrittive del divieto *de quo*. Al riguardo, è stato osservato che, pur trattandosi di un vincolo per la politica monetaria, esso contribuisce altresì a proteggere la BCE da pressioni politiche.<sup>109</sup> Si tratta, infatti, di uno strumento di difesa contro indebite richieste potenzialmente pregiudizievoli per un corretto esercizio della politica monetaria. Tali richieste potrebbero riguardare, in particolare, il finanziamento della spesa pubblica mediante risorse della banca centrale (c.d. finanziamento monetario), e cioè l'acquisto da parte della banca centrale dei titoli di debito pubblico o l'erogazione di linee di credito al fine di finanziare il *deficit* di bilancio dei singoli Stati. Il divieto in parola incide tanto sulla BCE quanto sulle banche centrali nazionali. La *ratio* del divieto, evidentemente, risiede nella necessità di creare un meccanismo che protegga la BCE da pressioni dei governi nazionali tese ad ottenere finanziamenti erogati dalla stessa a beneficio dei singoli Paesi. Infatti, pur in assenza di un obbligo in capo alla BCE di finanziare il debito pubblico degli Stati, la mancanza di un divieto *ad hoc* di agire in tale senso renderebbe quest'ultima 'ostaggio' di continue richieste e pressioni da parte dei governi nazionali. Ciò a sua volta avrebbe effetti negativi sull'impegno dei singoli governi a mantenere una politica di bilancio sostenibile, che di contro risulta essere un elemento di particolare importanza all'interno dell'Area Euro.

Vi è anzi che dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia emerge che è semmai un'interpretazione estesa del predetto divieto di finanziamento monetario a trovare applicazione. Infatti, nel valutare la legittimità degli acquisti di titoli del debito pubblico sul mercato secondario da parte del SEBC, secondo la Corte lussemburghese occorre accertare altresì che il programma *de quo* rispetti due limiti supplementari volti ad impedire l'elusione della norma in parola. Ossia, per essere legittimo il programma non può né produrre effetti equivalenti a quelli derivanti dall'acquisto di titoli sui mercati primari, né sottrarre gli Stati membri

---

<sup>109</sup>Si veda MERSCH, *Scope and limits of monetary policy - Introductory remarks at Panel 'Europe's Economic and Monetary Policy' during the Ambrosetti Conference on the Outlook for the Economy and Finance*, Cernobbio 9 April 2016, reperibile al sito <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160409.en.html>.

dall'obiettivo di condurre una sana politica di bilancio.<sup>110</sup>

In tal senso, il primo limite sarebbe violato qualora la misura *de qua* incentivasse gli investitori privati a sottoscrivere titoli di debito pubblico sui mercati primari sulla base della certezza che gli stessi verrebbero successivamente riacquistati da parte del SEBC.<sup>111</sup>

Parimenti, il secondo limite sarebbe da considerarsi rispettato, per esempio, quando il programma di acquisto titoli abbia durata limitata e in ogni caso non emerga dallo stesso nessuna certezza di un intervento della banca centrale volto ad acquistare i titoli sul mercato secondario.<sup>112</sup>

Sulla base di queste previsioni anche la BCE ha implementato nel corso degli ultimi anni una serie di misure di politica monetaria non convenzionali, recentemente reiterate per fronteggiare l'emergenza pandemica attraverso il c.d. *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*.

La BCE era infatti già intervenuta attraverso alcuni programmi straordinari a partire dal 2014-2015 per contrastare le conseguenze della crisi finanziaria globale e della crisi del debito sovrano nell'Euro Zona e per stabilizzare l'inflazione e farla convergere verso l'obiettivo prefissato prossimo ma inferiore al 2% nel medio termine. Così, nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme (APP)*, i quattro programmi di acquisto di titoli pubblici e privati ancora in corso sono: 1) il terzo

---

<sup>110</sup>Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Sentenza del 16 giugno 2015, Causa C-62/14, paragrafo 97, Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Sentenza del 11 dicembre 2018, Causa C-493/17, paragrafo 106.

<sup>111</sup>Nel caso del *Public Sector Purchase Programme (PSPP)*, per esempio, la Corte di Giustizia ha sottolineato l'assenza della summenzionata certezza, confermata dalla previsione di un periodo di *black-out* di durata non precisata, decorrente dall'emissione dei titoli, durante il quale questi ultimi non possono essere acquistati dalle banche centrali, la flessibilità degli acquisti sul piano sia quantitativo che qualitativo e la previsione di limiti massimi agli acquisti; si veda Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Sentenza del 16 giugno 2015, Causa C-62/14, paragrafi 106-107, Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Sentenza del 11 dicembre 2018, Causa C-493/17, paragrafi 113-128.

<sup>112</sup>Con riguardo al *Public Sector Purchase Programme (PSPP)*, la Corte di Giustizia ha rilevato che, per ragioni analoghe a quelle sopra indicate, a cui si aggiungeva il carattere temporaneo del programma e i requisiti di idoneità legati alla qualità creditizia degli emittenti, il programma non alimentava alcun comportamento imprudente in punto di politica di bilancio degli Stati membri; si veda Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Sentenza del 16 giugno 2015, Causa C-62/14, paragrafi 100-102 e 109, Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Sentenza del 11 dicembre 2018, Causa C-493/17, paragrafo 107.

*Covered Bond Purchase Programme* per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite (c.d. CBPP3, dal 20 ottobre 2014); 2) l'*Asset-Backed Securities Purchase Programme* per l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari (c.d. ABSPP, dal 21 novembre 2014); 3) il *Public Sector Purchase Programme* per l'acquisto di titoli emessi da governi, da agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'area dell'euro (c.d. PSPP, dal 9 marzo 2015); 4) il *Corporate Sector Purchase Programme* per l'acquisto di titoli obbligazionari e, da marzo 2020, *commercial paper* emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro (c.d. CSPP, dall'8 giugno 2016).<sup>113</sup>

In risposta allo *shock* creato dalla pandemia provocata dal Covid-19, inoltre, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso l'avvio, a partire dal 26 marzo 2020, del c.d. *PEPP*.<sup>114</sup> Quest'ultimo costituisce un programma finalizzato a contrastare i gravi rischi creati dalla pandemia di coronavirus al meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Esso si aggiunge così ai programmi di acquisto titoli già in essere. Inizialmente il *PEPP* prevedeva acquisti aggiuntivi di titoli pubblici e privati per complessivi 750 miliardi fino alla conclusione della fase critica della pandemia, e in ogni caso per tutto il 2020. Successivamente, a giugno 2020, la dotazione è stata incrementata di ulteriori 600 miliardi di euro, raggiungendo un totale di 1.350 miliardi di euro, e l'orizzonte degli acquisti netti è stato esteso almeno sino alla fine di giugno 2021.<sup>115</sup> In data 10 dicembre 2020, il Consiglio direttivo ha deciso di incrementare nuovamente la dotazione del *PEPP* di 500 miliardi di euro, a un totale di 1.850 miliardi di euro. Ha inoltre esteso l'orizzonte degli acquisti netti almeno sino alla fine di marzo 2022.<sup>116</sup> In ogni caso, il Consiglio direttivo condurrà gli

---

<sup>113</sup>Si veda BANCA D'ITALIA, *Programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*, reperibile al sito internet <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/index.html>.

<sup>114</sup>*Id.*

<sup>115</sup>*Id.*

<sup>116</sup>Si veda EUROPEAN CENTRAL BANK, *ECB prolongs support via targeted lending operations for banks that lend to the real economy – Press Release*, 10 December 2020, reperibile al sito internet [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr201210\\_1~e8e95af01c.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr201210_1~e8e95af01c.en.html).

acquisti netti finché non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus.<sup>117</sup> Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di estendere il periodo di tempo entro il quale reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del *PEPP* almeno sino alla fine del 2023 e ad ogni modo, la futura riduzione del portafoglio del *PEPP* sarà gestita in modo da evitare interferenze con l'adeguato orientamento di politica monetaria.<sup>118</sup> La ragione ripetutamente invocata dalla Presidente della BCE a giustificazione della scelta di incrementare ulteriormente il *PEPP* è stata quella di mantenere condizioni di finanziamento favorevoli.

Rispetto ai predetti programmi straordinari di acquisto titoli posti in essere dalla BCE va segnalata, tuttavia, la posizione estremamente critica della Corte Costituzionale tedesca,<sup>119</sup> recentemente confermata con la sentenza del 5 maggio 2020.<sup>120</sup> Con tale sentenza la Corte tedesca ha sostenuto che la decisione della BCE di procedere all'acquisto di titoli del debito pubblico all'interno del *PSPP* sarebbe viziata da lacune motivazionali circa la valutazione e conseguente dimostrazione della proporzionalità delle misure stesse, mentre la sentenza della Corte di Giustizia che ha ritenuto tale programma legittimo sarebbe insostenibile ed incomprensibile. La mancata considerazione della portata del principio di proporzionalità nella valutazione relativa al rispetto della ripartizione delle competenze, renderebbe, secondo i giudici tedeschi, la sentenza della Corte di Lussemburgo esorbitante rispetto al mandato conferitole e pertanto non vincolante perché resa *ultra vires*. La BCE è tuttavia riuscita a gestire questa *impasse* istituzionale mettendo a

---

<sup>117</sup>*Id.*

<sup>118</sup>*Id.*

<sup>119</sup>Si veda *Bundesverfassungsgericht (BVerfG – Federal Constitutional Court)*, Case No. 2 BvR 2728/13, January 14, 2014, [http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114\\_2bvr272813en.html](http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813en.html); in tema si veda SCHIEK, *The German Federal Constitutional Court's Ruling on Outright Monetary Transactions (OMT) – Another Step towards National Closure?*, in *German Law Journal*, 2014, 15, 329; GOLDMANN, *Adjudicating Economics? Central Bank Independence and the Appropriate Standard of Judicial Review*, in *German Law Journal*, 2014, 15, 266.

<sup>120</sup>Si veda *Federal Constitutional Court*, 2 BvR 859/15 - 2 BvR 1651/15 - 2 BvR 2006/15 - 2 BvR 980/16, *Pronounced on 5 May 2020*; si veda in punto ANNUNZIATA – LAMANDINI – MUNOZ, *Weiss and EU Union Banking Law. A Test for the Fundamental Principles of the Treaty*, in *EBI Working Paper Series*, 2020, no. 67, *passim*.

disposizione del Parlamento tedesco, come richiesto dalla Corte Costituzionale, la documentazione utilizzata per giungere a stabilire che dette misure erano conformi al principio di proporzionalità. Ciò, ad ogni modo, potrebbe non essere sufficiente ad evitare ulteriori ricorsi alla Corte Costituzionale tedesca in relazione alla legittimità del *PEPP*.

5. Certamente la BCE e la *BoE* hanno affrontato l'emergenza adottando massicce misure di carattere eccezionale sul presupposto che eccezionale è la situazione creata dalla pandemia.

Sembra però potersi rilevare una differenza nell'approccio delle due banche centrali; ossia all'interno degli organi decisionali della BCE rimangono posizioni contrarie a un marcato interventismo attraverso misure non convenzionali. E il retro pensiero su cui tali posizioni contrarie poggiano sembra essere il timore che dette misure possano causare un aumento dell'inflazione, distogliere i governi dei paesi membri dall'obiettivo di mantenere una sana politica di bilancio e, nel lungo periodo, finire per determinare una mutualizzazione dei costi (o delle perdite).

In punto, però, non può non rilevarsi che tanto secondo la *BoE* quanto secondo la BCE non vi è al momento nessun rischio concreto di un eccesso di inflazione. Il problema sembra semmai essere l'opposto, ossia che neppure con tali misure straordinarie si riesca a raggiungere il *target* di inflazione. Secondo la *BoE* il target del 2% potrebbe essere raggiunto nel Regno Unito nel 2022, mentre, secondo la BCE, nel 2022 l'inflazione nell'Euro Zona sarà ancora intorno all'1,1%.

Se così è, allora, è evidente che il rischio di un eccesso di inflazione non possa essere utilizzato come elemento per ostacolare l'attuazione di tali misure e ciò certamente aiuterà a contrastare le posizioni contrarie diffuse in particolare modo nel nord Europa e rappresentate anche all'interno della BCE e dell'Euro Sistema. Tali posizioni, in parte fatte proprie anche dalla stessa Corte Costituzionale tedesca, si scontrerebbero infatti con il dato fattuale dell'assenza di inflazione. Nonostante



ciò, ancora il 10 dicembre 2020 in occasione dell'aumento della dimensione del *PEPP* e della sua estensione temporale, è emerso che la decisione del Consiglio Direttivo della BCE, seppur adottata a larga maggioranza, non è stata presa all'unanimità.<sup>121</sup> Ciò conferma la parziale spaccatura all'interno del consiglio direttivo in relazione alle misure non convenzionali, così come in relazione ad altri aspetti critici di grande attualità, per esempio se la BCE debba avere un ruolo anche nel contrasto ai cambiamenti climatici. Tutto ciò segna una differenza rilevante rispetto all'atteggiamento della *BoE* nei confronti di questi temi.

Un diverso problema, di contro, potrebbe derivare proprio dal fatto che tali misure non sono state finora in grado di, quanto meno, dirigere l'inflazione verso il *target*. L'atteggiamento ostile nei confronti delle misure non convenzionali (sempre basato su un - non troppo fondato - timore di eccessiva inflazione) potrebbe allora trovare nuovo slancio nell'argomentazione opposta, cioè quella dell'incapacità di tali misure di spingere l'inflazione verso il *target*. Ossia, se il *primary objective* della BCE è quello della stabilità dei prezzi, individuato in un tasso di inflazione del 2%, e, se al tempo stesso le misure non convenzionali non sono in grado di raggiungere tale obiettivo, gli oppositori di tali politiche potrebbero fare pressioni per un cambio di paradigma in forza del quale la BCE non dovrebbe poter continuare a espandere così significativamente il suo bilancio ponendo in essere misure che, alla resa dei conti, si sono spesso rivelate incapaci di raggiungere il suo obiettivo primario.

In punto, deve rilevarsi che la pandemia, ma per il vero anche la situazione preesistente alla pandemia, hanno messo in luce che la politica monetaria da sola non è in grado di raggiungere il *target* di inflazione senza il supporto della politica fiscale. Nel contesto attuale, oltre al crollo della domanda determinato dalle misure di *lockdown*, anche il calo del prezzo del petrolio ha inciso negativamente.

D'altra parte è pur vero che le misure straordinarie della BCE (anche se

---

<sup>121</sup>Si veda MICHALOWSKI, *ECB sources: Decision on PEPP extension was not unanimous, but almost*, 10 December 2020, reperibile al sito internet <https://www.forexlive.com/centralbank/!/ecb-sources-decision-on-pepp-extension-was-not-unanimous-but-almost-20201210>.

incapaci di raggiungere il *target* di inflazione) hanno certamente avuto l'effetto di preservare la stabilità finanziaria e di supportare le politiche economiche dei governi dei Paesi dell'Euro Zona. Ossia, divenendo di fatto un *market maker*, la BCE ha consentito ai mercati di continuare a funzionare e agli stati di continuare a collocare debito in un contesto generalizzato di aumento della spesa pubblica.

Se però tali misure non convenzionali venissero alla fine identificate come strumenti per il raggiungimento della stabilità finanziaria e per il supporto delle politiche economiche dei governi (e non già per il raggiungimento della stabilità dei prezzi), la BCE, al contrario di altre banche centrali come la *BoE*, potrebbe andare incontro a nuovi problemi in ragione della chiara e netta gerarchia di obiettivi sancita dai Trattati in cui la stabilità dei prezzi primeggia sui c.d. obiettivi secondari, tra cui anche il contributo alla stabilità finanziaria e alle politiche economiche. Il primato dell'obiettivo della stabilità dei prezzi era un approccio condiviso negli anni novanta quando la BCE è stata progettata e poi istituita, ma la crisi finanziaria del 2007-2008 ha insegnato che le banche centrali debbano svolgere una funzione decisiva anche per il mantenimento della stabilità finanziaria. Vi è anzi che, secondo alcuni, i due obiettivi sono interconnessi e il raggiungimento dell'uno presuppone il raggiungimento dell'altro.<sup>122</sup> Analogamente, in tempi recenti si è giunti alla conclusione che politica monetaria e politica fiscale non possano rimanere due corpi estranei e che anzi la loro stretta interazione è elemento necessario per avere crescita e sviluppo. Ciò ovviamente rappresenta un problema per l'Euro Zona a causa della rigidità dei Trattati e della separazione ivi prevista tra le due funzioni in parola che potrebbe efficacemente risolto solo con una riforma degli stessi.

A tutto ciò si aggiunge che l'esperienza britannica mette in luce un altro aspetto particolarmente rilevante, ossia che esistono diverse interpretazioni e caratterizzazioni del concetto di *monetary financing* e del relativo divieto.

Esso è comunemente inteso come un finanziamento della spesa pubblica che

---

<sup>122</sup>Si veda in tal senso LASTRA – ALEXANDER, *The ECB Mandate: Perspectives on Sustainability and Solidarity*, cit., 5.

avviene attraverso l'utilizzo di denaro creato dalla banca centrale. Se così è, tuttavia, occorre rilevare che anche altre misure di politica monetaria in cui la banca centrale crea riserve per finanziare l'acquisto di titoli di stato avrebbero un effetto simile. La principale preoccupazione in tema di finanziamento monetario concerne il rischio che esso possa creare iperinflazione.<sup>123</sup> Tuttavia, il rischio di iperinflazione si presenta nei casi in cui le politiche della banca centrale sono eterodeterminate dal governo per raggiungere obiettivi fiscali senza nessuna attenzione per il *target* di inflazione, dando luogo a un fenomeno chiamato *fiscal dominance*. In tali casi il governo farebbe indebite pressioni sulla banca centrale (non più indipendente) finalizzate a creare riserve presso quest'ultima da utilizzare per finanziare il *deficit* di bilancio e quindi il debito pubblico senza al contempo nessun piano per raggiungere il *target* di inflazione.<sup>124</sup>

Con specifico riguardo ai programmi di acquisto titoli, però, è stato osservato che essi non costituiscono automaticamente *monetary financing*,<sup>125</sup> essendo, di contro, uno strumento di politica monetaria da usare per raggiungere il *target* di inflazione e per aiutare a sostenere la crescita e l'occupazione.<sup>126</sup> L'unica differenza che contraddistingue i programmi straordinari di acquisto titoli, spesso definiti come *quantitative easing* o misure 'non convenzionali', rispetto alla politica monetaria 'convenzionale' è la dimensione. I programmi straordinari prevedono, infatti, un'espansione del bilancio della banca centrale molto maggiore rispetto a quanto avviene nel caso delle misure di politica monetaria convenzionali. Dal punto di vista operativo, però, non ci sono particolari differenze. Diversa è semmai la ragione per la quale una banca centrale può ritenere opportuno dare corso a programmi straordinari di acquisto titoli. Ciò solitamente avviene quando un'ulteriore riduzione dei tassi di interesse di breve periodo (*i.e.* una misura convenzionale) non è possibile (per esempio perché i tassi sono già prossimi allo

---

<sup>123</sup>Si veda SARGENT, *The Ends of Four Big Inflations*, cit., *passim*.

<sup>124</sup>Così VLIEGHE, *Monetary policy and the Bank of England's balance sheet*, cit., 14.

<sup>125</sup>Così SAUNDERS, *Covid-19 and monetary policy*, cit., 13.

<sup>126</sup>Così VLIEGHE, *Monetary policy and the Bank of England's balance sheet*, cit., *passim*.

zero o addirittura negativi) o non è considerata più sufficiente per raggiungere il *target* di inflazione. In tale situazione la banca centrale può fornire ulteriori stimoli attraverso un massiccio programma di acquisto titoli finalizzato a ridurre i tassi di interesse di lungo periodo, che, a sua volta, dovrebbe incentivare la domanda e conseguentemente portare con sé un innalzamento del tasso di inflazione verso il *target*.

Analoghe considerazioni possono essere avanzate con riguardo alla fattispecie di apertura di credito concessa dalla banca centrale al governo. Da ciò deriva che non necessariamente ogni apertura di credito accesa da un governo presso una banca centrale costituisce *monetary financing*. Parimenti, questa linea di interpretazione può applicarsi anche al caso di acquisto di titoli di debito pubblico sul mercato primario. Vale a dire che queste due tipologie di transazione non necessariamente danno luogo alla fattispecie di *monetary financing*.

Secondo la linea interpretativa della *BoE*, il punto cruciale della questione riguarda il limite oltre il quale questo modo di finanziare lo stato non è più sostenibile. Non esiste tuttavia una soglia precisa e comunemente accettata oltre la quale il finanziamento del debito pubblico da parte della banca centrale è considerato eccessivo. Ciò che al riguardo davvero rileva è la fiducia degli investitori nelle finanze pubbliche di un paese, la loro sostenibilità senza dover ricorrere all'inflazione nonché la disponibilità degli investitori stessi a continuare a comprare titoli di debito emessi dal paese in parola.

La *ratio* del divieto di finanziamento monetario va chiaramente individuata nella necessità di creare un meccanismo che protegga la banca centrale dalle pressioni del governo tese ad ottenere il finanziamento della spesa pubblica. La mancanza di un divieto di questo tipo infatti aprirebbe la strada a quel fenomeno chiamato *fiscal dominance*, che, come sottolineato, è in grado di creare iperinflazione. Così, seppur la *ratio* del divieto in parola sia assolutamente condivisibile, tanto più in un contesto peculiare come quello dell'Euro Zona, meno

condivisibile, alla luce dell'esperienza britannica, sembra essere l'inclusione *sic et simpliciter* all'interno dell'art. 123 comma 1 del TFEU tanto di ogni apertura di credito concessa da una banca centrale a un governo quanto di ogni programma di acquisto di titoli del debito pubblico sul mercato primario da parte della medesima banca centrale. O perlomeno, vi è che un'impostazione di questo tipo del divieto di finanziamento monetario si scontra con interpretazioni e applicazioni della medesima fattispecie fornite in giurisdizioni al di fuori dell'Area Euro.

**Marco Bodellini**

*Associate Lecturer in Banking and Financial Law*

*Queen Mary University of London*

## FINANZA DEL DEBITO E CRISI PANDEMICA \*

*(Debt finance and pandemic crisis)*

**ABSTRACT:** *The Covid-19 health crisis has hit the economies of several countries forcing the public authorities to intervene with a massive regulatory package that aimed to reduce the impact of the pandemic. The central banks have introduced ad hoc monetary programmes to support households and corporations which rapidly turned into debt expansion and high deficit rate. In parallel, financial regulators have relaxed bank capital rules and relieved the reporting requirements for non-performing loans (NPLs). This article argues that the comprehensive set of measures introduced to contain the negative consequences of the pandemic has produced a “boomerang effect” such as over-indebtedness and unprecedented intervention of State in the economy. The recent Commission’s proposal to establish an EU bad bank for resolving the stock of NPLs accumulated during the crisis resembles old practices of bail-out plans. The responses to the pandemic demonstrate a shorter-term strategy adopted by regulators along with a myopic view on the effectiveness of their policies in the post Covid-19.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione: gli interventi regolamentari delle autorità di settore. – 2. Il ruolo delle banche centrali durante la pandemia. – 3. Espansione del debito e legislazione emergenziale: verso un ritorno alle politiche di bail-out. – 4. Segue: la proposta della Commissione di una bad bank europea per gli NPLs. – 5. Conclusioni.

1. La crisi pandemica aggravata dall'emergenza sanitaria che negli ultimi mesi ha colpito il tessuto sociale mondiale ha avuto come inevitabile conseguenza una accentuazione del clima di insicurezza nei rapporti economici e finanziari. Le pesanti perdite accumulate dai paesi avanzati in termini di PIL nazionale si sono tradotte in una sensibile riduzione dei livelli di occupazione e degli indici del settore

---

\*Contributo approvato dai revisori.

produttivo.<sup>1</sup> Per quanto concerne, in particolare, la realtà dell'Eurozona le istituzioni politiche dell'UE hanno attuato una vasta opera di contenimento della fase recessiva in atto mediante interventi regolamentari volti a sostenere il credito alle imprese e la liquidità delle banche.<sup>2</sup> In tale contesto, assume carattere prevalente l'adozione di linee strategiche contenenti una logica assistenziale volta al sostegno degli Stati in emergenza economica come mostrato dal regime di sospensione del patto di stabilità concesso dall'Unione.<sup>3</sup> Da qui le difficoltà di dover fronteggiare un incremento del disavanzo pubblico che rischia di vanificare le azioni dei regolatori nella gestione della pandemia. Conseguenze la problematica connessa all'esigenza di individuare forme d'intervento volte a promuovere progetti di crescita per la ricostruzione sistemica nel *post* Covid-19. Pertanto appare necessario perseguire un disegno programmatico in grado di assicurare un equo bilanciamento d'interessi, nel quale trovi compendio l'esigenza di tutelare la salute e quella di evitare manifestazioni degenerative della crisi. A ciò si aggiungano i timori per un diffuso stato d'incertezza che limita la capacità reattiva delle *authorities* regolamentari nell'adottare riforme necessarie al rilancio dell'economia, donde la configurabilità di strategie operative preordinate all'espansione di misure a supporto della liquidità e accesso al credito.<sup>4</sup> Emergono, dunque, seri dubbi circa la positiva incidenza dei rimedi posti in essere per la definizione dello stato di bisogno nel quale sono incorse numerose categorie di lavoratori. Sul piano delle concretezze, assume particolare rilievo il deterioramento dei bilanci degli enti creditizi aggravati dall'accumulo di

---

<sup>1</sup>Cfr. MINENNA, *COVID-19: emergenza sanitaria ed economica. Rimedi e prospettive*, in AA.VV., *COVID-19 Emergenza sanitaria ed economica. Rimedi e prospettive*, a cura di Rossano, Bari, 2020, 56-57.

<sup>2</sup>Si v. EUROPEAN COUNCIL, *A Roadmap for Recovery. Towards a more resilient, sustainable and fair Europe*, 21 aprile 2020, disponibile su <https://www.consilium.europa.eu/media/43384/roadmap-for-recovery-final-21-04-2020.pdf>.

<sup>3</sup>Si v. CONSIGLIO EUROPEO, *Dichiarazione dei ministri delle Finanze dell'UE sul Patto di stabilità e crescita alla luce della crisi della Covid-19*, 23 marzo 2020, disponibile su <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2020/03/23/statement-of-eu-ministers-of-finance-on-the-stability-and-growth-pact-in-light-of-the-covid-19-crisis/>.

<sup>4</sup>Cfr. ROSSANO, *Spunti di riflessione sulle misure a sostegno delle imprese nella normativa emergenziale*, in AA.VV., *COVID-19 Emergenza sanitaria ed economica. Rimedi e prospettive*, a cura di Rossano, Bari, 2020, 70-71.

*nonperforming loans*, che richiedono un pronto intervento al fine di scongiurare un effetto domino di *default* bancari.

Va considerato che la moratoria sui pagamenti ordinari e scadenze fiscali decisa dalle autorità finanziarie ha inciso sui rapporti di prestito tra la banca e la clientela.<sup>5</sup> Da qui la previsione di soluzioni variegate tra le quali la proposta della Commissione di costituire una *bad bank* per lo smaltimento dei crediti deteriorati<sup>6</sup> – di cui si dirà nel proseguo della trattazione – che ha suscitato non poche reazioni tra gli operatori del mercato preoccupati da un ritorno di pratiche contrarie al corretto *agere* bancario. È evidente come esso sia indicativo di una chiara volontà ad accettare misure di *mutualizzazione* del rischio, cui ovviamente è sottesa anche la prospettiva di una *socializzazione* delle perdite.<sup>7</sup> Non può sottacersi sul punto che l'incremento dei cd. *NPLs* richiama alla mente talune criticità connesse alla mancata attuazione della disciplina sul *bail in* introdotta dalla direttiva *BRR* (ad esempio nel caso della *Pireus Bank*, *Alpha Bank* e Banca Monte dei Paschi di Siena).<sup>8</sup> Ed invero, va ricordato quali e quanti siano stati i riflessi negativi della recente crisi finanziaria sul sistema bancario europeo che ha visto numerosi intermediari travolti dalle vicende succedutesi negli ultimi anni e, dunque, la necessità di dar corso a misure correttive della precedente regolazione rivelatasi inadeguata nell'impedire il dilagare delle *turbolenze*.<sup>9</sup> La realizzazione di politiche regolamentari rigorose resta un nodo centrale nel quadro complessivo delle modalità attraverso cui giungere ad un riequilibrio tra legislazione emergenziale ed incentivi per lo sviluppo. Va da sé che detto impianto regolatorio deve essere mirato ad una maggiore stabilità del

---

<sup>5</sup>Si v. EBA, *Risk Assessment of the European Banking System*, December 2020, p. 10.

<sup>6</sup>Cfr. ENRIA, *ECB: the EU needs a regional 'bad bank'*, *Financial Times*, 26 ottobre 2020, <https://www.ft.com/content/cc3a9a51-4d9a-4c73-9ff0-9f623ecf4065>.

<sup>7</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, II, p. 550.

<sup>8</sup>Cfr. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Padova, 2015, *passim*, ma in particolare cap. V, sez. II.

<sup>9</sup>Cfr. FLEMING – BRUNSDEN, *EU banks urged to prepare for bad loans as pandemic hits economy*, *Financial Times*, 11 novembre 2020, disponibile su <https://www.ft.com/content/3c6b4eb0-5b3d-4a37-87e5-d83da8de217d>.



sistema bancario, cui è possibile addivenire attraverso solidi presidi anti-rischio e, dunque, previo il tempestivo intervento delle *authorities* di controllo e il rapido risanamento degli assetti patrimoniali della banca.<sup>10</sup> A base di siffatta considerazione vi è il convincimento che solo una strategia comune sugli obiettivi di ripristino del corpo sociale ed economico gravemente colpito dal *coronavirus* può favorire il ritorno ad una lenta normalità nella quale si pongono i presupposti per la realizzazione di un complesso progetto di riforme istituzionali (investimenti sostenibili, incentivi per l'utilizzo di piattaforme tecnologiche, potenziamento delle strutture sanitarie).

2. L'avvertita necessità di procedere tempestivamente attraverso meccanismi di *policy* in grado di limitare le conseguenze negative della crisi pandemica è sfociata nella previsione di un massiccio programma di espansione monetaria a protezione del mercato ed a sostegno degli enti creditizi in difficoltà. In tale contesto, assumono particolare rilievo le misure anti Covid-19 adottate dalla BCE, che si è adoperata per aumentare le riserve del *Quantitative Easing* e fornire prestiti a lungo termine mediante il cd. TLTRO III (*Targeted Long Term Refinancing Operations*)<sup>11</sup> ed il cd. PELTRO (*Pandemic Emergency Long Term Refinancing Operations*)<sup>12</sup>. Ad esse ha fatto seguito il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), provvedimento di 1.850 miliardi di euro con scadenza marzo 2022 a favore dei Governi a «più elevati livelli di debito pubblico».<sup>13</sup>

---

<sup>10</sup>Cfr. LEMMA, *I bilanci bancari al tempo del CoViD-19: intervento pubblico e ruolo degli enti creditizi*, in *Nuova giur. civ. commentata*, 2020, suppl. al n. 5, p. 9-10.

<sup>11</sup>Si v. Decision (EU) 2020/614 of the European Central Bank of 30 April 2020 amending Decision (EU) 2019/1311 on a third series of targeted longer-term refinancing operations (ECB/2020/25), disponibile su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020D0614>.

<sup>12</sup>Si v. "ECB extends pandemic emergency longer-term refinancing operations", 10 dicembre 2020, disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr201210~8acfa5026f.en.html>.

<sup>13</sup>Si v. BCE, *Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*, disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>. Per un commento sul tema cfr. ORTINO M., *Il programma PEPP della BCE e il divieto di finanziamento monetario*, in AA.VV., *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, a cura di Malvagna e Sciarrone Alibrandi, Pisa, 2020, 153-155.

Il PEPP introduce ampia flessibilità alla BCE nella determinazione dei livelli di acquisto dei Paesi membri e nella composizione del cd. *Assets Purchase Programme*.<sup>14</sup> Sul punto viene osservato che «*de facto* la BCE ha utilizzato la flessibilità del PEPP per implementare una strategia di controllo degli spread dei titoli governativi». <sup>15</sup> Si è, dunque, in presenza di una legislazione emergenziale che denota un allargamento delle maglie del controllo consentendo agli istituti di credito di poter disporre dei requisiti di capitale senza dover sottostare ai vincoli regolamentari. Va fatto, inoltre, presente che la Commissione ha varato il cd. SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), uno strumento temporaneo di finanziamento (sotto forma di *social bond*) a supporto dell'occupazione nei Paesi membri.<sup>16</sup> Non v'è dubbio che dette misure, seppur significative per l'ammontare dei fondi a disposizione garantiti dall'Unione, sono apparse da subito insufficienti a contenere le conseguenze negative della crisi sanitaria.

Ed invero, il quadro regolatorio posto in essere ha accentuato il clima di sfiducia degli operatori del mercato non essendo state previste riforme in grado di assorbire le eventuali perdite a cui dovranno fare fronte gli istituti di credito nel dopo pandemia.<sup>17</sup> A ciò si aggiunga la questione relativa alla possibilità di fruire delle risorse del *Recovery Fund* e del MES che ha acuito i malumori di alcuni Stati europei (cd. frugali) contrari ad uno spirito solidaristico necessario al superamento di siffatte emergenze.<sup>18</sup> Con riguardo a tali forme d'intervento sorprende l'atteggiamento di divisione manifestato dai vertici politici dell'UE circa le condizioni

---

<sup>14</sup>Si v. BCE, *Asset Purchase Programmes*, disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

<sup>15</sup>Cfr. MINENNA, *La forza efficace e tranquilla della BCE*, in *IlSole24Ore*, 20 dicembre 2020.

<sup>16</sup>Si v. EUROPEAN COMMISSION, *SURE*, disponibile su [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/financial-assistance-eu/funding-mechanisms-and-facilities/sure_en).

<sup>17</sup>Cfr. RESTI, *Quando finiranno le moratorie sarà l'ora della verità per le banche*, in *La Repubblica*, 21 dicembre 2020, p. 4.

<sup>18</sup>Cfr. BRUNSDEN – FLEMING, *EU divisions laid bare by 'frugal four' recovery proposal*, in *Financial Times*, 24 maggio 2020, disponibile su <https://www.ft.com/content/add218ac-f63d-4b65-af5c-3c4e9033e015>.

da attuarsi nei confronti dei paesi beneficiari che si sostanziano nell'automatica sottoposizione ad un regime di sorveglianza rafforzata ed al "commissariamento" della politica economica degli stessi.<sup>19</sup> Il programma di aiuti contro la pandemia ed il piano di acquisti sul mercato (*eurobond* e *refinancing operations*) cui ne è seguito hanno rafforzato la *leadership* della Banca Centrale individuando i presupposti per l'affermazione di nuovi paradigmi operativi. La risposta comune alla crisi e la cooperazione in campo sanitario si sono scontrate con l'individualismo di talune posizioni che, solamente attraverso un *compromesso*, hanno trovato un razionale punto d'incontro.<sup>20</sup> E' evidente che lo schema interventistico realizzato a fronte di situazioni contingenti di particolare gravità ascrive prioritario rilievo alla definizione di tecniche normative ancorate a logiche intergovernative. Si delinea una realtà nella quale la BCE assume un ruolo determinante nell'architettura finanziaria dell'UE, divenendo organo indispensabile nelle decisioni del SEVIF ed istituzione centrale dei processi economici europei. Ne consegue che le forme procedurali previste al fine di un ritorno alla normalità sembrano dar luogo ad una progressiva supremazia della tecnica sulla politica.

Passando ad esaminare il complesso regolamentare adottato oltremania, il Regno Unito ha predisposto un complesso meccanismo di assistenza finanziaria che si è caratterizzato per l'immediata erogazione di liquidità nei confronti delle categorie di lavoratori maggiormente colpite dal *coronavirus*.<sup>21</sup> Nello specifico, la *Bank of England* e la *Financial Conduct Authority* si sono adoperate nel fornire un supporto alle imprese le quali improvvisamente, a causa del *lockdown*, sono risultate inevitabilmente danneggiate dovendo così fronteggiare un difficile ritorno

---

<sup>19</sup>Per un'ampia disamina sul tema, cfr. CAPRIGLIONE, *Il dopo CoViD-19: esigenza di uno sviluppo sostenibile*, in *Nuova giur. civ. commentata*, 2020, suppl. al n. 5, 28-29.

<sup>20</sup>Sul punto cfr. CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, in *Riv. dir. bancario*, 2021, n. 1, 63, disponibile su <https://rivista.dirittobancario.it/il-covid-19-e-la-faticosa-ricerca-di-nuovi-paradigmi-operativi>.

<sup>21</sup>Cfr. THOMAS - PICKARD - MEGAW, *UK set to launch loans scheme for small businesses*, in *Financial Times*, 23 marzo 2020, disponibile su <https://www.ft.com/content/52dcf686-6b88-11ea-89df-41bea055720b>.

alla normalità.<sup>22</sup> Trattasi di un pacchetto di misure destinate a sostenere i redditi di coloro che hanno visto venir meno ogni mezzo di sostentamento nonché il sistema sanitario stremato dalla diffusione dei contagi (cd. *Self-Employed Income Support Scheme*).<sup>23</sup> Più in particolare, la banca centrale ha sensibilmente ridotto il tasso d'interesse su base annuale fino allo 0.1% e, di concerto con la *Prudential Regulation Authority*, attuato programmi di investimenti a favore dell'occupazione (cd. *Coronavirus Job Retention Scheme*)<sup>24</sup> e del settore produttivo (cd. *payment holidays*).<sup>25</sup> Si è quindi proceduto ad un massiccio aumento di trasferimenti diretti e prestiti a basso tasso alle piccole e medie imprese (cd. *Term Funding Scheme*)<sup>26</sup>, accompagnato dalla previsione di fondi volti a preservare il comparto bancario (cd. *Covid Corporate Financing Facility*).<sup>27</sup> Nell'ambito delle misure emergenziali spiccano inoltre le operazioni di espansione monetaria del *Quantitative Easing* e l'emissione temporanea di strumenti di debito (cd. *Ways and Means Facility*)<sup>28</sup>. A fronte di siffatto framework regolamentare, costituisce una peculiare caratteristica del sistema inglese l'adozione di uno schema normativo preordinato a rafforzare le regole prudenziali ed evitare fenomeni di *moral hazard*.

Simile complesso disciplinare è stato attuato negli Stati Uniti attraverso il *CARES Act*, provvedimento normativo che autorizza la *Federal Reserve New York* ad erogare sussidi economici volti a contrastare i fenomeni patologici conseguenti alla

---

<sup>22</sup>Si v. BANK OF ENGLAND, *Our response to coronavirus (Covid)*, disponibile su <https://www.bankofengland.co.uk/coronavirus>; FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY, *Coronavirus (Covid-19)*, disponibile su <https://www.fca.org.uk/coronavirus>.

<sup>23</sup>Si v. <https://www.gov.uk/guidance/claim-a-grant-through-the-self-employment-income-support-scheme>.

<sup>24</sup>Si v. <https://www.gov.uk/government/collections/coronavirus-job-retention-scheme>.

<sup>25</sup>Si v. BANK OF ENGLAND, *Bank of England measures to respond to the economic shock from Covid-19* (11 March 2020), disponibile su <https://www.bankofengland.co.uk/news/2020/march/boe-measures-to-respond-to-the-economic-shock-from-covid-19>; PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY, *Statement by the PRA accompanying measures announced by the Financial Policy Committee* (11 March 2020), disponibile su <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2020/statement-by-the-pra-accompanying-measures-announced-by-the-fpc>.

<sup>26</sup>Si v. <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notice/2020/term-funding-scheme-market-notice-mar-2020>.

<sup>27</sup>Si v. <https://www.bankofengland.co.uk/news/2020/march/the-covid-corporate-financing-facility>.

<sup>28</sup>Si v. <https://www.bankofengland.co.uk/news/2020/april/hmt-and-boe-announce-temporary-extension-to-ways-and-means-facility>.

crisi.<sup>29</sup> Al riguardo si precisa che l'Act del 2020 ha destinato circa 2.200 miliardi di dollari riferibili a variegate tipologie di interventi (sovvenzioni, agevolazioni fiscali selettive, garanzie di Stato, prestiti pubblici agevolati alle imprese) la cui portata è stata, poi, estesa ulteriormente a ricomprendere la sperimentazione di prodotti sanitari connessi al Covid-19 e per consentire la ricapitalizzazione di società non finanziarie.<sup>30</sup> Trattasi di un pacchetto di norme che garantisce un efficace sostegno economico a famiglie e imprese attraverso un ingente impegno di spesa e drenaggio di liquidità sui mercati finanziari (cdd. *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* e *Main Street Lending Facility*).<sup>31</sup>

Ecco che gli interventi realizzati dalle istituzioni finanziarie si sono orientati verso la concessione di maggiore flessibilità alle banche sulle provviste di capitale e applicazione dei principi contabili sui crediti deteriorati.<sup>32</sup> Al riguardo significativo rilievo assume la raccomandazione agli enti bancari di non distribuire i dividendi e di attuare una temporanea sospensione delle politiche di remunerazione durante la pandemia.<sup>33</sup> Siffatto approccio 'prudente e lungimirante' non ha però evitato un disallineamento tra un'indispensabile espansione monetaria e i vincoli di una regolamentazione restrittiva. Per vero, la previsione di misure macroeconomiche volte ad incrementare la disponibilità di fondi ai paesi richiedenti (principalmente Italia e Spagna) ha di fatto aumentato il rischio di instabilità finanziaria e *default* del

---

<sup>29</sup>Si v. <https://home.treasury.gov/policy-issues/cares>. Per un commento si v. ZARING, *The Government's Economic Response to the COVID Crisis*, 2020, p. 22, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=3662049>.

<sup>30</sup>Cfr. PASSADOR, *Peculiarità e problematiche comparate della legislazione emergenziale*, in *Riv. Società*, 2020, n. 2-3, 679-680.

<sup>31</sup>Si v. BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, disponibile su <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mmlf.htm>; *Main Street Lending Program*, disponibile su <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mainstreetlending.htm>. In dottrina si v. BARR – JACKSON H. – TAHYAR, *The Financial Response to the Covid-19 Pandemic*, agosto 2020, p. 21-23, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=3666461>.

<sup>32</sup>Cfr. MAGGIOLINO, *Appunti sul ruolo delle banche ai tempi del COVID-19*, in *Riv. Società*, 2020, n. 2-3, 527 ss.

<sup>33</sup>Si v. Recommendation of the European Central Bank of 27 March 2020 on dividend distributions during the COVID-19 pandemic and repealing Recommendation ECB/2020/1 (ECB/2020/19) 2020/C 102 I/01. In dottrina cfr. SANDRELLI, *La raccomandazione della Banca Centrale Europea sulla distribuzione di utili da parte degli enti creditizi*, in *Riv. Società*, 2020, n. 2-3, 506-507.

debito sovrano.<sup>34</sup> Si è provveduto, quindi, alla predisposizione di un regime ordinamentale che trova origine nell'esigenza di introdurre strumenti operativi volti a salvaguardare l'economia degli Stati maggiormente colpiti dal Covid-19. Pertanto, l'aspetto più significativo dei provvedimenti in parola si identifica nella definizione di un nuovo modello organizzativo che ascrive centralità alle forme tecniche di *governance* pubblica delle banche centrali.

3. Alla luce di quanto precede, si evince come le *authorities* finanziarie hanno risposto alla crisi sanitaria mediante l'assunzione di provvedimenti stringenti e drastici (cd. *lockdown*) volti a contenere il progredire dei contagi da *coronavirus*. Va in primo luogo fatto presente che, all'indomani dello scoppio della pandemia, i Governi nazionali si sono concentrati nella previsione di strumenti di contrasto all'emergenza (ristori e proroga delle scadenze fiscali) a cui fanno riferimento politiche monetarie di espansione del debito.<sup>35</sup> Tale tecnica interventistica ha dato il via ad un processo di modifica del complesso disciplinare che ha finito per alterare l'equilibrio socio economico, evidenziando i limiti di una legislazione impreparata a contrastare pericolose avvisaglie di una crisi sistemica.<sup>36</sup> Nello specifico, i rimedi attuati a favore dei settori produttivi per quanto indicativi di una tempestiva azione delle autorità regolamentari di certo non possono essere ritenuti esaustivi sul piano delle riforme che necessita avviare nell'era *post* Covid-19. Più in particolare, la previsione di provvedimenti di sospensione dei processi di valutazione prudenziale del capitale delle banche (cd. *Supervisory Review and Evaluation Process* e *stress test*) e la modifica temporanea dei periodici obblighi di comunicazione per le

---

<sup>34</sup>Cfr. GOPINATH, *Global liquidity trap requires a big fiscal response*, in *Financial Times*, 2 novembre 2020, disponibile su <https://www.ft.com/content/2e1c0555-d65b-48d1-9af3-825d187eec58>.

<sup>35</sup>Cfr. MCCAUL, *Who pays the piper calls the tune: The need for and benefit of strong credit risk management*, *ECB Supervision Blog*, 4 dicembre 2020, disponibile su <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/blog/2020/html/ssm.blog201204~c49fb771c6.en.html>.

<sup>36</sup>Cfr. JACKSON H.E. – SCHWARCZ S.L., *Protecting Financial Stability: Lessons from the Coronavirus Pandemic*, in *Harvard Business Law Review*, 2021, vol. 11, p. 5, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=3644417>.

imprese (prospetti informativi e requisiti di *audit*) vanno interpretati come misure di efficacia limitata nel tempo.<sup>37</sup> Ne consegue che l'opzione di affidare a programmi assistenziali garantiti dallo Stato la possibilità per le attività commerciali di ottenere liquidità evoca alla mente piani di *bail out* sotto forma di aiuti finanziari straordinari.<sup>38</sup> Per vero, la decisione di facilitare l'accesso al credito mediante agevolazioni agli investimenti e mezzi di finanziamento demanda all'azione statale l'assunzione di un impegno di spesa correlato all'erogazione delle «garanzie» prestate.<sup>39</sup> Trattasi di sostegni economici di eccezionale portata adottati per rimediare ad una grave *turbolenza* e preservare la stabilità finanziaria. Si è, dunque, reso necessario l'intervento pubblico affinché divenisse possibile fronteggiare le implicazioni negative di un inaspettato *shock* pandemico.

A ben considerare, l'adempimento da parte dello Stato degli obblighi derivanti dalla assunzione delle garanzie concesse potrebbe determinare fenomeni di *moral hazard* per le banche, le quali (nella prospettiva di far ad essi ricorso) sono incentivate ad intraprendere comportamenti opportunistici (ma talora molto rischiosi) facendo leva sull'intervento pubblico.<sup>40</sup> Ecco che il contesto operativo mutato a seguito della crisi sanitaria pone taluni interrogativi circa l'esigenza di dar corso ad un rinnovamento strutturale al quale, tuttavia, fanno da contraltare incertezze nella finalità degli obiettivi perseguiti e scarsa consapevolezza degli effetti macroeconomici (aumento della disoccupazione, caduta della produzione e

---

<sup>37</sup>In tal senso si v. ENRIQUES, *Pandemic-Resistant Corporate Law: How to Help Companies Cope with Existential Threats and Extreme Uncertainty During the Covid-19 Crisis*, in *European Company and Financial Law Review*, 2020, vol. 17, n. 3-4, p. 257 ss.

<sup>38</sup>Sul punto si v. MINTO, *Il rilassamento delle regole europee sugli aiuti di Stato nell'attuale pandemia da CoViD-19 (ben tornato, Bail-Out?)*, in *Nuova giur. civ. commentata*, 2020, suppl. al n. 5, p. 15-16.

<sup>39</sup>Si fa riferimento, per quanto riguarda l'ordinamento nazionale, al cd. *Decreto Liquidità, Decreto Cura Italia, Decreto Rilancio, Ristori e Ristori bis*. Tali provvedimenti normativi sono stati accompagnati dalle "Misure a sostegno della liquidità attraverso il sistema bancario" disciplinate dalla l. 24 aprile 2020, n. 27.

<sup>40</sup>Cfr. SCIPIONE L., *Aiuti di Stato, crisi bancarie e ruolo dei Fondi di garanzia dei depositanti*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 184 ss.



aggravamento dell'emergenza) della fase successiva alla pandemia.<sup>41</sup> A ciò si aggiunga che siffatte misure si sono rivelate insoddisfacenti a rinsaldare lo spirito di solidarietà e coesione dei paesi dell'UE e a ripristinare la fiducia degli appartenenti al settore.<sup>42</sup> Sotto altro profilo, sebbene sia indubbia la significatività delle modifiche normative in parola – e, dunque, del loro essere indicative della direzione disciplinare da assumere –, rilevano talune criticità che ne connotano la configurazione con riguardo agli effetti espletati sul tessuto sociale. Pertanto, la legislazione emergenziale posta in essere se da un lato ha limitato le perdite causate dalla crisi, dall'altro ha avuto come conseguenza una dilatazione del disavanzo pubblico ed un progressivo interventismo dello Stato nell'economia.<sup>43</sup>

Se ne deduce uno scenario nel quale i provvedimenti normativi attivati, fino ad oggi, dai Governi nazionali sembrano destinati a procrastinare una linea operativa fondata sulla internalizzazione del *gap* di liquidità delle imprese determinando così l'affermarsi di una nuova "finanza del debito". La possibilità di utilizzare risorse straordinarie messe a disposizione dai programmi di *recovery* - facendo leva sul regime derogatorio del *deficit* di bilancio - rischia di innescare un effetto *boomerang* sulla domanda dei consumi e la ripresa del processo produttivo. Non a caso sul punto è stato osservato che «il ricorso all'indebitamento, seppure utile come risposta immediata alla crisi di liquidità potrebbe peggiorare il *rating* delle aziende, e con il tempo pregiudicare la capacità di ottenere nuovi finanziamenti».<sup>44</sup> Di certo, una ulteriore contrazione dell'economia provocherebbe un aumento dell'incertezza e preoccupazione di un'intera comunità unitamente al disagio e alla paura di dover gravare sulle generazioni future il mancato rimborso

---

<sup>41</sup>In senso conforme ARNER - AVGOULEAS - GIBSON, *Financial Stability, Resolution of Systemic Banking Crises and COVID-19: Toward an Appropriate Role for Public Support and Bailouts*, in University of Hong Kong Faculty of Law, Research Paper No. 2020/044, p. 15-16, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=3664523>.

<sup>42</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Covid-19. Quale solidarietà, quale coesione nell'UE? Incognite e timori*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2020, II, 208-210.

<sup>43</sup>Cfr. SEPE, *CoViD: un significativo acronimo. "Come Ovviare Virtuosamente (all') Innalzamento (del) Debito?"*, in *Nuova giur. civ. commentata*, 2020, suppl. al n. 5, p. 18 ss.

<sup>44</sup>Cfr. ANNUNZIATA – SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Riv. Società*, 2020, n. 2-3, 623.



delle garanzie statali. Da qui i timori di un incremento delle tensioni sociali correlate alla vulnerabilità dei mercati e alla carenza di scelte strategiche non ancora in grado di attuare un *framework* regolamentare volto alla creazione di uno sviluppo sostenibile.<sup>45</sup> Sul piano sistematico, tali processi di riforma dovranno affrontare la complessità di un regime disciplinare che vede sacrificare l'attività di *business* degli enti creditizi a fronte della riconosciuta finalità di incentivare investimenti eco-sostenibili di lungo periodo.<sup>46</sup>

Consegue che le indicate tecniche operative rivelano aspetti di caducità con riguardo all'individuazione dei metodi necessari alla valutazione dei rischi derivanti da un possibile ritardo nell'attuazione di politiche di rientro dal debito pubblico; sicché non rimarrebbe che adottare soluzioni relative alla sostenibilità di siffatta espansione monetaria mediante emissione di titoli assistiti da garanzia bancaria.<sup>47</sup> Tale soluzione consentirebbe di alleggerire il peso dell'intervento statale rimettendo al sistema creditizio la gestione degli strumenti di finanziamento. Al riguardo vanno considerate le problematiche relative ad un eccessivo affidamento dei prestiti e moratorie sui pagamenti che potrebbe amplificare la fase recessiva e vanificare i benefici degli aiuti economici.<sup>48</sup> A ciò si aggiunga la propensione delle banche a rilievo sistemico di incorrere in situazioni caratterizzate da un *agere* privo di rigore e, talora, ai limiti della legalità; linea comportamentale che sovente ha favorito la diffusione di squilibri e comportamenti speculativi contrari alla «sana e prudente gestione» delle attività finanziarie. Nel delineato contesto appare evidente la

---

<sup>45</sup>Così CAPRIGLIONE, *Emergenza coronavirus e finanza sostenibile*, in AA.VV., *COVID-19 Emergenza sanitaria ed economica. Rimedi e prospettive*, a cura di Rossano, Bari, 2020, p. 22-23.

<sup>46</sup>Il programma di sviluppo "Next Generation EU" da attuarsi mediante il "Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza" ha l'obiettivo di sviluppare strategie di investimento per la digitalizzazione e innovazione, transizione ecologica e inclusione sociale. Si v. CONSIGLIO EUROPEO, *Next Generation EU – Pacchetto per la ripresa dalla COVID-19*, consultabile su <https://www.consilium.europa.eu/it/infographics/ngeu-covid-19-recovery-package/>. Inoltre si v. Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza "Next Generation Italia", disponibile su [https://www.ansa.it/documents/1610040589111\\_bozza.pdf](https://www.ansa.it/documents/1610040589111_bozza.pdf).

<sup>47</sup>In particolare si v. la disciplina del Fondo centrale di garanzia delle PMI di cui all'art. 13, lett. m), del d.l. n. 23 del 2020, convertito in l. n. 40 del 2020.

<sup>48</sup>Cfr. KING S., *MMT: The case against Modern Monetary Theory*, in *Financial Times*, 22 ottobre 2020, disponibile su <https://www.ft.com/content/bcb523c3-7448-4cd6-a2d2-69b8f13be8f3>.

necessità di demandare alle istituzioni politiche di vertice la configurazione di un quadro ordinatorio di raccordo con la realtà sociale, in vista del superamento delle difficoltà dovute ai riscontrati limiti delle misure di emergenza imposte dalla pandemia.

4. Strettamente connesso all'analisi dello schema interventistico sopra descritto devono ritenersi la previsione di innovativi strumenti operativi per il recupero delle posizioni deteriorate nei bilanci bancari. In precedenza si è fatto cenno alle recenti preoccupazioni sollevate in sede tecnica circa un esubero di crediti *non-performing* a seguito della crisi pandemica.<sup>49</sup> Ed invero, vengono in considerazione taluni timori derivanti dalla mancata percezione del rischio di collasso ed eccessiva prociclicità delle perdite attese stante il regime derogatorio sulla valutazione e rendicontazione degli *asset* patrimoniali delle banche.<sup>50</sup> Più in particolare, rilevano le difficoltà relative alla corretta classificazione, a fini prudenziali, delle sofferenze rivenienti dalla scadenza dei prestiti concessi durante la moratoria dei principi contabili internazionali (cd. *IFRS 9*).<sup>51</sup> L'avvertita necessità di contrastare l'elevato *stock* degli *NPLs* accumulato durante la pandemia è alla base della proposta della Commissione di costituire una *bad bank* sotto forma di *Asset Management Company* (AMC).<sup>52</sup> Siffatto progetto si inserisce nel quadro delle

---

<sup>49</sup>Si v., DIAS - GRIGAITÉ - MAGNUS - SEGALL, *Public hearing with Andrea Enria, Chair of the ECB Supervisory Board*, ECON/9/00490, 27 ottobre 2020, disponibile su [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/645730/IPOL\\_BRI\(2020\)645730\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/645730/IPOL_BRI(2020)645730_EN.pdf).

<sup>50</sup>Si v. ENRIA, *Identificazione e misurazione del rischio di credito nell'ambito della pandemia di coronavirus (COVID-19)*, comunicazione alla BCE (SSM-2020-0744), 4 dicembre 2020, disponibile [https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2020/ssm.2020\\_letter\\_credit\\_risk\\_identification\\_measurement~734f2a0b84.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2020/ssm.2020_letter_credit_risk_identification_measurement~734f2a0b84.it.pdf).

<sup>51</sup>Si v. ENRIA, *L'IFRS 9 nel contesto della pandemia di coronavirus (COVID-19)*, comunicazione alla BCE (SSM-2020-0154), 1 aprile 2020, disponibile su [https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2020/ssm.2020\\_letter\\_IFRS\\_9\\_in\\_the\\_context\\_of\\_the\\_coronavirus\\_COVID-19\\_pandemic.it.pdf?11f26fb6e228e86fd802ad8c268d1531](https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2020/ssm.2020_letter_IFRS_9_in_the_context_of_the_coronavirus_COVID-19_pandemic.it.pdf?11f26fb6e228e86fd802ad8c268d1531).

<sup>52</sup>Si v. EUROPEAN COMMISSION, *Tackling non-performing loans in the aftermath of the COVID-19 pandemic*, COM(2020) 822 final, 16 dicembre 2020, disponibile su [https://ec.europa.eu/finance/docs/law/201216-communication-non-performing-loans\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/finance/docs/law/201216-communication-non-performing-loans_en.pdf). Per un commento cfr. ROMANO B., *Npl, dalla Commissione europea un nuovo piano per ridurre i crediti in sofferenza*, in *Il Sole24Ore*, 16 dicembre 2020, disponibile su <https://www.ilsole24ore.com/art/npl-commissione-europea-nuovo-piano-ridurre-crediti-sofferenza-ADOK3b8>.

misure intraprese dalle istituzioni dell'UE a favore del settore creditizio maggiormente coinvolto nelle *intemperie* dell'emergenza sanitaria.

A ben considerare, la creazione di un nuovo veicolo societario ha suscitato alcune critiche dalla dottrina attenta nell'osservare ipotizzabili elementi di ostacolo alla funzionalità di tale soluzione organizzativa all'interno dell'Unione bancaria.<sup>53</sup> Tale società opererebbe con capitale privato configurandosi come un soggetto pubblico nel quale riversare sofferenze degradate per metterle successivamente sul mercato. Al riguardo, va fatto presente che la costituzione della *bad bank* avverrebbe nel quadro delle disposizioni del regolamento n. 630 del 2019<sup>54</sup> e della direttiva n. 1023 of 2019<sup>55</sup> che ascrivono specifico rilievo allo sviluppo di mercati secondari destinati alla vendita dei crediti deteriorati nonché all'individuazione di forme agevolative per il recupero dei medesimi. Trattasi di provvedimenti normativi volti a delineare un processo armonizzato di regole, identificando nella stabilità finanziaria e nella prudente gestione degli attivi patrimoniali la via da percorrere.<sup>56</sup> Del resto, l'obiettivo che si intende perseguire è quello di riduzione degli *NPLs* attraverso un approccio «caso per caso», volto ad evitare le implicazioni negative di una massa eccessiva di passività in bilancio.<sup>57</sup>

Tuttavia, il progetto di introdurre una *AMC* ripropone talune annose questioni circa l'intervento dello Stato nel capitale societario e la possibilità di demandare alle autorità domestiche l'azione di controllo delle sue banche incentivando in tal modo forme di *mutualizzazione* dei rischi. Ulteriore questione riguarda la posizione della *bad bank* la quale non può fornire 'aiuti di stato' per gli

---

<sup>53</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Il Covid 19 e la faticosa ricerca di nuovi paradigmi operativi*, cit., p. 45-46.

<sup>54</sup>Si v. Regolamento n. 630 del 2019 che modifica il regolamento n. 575 del 2013 per quanto riguarda la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate.

<sup>55</sup>Si v. Direttiva n. 1023 del 2019 riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la direttiva n. 1132 del 2017 (direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza).

<sup>56</sup>Cfr. VIOTTI, *Verso una disciplina europea dei crediti deteriorati: riflessioni a margine del Regolamento (UE) 2019/630*, in *Banca borsa tit. credito*, 2020, I, 135-136.

<sup>57</sup>Più diffusamente cfr. CAPRIGLIONE, *Incidenza degli NPL sulla stabilità del sistema bancario. I possibili rimedi*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2018, III, p. 228.

enti creditizi in dissesto in quanto potenzialmente distorsivi dell'*agere* concorrenziale. Sul punto la Commissione ha precisato che «even when (some) public funding is involved, it would not be State aid if the State can be considered to be acting in a similar way to a market economy operator».<sup>58</sup> Si è dunque in presenza di una formula garantistica che, originata da una situazione d'emergenza, si caratterizza per alcuni intrinseci limiti (ad esempio, nel caso di non ottenere la vendita dei crediti deteriorati sul mercato). Una soluzione a detta problematica potrebbe rinvenirsi, secondo la proposta in parola, nella predisposizione di una banca dati europea degli *NPLs* che opererebbe attraverso una piattaforma digitale gestita dall'EBA avente la finalità di un tempestivo scambio di informazioni tra le *authorities* di settore.<sup>59</sup>

Per vero, la gestione dei crediti deteriorati viene rimessa ad un sistema decentralizzato che affida a ciascun Paese membro l'onere relativo all'organizzazione delle procedure di ristrutturazione delle esposizioni in sofferenza così come già sperimentato dalla cd. GACS.<sup>60</sup> Più in particolare, le *AMCs* nazionali verrebbero sottoposte alla supervisione della BCE e le banche centrali agirebbero con poteri limitati in caso di fallimento delle medesime secondo la logica del sistema SSM. Sul piano giuridico la configurazione di tale soggetto pubblico/privato presenta difficoltà applicative legate al fatto che la *bad bank* differisce dalle altre tipologie di intermediari finanziari in quanto la sua natura potenzialmente ibrida altera la logica di mercato in termini di struttura organizzativa, obiettivi conseguibili e processi decisionali. Se ne deduce che, a fronte della specialità di siffatto schema societario, si è voluto ancora una volta privilegiare l'intervento statale in economia

---

<sup>58</sup>Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Tackling non-performing loans in the aftermath of the COVID-19 pandemic*, cit., p. 11.

<sup>59</sup>Cfr. ECB, *Financial Stability Review*, novembre 2020, p. 106, ove viene evidenziato che «measures that improve the efficiency of secondary markets for NPLs, such as transaction platforms, should be considered at the European level to improve the quality and availability of data on NPLs and reduce barriers to entry for investors».

<sup>60</sup>L'ordinamento italiano ha introdotto mediante decreto legge n. 18 del 2016, convertito in legge n. 49 del 2016, il Sistema di Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze (cd. GACS), provvedimento finalizzato ad assistere le banche nella riduzione dei prestiti deteriorati.

assoggettando ad entità pubbliche la recuperabilità e l'esecutività dei crediti *non-performing*. In siffatta logica appare orientata l'osservazione secondo cui le conseguenze economiche del Covid-19 sembrano diventare il pretesto per tenere condotte contrarie alla sana e prudente erogazione del credito nonché gestione del suo deterioramento.<sup>61</sup> Se da un lato si è perseguito l'obiettivo di individuare efficaci presidi di contrasto alla massa enorme di crediti in *default* rivenienti dalla pandemia, dall'altro lato si è fatto ricorso ad un meccanismo di garanzia pubblica al fine di preservare la stabilità degli enti bancari.<sup>62</sup> Da qui la preoccupazione di dover assistere ad un ulteriore aggravio del debito dei Paesi dell'UE con ovvie implicazioni che ne derivano con riguardo ad un pericoloso ritorno a *policy* di *bail out*.

Non v'è dubbio che la costituzione di una *bad bank* europea appare preordinata ad assicurare una maggiore convergenza delle politiche di supervisione dell'Eurozona nonché a garantire uniformità nell'attuazione di strumenti anti-crisi; tuttavia, permangono significative problematiche relative alle modalità di intervento delle *authorities* di settore nel contesto di una ordinata dismissione delle posizioni deteriorate. Concludendo sul punto sembra si possa dire che se la proposta della Commissione ha posto le basi per il rafforzamento della trasparenza dei bilanci bancari ciò non può dirsi con riguardo alla capacità dell'AMC di attuare efficaci misure di tutela degli operatori del mercato. Naturalmente, siamo in presenza di una costruzione che fonda la sua validità su una nuova forma di interazione tra gli interessi delle autorità nazionali di assicurare il pronto recupero dei debitori insolventi e le istanze europee di integrazione ed armonizzazione della vigilanza prudenziale.

---

<sup>61</sup>Cfr. MAGGIOLINO, *Le esposizioni deteriorate ai tempi della pandemia*, in AA.VV., *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, a cura di Malvagna e Sciarrone Alibrandi, Pisa, 2020, p. 210.

<sup>62</sup>In tal senso si v. EBA, *Guidelines on reporting and disclosure of exposures subject to measures applied in response to the COVID-19 crisis*, Final Report (EBA/GL/2020/07), 2 giugno 2020, disponibile su <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/supervisory-reporting/guidelines-covid-19-measures-reporting-and-disclosure>.

5. Sulla base delle considerazioni che precedono, si è in presenza di una realtà caratterizzata da un modello regolamentare volto a ripristinare il quadro sistemico messo a dura prova dalla crisi sanitaria ed economica. Siffatto contesto ordinamentale va a incidere sui processi produttivi e programmi di investimento per la ricostruzione del tessuto sociale durante la pandemia. Il meccanismo sul quale tale complesso normativo si fonda appare particolarmente complesso in quanto esso si articola in misure interventistiche di breve-medio periodo che lasciano poco spazio ad opportunità di crescita e sviluppo sostenibile. La soluzione fin qui intrapresa dai Governi nazionali di adottare linee strategiche orientate prevalentemente ad una logica assistenziale si è rivelata insufficiente nel soddisfare esigenze di rinnovamento strutturale. Ed invero, l'intensità dei rimedi adottati sottolinea una progressiva adozione di schemi operativi che ascrivono un ruolo centrale a forme organizzative perseguite da istituzioni tecnocratiche. E' il caso della BCE che ha assunto una funzione di primazia nella *governance* europea - in particolare nel settore bancario e finanziario - mediante tecniche decisionali che evidenziano un'azione diversa da quella assegnata dai Trattati dell'UE.<sup>63</sup> Naturalmente la tendenza a far convergere in capo alla Banca Centrale Europea decisioni di governo dell'economia è sintomatico della volontà di accentrare funzioni esorbitanti dalle sue prerogative che ha finito nel tempo col determinare il superamento della tecnica sulla politica.

Sebbene le misure adottate siano risultate tempestive nel contrastare gli effetti di un imprevedibile *shock* esogeno non deve sottacersi la natura straordinaria delle medesime le quali, tuttavia, hanno contribuito ad un esponenziale incremento del disavanzo pubblico. In tale contesto, preoccupa il reiterato ricorso a strumenti di finanza del debito che si risolvono essenzialmente in

---

<sup>63</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *La politica recupera il ruolo di guida in UE contro la tecnocrazia*, in *Il Sole24Ore*, 23 gennaio 2021. Si v. inoltre IBRIDO, *L'Unione bancaria europea. Profili costituzionali*, Torino, 2017, p. 121-123. Sul tema si è soffermata la Corte Costituzionale Federale tedesca nella nota decisione del 5 maggio 2020 (2 BvR 859/15, paras. 1-237) nella quale viene evidenziata la progressiva espansione delle funzioni della BCE in materia di *governance* finanziaria europea.

piani di sostegno sotto forma di garanzie statali (sussidi, sovvenzioni e prestiti diretti). A ben considerare, le tipologie degli aiuti in parola finiscono con l'appesantire i bilanci delle banche costrette ad assorbire masse di crediti deteriorati, donde le perplessità di una loro efficacia nella realizzazione dei processi di riforma all'indomani dell'emergenza.<sup>64</sup> Da qui i fondati timori di una accelerazione della fase recessiva dell'economia che rischia di rendere evanescenti le politiche di espansione monetaria decise dai vertici dell'Eurozona. Sotto il profilo sostanziale – fermi i «buoni propositi» che hanno guidato le autorità di settore nel preservare i canali di liquidità – permangono talune zone d'ombra in merito alle forme applicative di siffatti interventi disciplinari individuandosi condizioni di ostacolo agli obiettivi perseguiti dalle misure anti-crisi

**Andrea Miglionico**

*Lecturer in banking and finance law*

*University of Reading, School of Law*

---

<sup>64</sup>Sul punto si v. MALVAGNA - SCIARRONE ALIBRANDI, *L'onda lunga della pandemia e l'esigenza di una gestione "sociale" delle sofferenze bancarie*, in AA.VV., *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, a cura di Malvagna e Sciarrone Alibrandi, Pisa, 2020, p. 212-213.

## LE REAZIONI ECONOMICO-FINANZIARIE ALL'EMERGENZA COVID-19 TRA ROMA, BRUXELLES E FRANCOFORTE (E KARLSRUHE)\*

*(The economic-financial reactions to the Covid-19 emergency between  
Rome, Brussels and Frankfurt (and Karlsruhe))*

**ABSTRACT:** *The paper analyses the economic and financial responses of Member States and the European Union to the Covid-19 pandemic. In particular, the Italian reactions and the procedures for the increased debt pursuant to art. 81, second paragraph, of the Constitution; the fiscal reactions of the European Union, including the MES light, the SURE program, the EIB's action and the new Next Generation EU program; the monetary reactions of the European Central Bank. Finally, the NGEU program is related to a new qualitative constraint for the Member States and some critical observations are made on the first two Italian draft national Recovery and Resilience Plan.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa - 2. A Roma: la situazione di partenza e le (numerosi) autorizzazioni agli scostamenti di bilancio - 2.1. L'autorizzazione di marzo - 2.2. L'autorizzazione di aprile e il DEF - 2.3. Le altre tre autorizzazioni al maggiore indebitamento del 2020, la NADEF e la legge di bilancio - 3. A Bruxelles: una reazione tempestiva e articolata - 3.1. Le primissime risposte della Commissione UE: in particolare, la "sospensione" del Patto di Stabilità e Crescita - 3.2. Il MES "light", il Support to mitigate Unemployment Risks in Emergency (c.d. "SURE"), la Banca Europea per gli Investimenti - 3.3. Il Next Generation EU - 4. A Francoforte sul Meno (e Karlsruhe) - 5. Un nuovo "vincolo esterno": stavolta, qualitativo - 6. Conclusioni: il Piano nazionale per la ripresa e la resilienza e l'esiziale rischio di un ennesimo spreco di risorse

1. Le risposte economico-finanziarie di Unione europea e Stati membri per fronteggiare l'emergenza Covid-19 hanno avuto un fortissimo impatto sui bilanci degli Stati e sui debiti pubblici. Per far sì che tali debiti rimanessero sostenibili si

---

\*Contributo approvato dai revisori.



sono messe in moto una serie di reazioni nelle due principali direzioni dell'integrazione europea sul versante economico-finanziario: alcune risposte di natura fiscale, e altre, monetarie, della Banca Centrale Europea. D'altro canto, ci si è trovati di fronte ad una vera e propria rottura di paradigma: le stesse coordinate principali sulle quali sono state impostate le regole di bilancio europee sono cambiate velocemente, man mano che si è reso evidente come le conseguenze economiche e finanziarie della crisi innescata dalla diffusione del coronavirus sarebbero state di dimensioni eccezionali<sup>1</sup>.

La pandemia ha colpito maggiormente, dal punto di vista economico-finanziario, le economie già debilitate per altre ragioni. Per quanto riguarda l'Italia, basti pensare alla dimensione del debito pubblico e al basso tasso di crescita del PIL<sup>2</sup>. L'entità del debito pubblico, in particolare, ha influenzato lo spazio di bilancio disponibile per l'adozione di misure di contrasto alla pandemia: "tanto più è ampio lo spazio di bilancio (e più basso il debito) tanto maggiore l'ammontare di risorse disponibili per fronteggiare la crisi, tanto minore il rischio di divergenza"<sup>3</sup>.

Quello dovuto all'emergenza pandemica è uno shock simmetrico, ma sia la contrazione della produzione nel 2020, sia la forza della ripresa nel 2021 (o, comunque, negli anni successivi), si prospettano molto diversi da un paese all'altro.

---

<sup>1</sup>L'emergenza pandemica, col blocco delle attività economiche causato dalle misure di contenimento del virus, ha provocato una recessione di dimensioni mai viste e una gigantesca immissione di liquidità nelle economie nazionali, con inevitabile aumento di disavanzi e debiti pubblici, non solo per sostenere le aziende e le catene produttive, ma anche per finanziare le misure fiscali assunte per alleviare la sofferenza sociale. Cfr. OLIVARI, *3 indicatori economici a confronto, dal 1861*, in *Osservatorio conti pubblici italiani*, 5/06/2020.

<sup>2</sup>Tutte le stime economiche sono concordi nel vedere l'Italia indietro, sia come livello di recessione sia come risalita futura, ponendola in coda al gruppo dei paesi più industrializzati con una diminuzione del PIL pari al 9,2% (la Germania del 7%, la Francia del 7,2% e la Spagna dell'8%). IMF, *World Economic Outlook Update*, January 2021. Secondo le stime del Fondo monetario internazionale risulterebbe nel 2020 una contrazione dell'attività economica mondiale del 3,5%, e in particolare del 7% circa per l'UE e del 7,5% per la zona euro. La ripresa dell'economia porterebbe a un recupero soltanto parziale del reddito perduto: tra i Paesi del G7, in particolare, la crescita italiana nel 2021 è la più bassa, al 3% nel 2021 e al 3,6% nel 2022.

<sup>3</sup>Cfr. PADOAN, *La crisi amplia le divergenze in Europa. Un rischio per tutti*, in *Il Foglio*, 16/05/2020. Altre due differenze decisive si rintracciano nella diversa vulnerabilità dei settori produttivi alle misure restrittive (la vulnerabilità è più elevata nei settori ad alta intensità di personale e a basso contenuto di lavoro da remoto) e nell'efficienza della pubblica amministrazione e del settore finanziario, entrambi decisivi nel trasferire le risorse messe a disposizione dallo Stato agli utenti finali.

La ripresa economica di ogni Stato membro dipenderà non soltanto dall'evoluzione della pandemia a livello nazionale, ma anche dalla struttura economica e dalla capacità di rispondere mediante l'adozione di politiche di stabilizzazione e per incentivare la crescita. Il rischio è che questa crisi aumenti le divergenze all'interno all'Unione, come ha sottolineato anche la Commissione europea nel presentare le previsioni di primavera (2020): la divergenza, infatti, riflette differenze "di fondo" tra Paesi, che influenzeranno sia l'esposizione (asimmetrica) dei paesi allo shock, "sia la capacità di reazione dei Paesi quindi l'efficacia delle misure di reazione alla crisi"<sup>4</sup>.

Le previsioni, peraltro, sono necessariamente caratterizzate da un livello di incertezza molto più elevato rispetto al passato, poiché sono basate su un preciso insieme di ipotesi riguardanti l'evoluzione della pandemia e le relative misure di contenimento. Si pensi che le previsioni che sono state fatte prima dell'estate 2020 assumevano che le misure di contenimento più restrittivo (c.d. *lockdown*) sarebbero state gradualmente allentate dal mese di maggio 2020 in poi e non replicate successivamente. Come si è potuto osservare successivamente, le previsioni si sono rivelate troppo ottimistiche<sup>5</sup>, in virtù della c.d. "seconda ondata" che ha investito l'Europa dall'autunno 2020 e le conseguenti nuove misure restrittive che sono state adottate dagli Stati, seppure più blande (almeno in Italia) di quelle della primavera 2020.

In un sistema integrato come l'Unione europea, le reazioni all'emergenza – sul piano economico-finanziario – devono necessariamente essere lette in modo congiunto, analizzando insieme le risposte che sono state date dai singoli Stati membri e dalle istituzioni dell'Unione europea. Queste ultime, infatti, non si possono considerare slegate da quelle nazionali, posto che ci si trova ormai in un ambiente nel quale vige una Costituzione composita europea<sup>6</sup>, strutturata in

---

<sup>4</sup>Cfr. PADOAN, *La crisi amplia le divergenze in Europa*. cit.

<sup>5</sup>Servizio studi del Senato, *L'epidemia Covid-19 e l'Unione europea*, nota n. 44/8, 2020, p. 3.

<sup>6</sup>Cfr. BESSELINK, *A Composite European Constitution*, Groningen, 2007.

procedimenti euro-nazionali di bilancio<sup>7</sup>, in un sistema con moneta unica ma diverse politiche economiche. Tali risposte sono legate in più modi: si pensi, per tutte, alla sospensione del Patto di Stabilità e Crescita. Grazie all'attivazione della c.d. *"general escape clause"*, l'Italia ha potuto indebitarsi ulteriormente per fronteggiare la pandemia, ponendo le basi per le ripetute procedure di cui all'art. 81, secondo comma, Cost. e le cinque Relazioni del Governo (nel 2020) approvate a maggioranza assoluta dalle Camere. Lo stesso può dirsi, più in generale, per il contributo della Banca Centrale Europea, senza il quale la sostenibilità dei debiti pubblici – e in particolare quello italiano – sarebbe stata a serio rischio.

Si è mostrata ancora una volta in tutta la sua criticità l'incompletezza della costruzione europea: se, infatti, gli Stati hanno dovuto assumere le misure necessarie ad evitare l'implosione dei sistemi sociali ed economici durante la pandemia e in seguito alle misure restrittive, è stata la Banca Centrale Europea a sorreggere quegli sforzi, evidenziando – sul piano fiscale – la debolezza dell'Unione. A differenza di quanto avvenne durante la crisi 2011-2013, tuttavia, l'UE ha risposto con decisione, sia sospendendo i vincoli alle politiche di bilancio e all'indebitamento, sia intervenendo con misure "positive", che potrebbero porre le basi per un approfondimento dell'integrazione e per una maggiore solidarietà "europea". Soprattutto col c.d. *"Next Generation EU"*, infatti, si è creato per la prima volta un embrione di debito comune col quale finanziare la ripresa e quella crescita necessaria per riassorbire i debiti contratti per contrastare la pandemia.

Obiettivo del contributo è quello di analizzare congiuntamente le risposte date da Roma, Bruxelles e Francoforte, offrendo una panoramica giuridico-economica delle reazioni economico-finanziarie di Italia e Unione europea al Covid-19. In primo luogo, saranno analizzate le procedure e gli strumenti utilizzati da

---

<sup>7</sup>Sul punto cfr. LUPO, *Parlamento europeo e Parlamenti nazionali nella costituzione «composita» nell'UE: le diverse letture possibili*, in *Rivista AIC*, n. 3, 2014, p. 19. Da ultimo, cfr. LUPO, *Alla ricerca della funzione parlamentare di controllo*, in *Parlamento e Governo in Italia. Verso un affresco contemporaneo*, Numero speciale di *Federalismi.it*, a cura di MALVICINI, p. 117 s., spec. p. 130 s. Sui procedimenti euro-nazionali di bilancio sia consentito un rinvio a BARTOLUCCI, *La sostenibilità del debito pubblico in Costituzione. Procedure euro-nazionali di bilancio e responsabilità verso le generazioni future*, Padova, 2020, p. 227 s. e p. 286 s.

Governo e Parlamento per i necessari scostamenti dal percorso di avvicinamento all'Obiettivo di medio termine: in particolare, l'attenzione si concentrerà sulle autorizzazioni parlamentari allo scostamento ex art. 81, secondo comma, Cost. che sono state prese in condizioni non ordinarie. In secondo luogo, si analizzeranno quelle che sono state le prime risposte europee all'emergenza Covid-19: da un lato sul versante delle politiche di bilancio, e, dall'altro lato, sul versante delle politiche monetarie predisposte dalla Banca Centrale Europea (dopo un iniziale tentennamento, quantomeno sul versante comunicativo).

Sul piano delle politiche di bilancio, in particolare, la risposta dell'Unione è stata articolata in diversi pilastri: l'attivazione della clausola generale del Patto di Stabilità e Crescita (per i casi di grave recessione economica della zona euro o dell'intera Unione, che consente di allontanarsi temporaneamente dal percorso di aggiustamento all'obiettivo di bilancio a medio termine), annunciato dalla Presidente della Commissione europea Ursula von der Leyen il 20 marzo 2020; le altre principali risposte dell'UE e, in particolare, la nuova linea di credito "pandemica" del MES, il piano SURE, l'azione della BEI. Un inedito fronte comune tra nove paesi dell'Unione economica e monetaria ha richiesto espressamente la creazione di uno "strumento di debito comune emesso da una Istituzione dell'UE"<sup>8</sup>. Nel corso delle (defatiganti) negoziazioni, che hanno trovato lo scoglio più grande nei c.d. "paesi frugali" (Austria, Danimarca, Paesi Bassi, Svezia e, inizialmente, anche Germania) è arrivata la sentenza del 5 maggio del *Bundesverfassungsgericht* sul *Quantitative Easing* della Banca Centrale Europea. Proprio la sentenza della Corte tedesca sembra aver dato il giusto slancio che ha portato Francia e, soprattutto, Germania a proporre un nuovo strumento. La sentenza, infatti, può essere stata quantomeno uno stimolo verso una maggiore protezione politica – e non solo monetaria – dell'euro. Dalla proposta franco-tedesca si è giunti alla proposta della Commissione europea, presentata dalla Presidente von der Leyen al Parlamento europeo il 27 maggio 2020 e, infine, al decisivo Consiglio europeo del 21 luglio

---

<sup>8</sup>Lettera firmata dal Presidente del Consiglio italiano e dai leader di Belgio, Francia, Grecia, Irlanda, Lussemburgo, Portogallo, Slovenia e Spagna.

2020. A questo sono seguite le complicate trattative in seno al Parlamento europeo, soprattutto in relazione alla Stato di diritto<sup>9</sup>.

Il *Next Generation EU* è un progetto che, almeno potenzialmente, può essere un importante passo per sbloccare una dinamica europea da troppo tempo in mezzo al guado e per evitare che sia anche stavolta la Banca Centrale Europea a caricarsi sulle spalle tutto il peso di un'Unione economica e monetaria incompleta e priva di adeguati strumenti di politica economica. Il nuovo "vincolo esterno", stavolta sotto forma di incentivo, rappresentato dal *Next Generation EU*, per la prima volta insisterebbe sulla qualità e non tanto sulla quantità della spesa, così come avvenuto finora. Se bene sfruttata, potrebbe trattarsi di un'occasione per migliorare la qualità della spesa pubblica, vero mezzo per tutelare le generazioni presenti e future. Anticipando alcune conclusioni, tuttavia, bisogna sottolineare che, se le risorse del *Next Generation EU* non saranno utilizzate saggiamente dagli Stati (e soprattutto da quelli che riceveranno più risorse), rischia di essere non solo un problema per lo Stato che le sprecherà (poiché avrà difficoltà a finanziarsi sui mercati, soprattutto quando la BCE allenterà le misure), ma rischia anche di essere un contraccolpo (definitivo) per la solidarietà europea.

2. Prima di analizzare le procedure nazionali con le quali si sono autorizzati gli scostamenti dagli obiettivi di finanza pubblica per rispondere all'emergenza dettata dalla pandemia, sia consentita una riflessione introduttiva. In Italia si è, infatti, sovente sottovalutato il principio della sostenibilità del debito pubblico, introdotto in Costituzione – agli artt. 81 e 97 – con la legge cost. n. 1 del 2012. Principio che ha, invero, non solo un valore intergenerazionale, ma anche uno intragenerazionale. Come era (ampiamente) noto, infatti, una crisi dovuta a uno shock esterno avrebbe avuto conseguenze meno drastiche in presenza di un debito

---

<sup>9</sup>Cfr. Risoluzione del Parlamento europeo del 17 dicembre 2020 sul quadro finanziario pluriennale 2021-2027, l'accordo interistituzionale, lo strumento dell'Unione europea per la ripresa e il regolamento sullo Stato di diritto. Cfr. FASONE, *Crisi dello stato di diritto: il regolamento sulla condizionalità per la protezione del bilancio dell'Unione e il valore delle conclusioni del Consiglio europeo*, in corso di pubblicazione in *Quad. cost.*, n. 1, 2021.

pubblico più contenuto.

Nel caso di uno shock come quello rappresentato dall'emergenza Covid-19, in particolare, un debito pubblico sostenibile, pur non limitando le conseguenze economiche e finanziarie, avrebbe lasciato spazi di bilancio (molto) più larghi per l'adozione di misure a sostegno dell'economia. Ne è riprova quanto avvenuto in Germania, il cui Governo ha varato il primo provvedimento di stimolo fiscale per circa 150 miliardi di maggiore spesa pubblica, pari al 4.3% del PIL<sup>10</sup> e poi un secondo provvedimento per ulteriori 130 miliardi di euro<sup>11</sup>. La Germania ha un rapporto debito/PIL pari al 60% e l'ha costantemente diminuito nel corso degli ultimi anni. Già da quelle due prime risposte tedesche si è potuto notare come fossero misure fiscali che molto difficilmente avrebbe potuto permettersi uno Stato con un rapporto debito/PIL al 135,7% come l'Italia. In altri termini: "la situazione di emergenza in cui ci troviamo dimostra, a nostre spese, quale sia il costo del debito pubblico"<sup>12</sup> e il costo di aver sostenuto "decenni di politiche di spesa attraverso le quali le classi politiche che si sono alternate al Governo hanno fatto sistematicamente ricorso al debito pubblico per finanziare la propria permanenza al potere"<sup>13</sup>. Se la Germania, già col primo provvedimento di reazione alla pandemia,

---

<sup>10</sup>Come è noto, la c.d. *Foederalismusreform II* del 2009 aveva introdotto nel *Grundgesetz* il pareggio di bilancio, prevedendo che i bilanci di Federazione e *Länder* fossero in pareggio senza ricorso all'indebitamento. Si era inserito nella Legge fondamentale della Repubblica federale un riferimento numerale: si prevede che il pareggio sia raggiunto qualora le entrate da prestiti non superino lo 0,35% del prodotto interno lordo (art. 115 GG). Per quanto riguarda le deroghe al divieto di indebitamento, l'art. 109.3, par. 2, GG prevede due ipotesi in cui è possibile discostarsi: in primo luogo per gli effetti degli andamenti congiunturali che deviano dalle condizioni di normalità; in secondo luogo, per i casi di calamità naturale ovvero situazioni eccezionali di emergenza che esulano dal controllo dello Stato e che compromettono gravemente la capacità finanziaria. Cfr., tra i tanti, HARTWIG, *La costituzionalizzazione del pareggio nella Costituzione tedesca*, in *Crisi economica e trasformazioni della dimensione giuridica. La costituzionalizzazione del pareggio di bilancio tra internazionalizzazione economica, processo di integrazione europea e sovranità nazionale*, a cura di BIFULCO e ROSELLI, Torino, 2013, p. 153 s.

<sup>11</sup>Con questo nuovo pacchetto di misure, il Governo tedesco impiega un totale di 1.300 miliardi di euro (che comprendono anche le garanzie bancarie) per stimolare l'economia: una cifra pari al 40% del PIL della Germania.

<sup>12</sup>Cfr. ALESINA e GIAVAZZI, *Tutto ciò che serve contro il virus (e la crisi)*, in *Il Corriere della sera*, 11/03/2020. Infatti "se non avessimo accumulato un debito di oltre il 130 per cento del Pil, per nessun valido motivo, in anni in cui l'economia cresceva, oggi potremmo, e dovremmo, spendere molto di più, e i risparmiatori cui chiediamo di finanziarci non sarebbero preoccupati".

<sup>13</sup>Cfr. IBRIDO, *Coordinamento delle decisioni di bilancio e sostenibilità del debito pubblico: ragionando sulla costituzione economica in trasformazione*, in *Rivista trimestrale di diritto*

ha messo sul campo 150 miliardi di euro, l'Italia quelle stesse risorse non le ha messe in campo neppure nel corso dell'intero 2020 con cinque autorizzazioni parlamentari ex art. 81, secondo comma, Cost. Peraltro, non solo la situazione di partenza era diversa, ma la pandemia rischia di aumentare la disparità tra gli Stati e le loro economie. Come ha sottolineato anche il Commissario Paolo Gentiloni presentando le previsioni economiche della Commissione europea, infatti, nel 2021 non tutti i paesi torneranno ad avere un'attività economica pari a quella pre-Covid. In tal modo l'emergenza allargherà la forbice tra Stati che già partivano da situazioni differenti.

Per permettere una tempestiva reazione all'emergenza sono state utilizzate le norme europee e quelle nazionali sul governo dei conti pubblici che prevedono, al loro interno, la possibilità di scostamenti temporanei dal percorso di avvicinamento all'Obiettivo di medio termine. A livello nazionale, in particolare, la possibilità di ricorrere all'indebitamento è prevista espressamente dall'art. 81, secondo comma, Cost., al solo fine di considerare gli effetti del ciclo economico e, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti<sup>14</sup>, al verificarsi di eventi eccezionali. Bisogna peraltro considerare che l'espressione "ricorso all'indebitamento" deve essere letta non in termini assoluti, bensì, più correttamente, come "rimodulazione in senso peggiorativo degli obiettivi di indebitamento", che sono già fissati nei documenti di finanza pubblica nel rispetto dei vincoli definiti in sede europea<sup>15</sup>.

È l'art. 5, lett. d) della legge cost. n. 1 del 2012 ad individuare gli eventi eccezionali – di cui parla l'art. 81, secondo comma, Cost. – in 'gravi recessioni economiche', 'crisi finanziarie' e 'gravi calamità naturali', rinviando poi la specificazione alla legge rinforzata di attuazione. L'art. 6 della legge "rinforzata" n.

---

*dell'economia*, n. 1, 2020, p. 114 s., spec. pp. 163-164. Sul punto cfr. anche DI NUCCI, *La democrazia distributiva. Saggio sul sistema politico dell'Italia repubblicana*, Bologna, 2016.

<sup>14</sup> In dottrina si è dibattuto sulla *ratio* della maggioranza assoluta. Sul punto cfr. IBRIDO e LUPO, *Le deroghe al divieto di indebitamento tra Fiscal Compact e articolo 81 della Costituzione*, in *Rivista Trimestrale di diritto dell'economia*, n. 2, 2017, p. 206 s., spec. p. 227 s.

<sup>15</sup> Cfr. IBRIDO, *Coordinamento delle decisioni di bilancio e sostenibilità del debito pubblico: ragionando sulla costituzione economica in trasformazione*, cit., p. 144.



243 del 2012, dal canto suo, stabilisce che scostamenti temporanei del saldo strutturale dall'obiettivo programmatico sono consentiti in caso di eventi eccezionali, che si devono individuare comunque in coerenza con l'ordinamento dell'Unione europea<sup>16</sup>: in particolare, per eventi eccezionali si intendono periodi di grave recessione economica relativi anche all'area dell'euro o all'intera Unione europea ed eventi straordinari, al di fuori del controllo dello Stato, ivi incluse le gravi crisi finanziarie nonché le gravi calamità naturali, con rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria generale del Paese. L'emergenza Covid-19, a ben vedere, rientra in entrambi gli ambiti previsti dall'art. 6 della legge n. 243 del 2012: si tratta, anzitutto, di un evento straordinario con rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria; tuttavia, la dimensione non solo europea, ma mondiale, della diffusione del virus, innescherà con ogni evidenza un periodo di recessione economica profondo e globalizzato.

Come stabilisce l'art 6, comma 5, della legge n. 243 del 2012, il Governo, qualora ritenga indispensabile discostarsi temporaneamente dall'obiettivo programmatico, sentita la Commissione europea<sup>17</sup>, presenta alle Camere, per le conseguenti deliberazioni parlamentari, una relazione con cui aggiorna gli obiettivi programmatici di finanza pubblica, nonché una specifica richiesta di autorizzazione

---

<sup>16</sup>In generale, la legge n. 243 del 2012 fa spesso ricorso al rinvio mobile. Il rafforzamento dei vincoli procedurali alla manovra di finanza pubblica, attraverso i numerosi rinvii mobili della legge rinforzata alla normativa europea, mostra ancora una volta come siano profondamente cambiate le modalità di esercizio della potestà di bilancio, che non si svolge più solo nel contesto nazionale. Come è stato detto "il sistema delle norme non reca in sé gli strumenti cognitivi per ricostruire con precisione il funzionamento della regola, ma necessita di una integrazione riferita esplicitamente alla filiera delle fonti regolamentari comunitarie (rinvio recettizio mobile)". Cfr. BERGONZINI, *Parlamento e decisioni di bilancio*, Milano, 2014, p. 14.

<sup>17</sup>Si realizza per questa via un procedimento parlamentare euro-nazionale. Come si nota in IBRIDO e LUPO, *Le deroghe al divieto di indebitamento tra Fiscal Compact e articolo 81 della Costituzione*, cit., p. 227, il ruolo cardine del procedimento viene assegnato al Governo, chiamato ad assumersi le principali responsabilità, in dialogo con le istituzioni dell'Unione europea e in particolare con la Commissione. C'è da segnalare, come notano gli stessi Autori, che nel corso dell'esame del DEF 2014 sono state proposte diverse interpretazioni di quest'ultima disposizione. L'interpretazione accolta nella prassi, e che era stata sostenuta dal Governo è quella per cui l'art. 6 della legge n. 243 del 2012 richiede solamente una comunicazione alla Commissione europea senza che quest'ultima "sia tenuta a formulare alcun tipo di parere, in quanto mancherebbe sia la cornice giuridica di riferimento sia un provvedimento cogente che determini l'effettivo scostamento, posto che il DEF riveste la natura di esclusivo documento programmatico" (così il Vice Ministro Morando: v. A.S., V Commissione, res. somm., 17/04/2014, p. 3 s.).



che indichi la misura e la durata dello scostamento, stabilisca le finalità alle quali destinare le risorse disponibili in conseguenza dello stesso e definisca il piano di rientro verso l'obiettivo programmatico, commisurandone la durata alla gravità degli eventi.

Tramite queste procedure sono state approvate, nel 2020, cinque autorizzazioni allo scostamento di bilancio: con queste risorse sono stati finanziati i vari atti con forza di legge per sostenere le categorie produttive e i lavoratori maggiormente colpiti dalla crisi e dalle misure restrittive.

2.1. Il Governo ha trasmesso una lettera, il 5 marzo 2020, alla Commissione UE, riferendo sull'evoluzione dell'emergenza sanitaria e sulle misure già assunte e facendo presente di aver deciso di adottare una serie di misure di sostegno per l'economia e per stanziamenti per il servizio sanitario nazionale, la protezione civile e le forze di sicurezza, del valore di circa 6,3 miliardi di euro. Il Governo ha chiesto inoltre di considerare il pacchetto di emergenza come una spesa *una tantum*, come tale da non computare ai fini del saldo strutturale<sup>18</sup>. Con la lettera di risposta trasmessa il 6 marzo, il Vice Presidente della Commissione europea Dombrovskis e il Commissario per l'Economia Gentiloni hanno fatto presente che le spese "*one-off*", effettuate in risposta al manifestarsi del contagio, sono escluse per definizione dal computo del saldo strutturale e non prese quindi in considerazione per verificare il rispetto dello sforzo di bilancio richiesto.

Alla luce dell'evoluzione dell'emergenza il Governo ha poi trasmesso, l'11 marzo, una Relazione integrativa, sempre ai sensi dell'articolo 6, comma 5, della legge n. 243 del 2012, che si è resa necessaria alla luce delle ulteriori misure adottate d'urgenza con il decreto del Presidente del Consiglio del 9 marzo.

---

<sup>18</sup>Il deficit strutturale corrisponde al deficit netto corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure straordinarie. Viene utilizzato per isolare le variazioni del saldo di bilancio che sono indotte dalle oscillazioni del ciclo economico e che non possono pertanto essere attribuite all'azione discrezionale dei Governi. L'impegno preso nella riforma della *governance* economica europea è quello del bilancio in pareggio, ma il pareggio è riferito all'azzeramento dell'indebitamento netto strutturale e non all'indebitamento netto nominale.

Complessivamente, sentita la Commissione europea, la richiesta di autorizzazione all'ulteriore ricorso all'indebitamento, aggiuntiva rispetto a quanto indicato nella Relazione al Parlamento del 5 marzo, è incrementata di 13,75 miliardi di euro da utilizzare nel corso del 2020 in relazione all'ulteriore diffondersi dell'epidemia da Covid-19. Considerata anche la precedente richiesta di autorizzazione, l'obiettivo programmatico di indebitamento netto potrà pertanto aumentare fino a 20 miliardi di euro, corrispondenti a circa 1,1 punti percentuali di PIL.

Come è noto, l'impiego della procedura di cui all'art. 81, secondo comma, Cost. non è un fatto nuovo: si tratta, infatti, della stessa procedura che è stata utilizzata per ricorrere a maggiore indebitamento in tutti gli anni dal 2014 ad oggi, in genere in occasione dell'approvazione parlamentare del Documento di economia e finanza (DEF) o della Nota di aggiornamento al DEF (NADEF)<sup>19</sup>. Rispetto alle richieste di maggiore indebitamento passate, tuttavia, una prima novità risiede nel fatto che stavolta l'autorizzazione allo scostamento di bilancio non è stata abbinata né al DEF né alla NADEF, ma si tratta di un aggiornamento della richiesta già autorizzata dal Parlamento in occasione della NADEF 2019: questo dà la misura di quanto siano state eccezionali le circostanze (e di quanto, forse, non lo fossero quelle precedenti). Solo un'altra volta il Governo aveva richiesto l'autorizzazione non in abbinamento al DEF o alla NADEF: ci si riferisce, in particolare, al caso del dicembre del 2016, in occasione della crisi del Monte dei Paschi di Siena e della necessità di mettere in sicurezza il sistema bancario attraverso il varo del c.d. decreto "salva-risparmio"<sup>20</sup>. Tuttavia, in quel caso, la fattispecie era in parte diversa, poiché il Governo aveva utilizzato l'art. 6, comma 6, della legge n. 243 del 2012: disposizione che consente di ricorrere all'indebitamento per realizzare operazioni relative alle partite finanziarie al fine di fronteggiare gli eventi straordinari.

---

<sup>19</sup>Cfr. Dossier Servizi studi e Servizi del bilancio di Camera e Senato, *Aggiornamento del piano di rientro verso l'Obiettivo di Medio Termine*, XVIII leg., 11 marzo 2020, pp. 2-3.

<sup>20</sup>Il Governo Gentiloni ha richiesto l'autorizzazione ex art. 81, c. secondo comma, Cost. per reperire 20 miliardi di euro attraverso operazioni di emissione di titoli del debito pubblico. Sono state così individuate le risorse per la copertura finanziaria degli interventi previsti dal decreto-legge n. 237 del 2016 (poi convertito, con modificazioni, dalla legge n. 15 del 2017), recante disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio.

Non è questa la sede per ripercorrere le passate richieste di autorizzazioni allo scostamento di bilancio: basti dire come, in generale, il Governo aveva dato un'interpretazione piuttosto ampia della clausola degli eventi eccezionali<sup>21</sup> (si pensi al sisma del 24 agosto 2016 nel Centro Italia, quando il Governo ha richiesto alle Camere l'autorizzazione a ricorrere all'indebitamento al fine di affrontare con strumenti eccezionali non solo la ricostruzione delle zone colpite dal sisma ma anche la realizzazione di un piano organico di messa in sicurezza del territorio nazionale, destinando risorse al contrasto del dissesto idrogeologico e alla messa in sicurezza degli edifici<sup>22</sup>).

Sono stati dunque già numerosi i casi in cui si è fatto ricorso alle deroghe riguardanti l'indebitamento. Qualche dubbio in più, tuttavia, rimane sul fatto che quelle deroghe siano state utilizzate in linea con il principio costituzionale di sostenibilità del debito pubblico. Dal 2014 in poi, infatti, il debito pubblico italiano ha continuato a crescere<sup>23</sup>. Il fatto che la legge "rinforzata" non abbia vincolato il nuovo indebitamento o il deficit "permesso" dall'UE all'obbligo di finanziare investimenti implica che il decisore politico ha avuto ancora la possibilità di indebitarsi per finanziare spese correnti<sup>24</sup>, ed eventualmente anche per realizzare politiche economiche di stampo, per così dire, "pre-elettoralistico"<sup>25</sup>. Questo ha

---

<sup>21</sup>Cfr. Ufficio Parlamentare di Bilancio, *Rapporto sulla programmazione di bilancio 2016*, pp. 51-52.

<sup>22</sup>Cfr. IBRIDO, *Coordinamento delle decisioni di bilancio e sostenibilità del debito pubblico: ragionando sulla costituzione economica in trasformazione*, cit., p. 145.

<sup>23</sup> Nel dicembre del 2013, il debito pubblico italiano era pari a 2.068 miliardi di Euro (pari al 129% del rapporto debito/PIL) mentre alla fine del 2016 si è attestato a 2.217 miliardi di Euro (132,8% del rapporto debito/PIL) ed è arrivato, infine, al 135,7% del PIL nel 2019. Come si nota anche in R. IBRIDO, *Coordinamento delle decisioni di bilancio e sostenibilità del debito pubblico: ragionando sulla costituzione economica in trasformazione*, cit., p. 141: "in effetti, dall'esercizio finanziario 2014 in poi, l'Italia ha potuto avvalersi di non trascurabili margini di flessibilità sia sul deficit sia sul rapporto debito-PIL, sicché il debito italiano non solo non è diminuito, ma ha continuato a crescere sensibilmente".

<sup>24</sup>In questi termini sia IBRIDO e LUPO, *Le deroghe al divieto di indebitamento tra Fiscal Compact e articolo 81 della Costituzione*, cit., p. 244 sia SAITTO, "Costituzione finanziaria" ed effettività dei diritti sociali nel passaggio dallo "stato fiscale" allo "stato debitore", in *Rivista AIC*, n. 1, 2017, spec. p. 13 s.

<sup>25</sup>Cfr. IBRIDO e LUPO, *Le deroghe al divieto di indebitamento tra Fiscal Compact e articolo 81 della Costituzione*, cit., p. 244. Sul punto v. anche BOGGERO, "Kicking the Can Down the Road" *Deferring Fiscal Adjustment as a Premise for Italian Budgetary Populism*, in *Italian Populism and Constitutional Law. Strategies, Conflicts and Dilemmas*, a cura di DELLEDONNE, MARTINICO,

portato l'Italia ad affrontare una crisi (epocale) con alle spalle un debito pubblico abnorme e che – come sottolineato poc'anzi – ha limitato gli spazi di bilancio per reagire ad uno shock esterno.

Ad ogni modo, il Governo ha presentato al Parlamento la Relazione predisposta ai sensi dell'art. 6, comma 5, della legge n. 243 del 2012: nella Relazione il Governo ha illustrato l'aggiornamento del piano di rientro verso l'Obiettivo di medio termine, in relazione agli interventi per fronteggiare l'emergenza Covid-19. Piano di rientro che, per l'appunto, era già stato autorizzato dal Parlamento con l'approvazione della Relazione allegata alla NADEF 2019<sup>26</sup>. Peraltro, vi è stata anche una limitata attività conoscitiva delle Commissioni bilancio di Camera e Senato sulla Relazione governativa, che si è sostanziata, in particolare, in una audizione (presso le Commissioni bilancio riunite di Camera e Senato) in videoconferenza del Ministro dell'Economia e delle Finanze Gualtieri mercoledì 11 marzo 2020. La discussione e il voto parlamentare – in condizioni non ordinarie<sup>27</sup> – si sono concentrati lo stesso 11 marzo. Le Camere hanno pertanto approvato le risoluzioni di maggioranza sulla Relazione del Governo, autorizzando in tal modo il Governo a stanziare fino a 25 miliardi di euro<sup>28</sup>. Il Governo ha così adottato il decreto-legge n. 18 del 2020<sup>29</sup>, c.d. "Cura Italia" facendo ricorso alle risorse

---

MONTI, PACINI, Cham, 2019, p. 153 s. Come si nota in IBRIDO, *Coordinamento delle decisioni di bilancio e sostenibilità del debito pubblico: ragionando sulla costituzione economica in trasformazione*, cit., pp. 141-142: "la nuova disciplina costituzionale consente di ricorrere al credito anche per finalità chiaramente non 'keynesiane'. La scelta di svincolare le risorse recuperate attraverso il debito dall'obbligo di finanziare spese di investimento pone seri dubbi in una prospettiva di equità intra- e inter-generazionale, finendo per mettere in discussione la capacità della spesa pubblica di assolvere ai compiti che le sarebbero propri, incluso quello di contribuire alla riduzione delle disuguaglianze".

<sup>26</sup> Che era stata approvata con maggioranza assoluta e tramite risoluzioni il 9 ottobre 2019 dal Senato della Repubblica e il 10 ottobre 2019 dalla Camera dei deputati. Sul punto, sia consentito un rinvio a BARTOLUCCI, *Osservazioni a prima lettura sulla Nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza 2019*, in *Osservatorio AIC*, fasc. 6, 2019, p. 132 s., spec. p. 144 s.

<sup>27</sup> Cfr. CURRERI, *Il Parlamento nell'emergenza*, in *Osservatorio AIC*, 12/05/2020, p. 214 s. e LUPO, *L'attività parlamentare in tempi di coronavirus*, in *Forum dei Quad. Cost.*, n. 2, 2020, p. 121 s.

<sup>28</sup> In particolare, sono state approvate due risoluzioni identiche e molto brevi: alla Camera la risoluzione Crippa, Delrio, Boschi e Maroni n. 6-00103 e al Senato la risoluzione 6-00102, n. 1, testo 2, Perilli, Marcucci, De Petris, Faraone, Steger.

<sup>29</sup> Recante "Misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19".

autorizzate dalle Camere l'11 marzo 2020<sup>30</sup>.

2.2. Il 24 aprile 2020 il Consiglio dei Ministri ha approvato il Documento di Economia e Finanza 2020. Il DEF 2020 riporta anzitutto le previsioni economico-finanziarie: in particolare, in considerazione della caduta della produzione e dei consumi, la previsione ufficiale del PIL per il 2020, che risaliva alla Nota di Aggiornamento al DEF del settembre 2019, è stata abbassata da un aumento dello 0,6% ad una contrazione dell'8%<sup>31</sup>. Peraltro, il DEF prevedeva anche un nuovo possibile *lockdown* e gli effetti che avrebbe sull'economia, causando almeno altri 2,3 punti percentuali di PIL in meno (se si tratterà di *lockdown* globale, di altri 2,7).

Va segnalato che ci si è trovati di fronte a un DEF sostanzialmente incompleto. Infatti, coerentemente con l'orientamento espresso anche da altri Paesi europei e alla luce delle linee guida riviste della Commissione Europea, si è deciso di posporre la presentazione del Programma Nazionale di Riforma e dei principali allegati<sup>32</sup>. Non solo: il DEF ferma l'orizzonte alla fine del 2020 anziché, come di consueto, nell'arco dei successivi tre anni.

Insieme al DEF è stata presentata la nuova Relazione per l'ulteriore scostamento di bilancio. La Relazione, in particolare, riferisce che il 20 marzo 2020 la Commissione Europea ha disposto l'applicazione della *general escape clause* per l'anno in corso, al fine di definire il necessario spazio di manovra fiscale nell'ambito del bilancio dei Paesi membri, indispensabili al sostenimento delle spese sanitarie da sostenersi per l'emergenza epidemiologica e per il contrasto degli effetti recessivi sulle economie europee della diffusione del Covid-19, per cui ciò dovrebbe

---

<sup>30</sup> Sul decreto-legge c.d. "cura Italia", v. *Il decreto Cura Italia: un commento dell'Osservatorio CPI*, in *Osservatorio conti pubblici italiani*, 19/03/2020. Prima del decreto-legge n. 18 del 2020, il Governo aveva dapprima – il 31 gennaio 2020 – attivato il c.d. "stato di emergenza sanitario" ex art. 7, c. 1, lett. c), del d. lgs n. 1 del 2018, per poi approvare i decreti-legge n. 6 del 2020 (poi convertito dalla l. n. 13 del 2020, che ha dato peraltro una qualche copertura alle misure sub-legislative che si sono poi susseguite: in particolare i DPCM del 23 febbraio e del 4, 8, 9 e 11 marzo 2020), poi i decreti-legge nn. 9, 11 e 14 del 2020.

<sup>31</sup> Questa nuova previsione sconta una caduta del PIL di oltre il 15% nel primo semestre ed un successivo rimbalzo nella seconda metà dell'anno.

<sup>32</sup> Cfr. European Commission, *Guidelines for a streamlined format of the Stability and Convergence Programmes in light of the COVID-19 outbreak*, Brussels, 6 April 2020.

determinare una temporanea deviazione dal percorso di aggiustamento verso l'Obiettivo di medio termine, a condizione che non venga compromessa la sostenibilità fiscale nel medio periodo.

Con la nuova Relazione si richiede l'autorizzazione al ricorso all'indebitamento per l'anno 2020 di 55 miliardi di euro. In particolare, in considerazione della natura degli interventi programmati, l'effetto sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche previsto è di 65 miliardi di euro nel 2020, 25 miliardi nel 2021 e pari all'indebitamento netto in ciascuno degli anni successivi. Sul saldo netto da finanziare del bilancio dello Stato, in termini di competenza e in termini di cassa, gli effetti del decreto ammontano a 155 miliardi nel 2020, 25 miliardi nel 2021 e risultano pari a quelli indicati in termini di indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche in ciascuno degli anni successivi. Quanto al livello del debito pubblico, lo stesso è previsto attestarsi al 155,7 per cento del PIL nel 2020 e al 152,7 per cento del PIL nel 2021<sup>33</sup>.

L'Assemblea del Senato ha approvato il 30 aprile 2020 la proposta di risoluzione presentata dalla maggioranza sul DEF (Doc. LVII, n. 3), con 161 voti favorevoli, 112 contrari e 1 astenuto, e la proposta di risoluzione n. 101 della maggioranza sulla Relazione sullo scostamento di bilancio con 276 voti favorevoli, 1 contrario e nessun astenuto. Lo stesso è avvenuto presso la Camera dei deputati. Maggioranza e opposizione hanno votato insieme a favore dello scostamento di bilancio chiesto dal Governo: 512 voti favorevoli, un solo voto contrario e nessun astenuto. Si è pertanto ripetuto lo stesso voto unanime dell'11 marzo, ma

---

<sup>33</sup>Inoltre, nel DEF si delinea quella che sarà la maggiore spesa per interessi sul debito. Infatti, si passerà dal 3,3% del PIL previsto nello scenario precedente al 3,7% sia nel 2020 sia nel 2021 (66 miliardi sia quest'anno sia nel prossimo anno). Nel corso della discussione parlamentare, peraltro, le opposizioni hanno tentato di mettere in difficoltà il Governo facendo votare per parti separate, ai sensi dell'art. 102, comma 5, del Regolamento, la proposta di risoluzione presentata dalla Lega Nord. In particolare, il sen. Calderoli ha chiesto la votazione per parti separate della proposta di risoluzione che autorizza lo scostamento senza ricorrere al MES. Con la votazione per parti separate il sen. Calderoli ha provato a far votare la seconda parte della sua risoluzione sul MES, in tal modo facendo emergere la divisione della maggioranza sul punto. La Presidente del Senato ha tuttavia ravvisato che la proposta di risoluzione è stata scritta in maniera tale che non presuppone una autonomia delle due parti. Non essendoci un'autonomia concettuale fra le due parti, la Presidente non ha ritenuto che si potesse procedere ad una votazione per parti separate.

limitatamente allo scostamento di bilancio.

Un ultimo punto che sembra opportuno sottolineare riguarda l'abolizione delle clausole di salvaguardia. Nel DEF, infatti, si afferma che il forte aumento dell'imposizione indiretta previsto dalla legislazione vigente a inizio 2021 striderebbe con la fase di difficoltà che il Paese sta attraversando. Il Governo ha pertanto deciso di includere nel nuovo decreto l'eliminazione degli aumenti dell'IVA e delle accise previsti dal 2021. Il fenomeno delle clausole di salvaguardia ha riguardato lo spostamento degli oneri delle misure al futuro: si tratta di una delle tecniche con le quali si è impedita l'affermazione, nelle decisioni di bilancio, del principio di responsabilità politica, che insieme a quello di equità intergenerazionale, rappresentano due dei principi che la stessa Corte costituzionale ha legato al bilancio, da ultimo nella sent. n. 18 del 2019<sup>34</sup>. A ben vedere, si tratta di una fine ingloriosa per le clausole di salvaguardia, *escamotage* che è stato in questi anni un elemento di scarsa credibilità della previsione di finanza pubblica che la Commissione europea non ha mai considerato nelle proprie previsioni "a politiche invariate" e, quindi, nei parametri utilizzati per la valutazione del Programma di Stabilità<sup>35</sup>.

Facendo ricorso alle risorse autorizzate ad aprile, il Governo ha adottato il decreto-legge n. 34 del 2020 (c.d. decreto Rilancio). A cavallo tra aspetti politico-istituzionali e scelte economiche c'è da fare qualche considerazione sul decreto Rilancio. Non solo è stato adottato con un certo ritardo (doveva inizialmente essere denominato "decreto-Aprile", poi "decreto-Maggio", infine "decreto-Rilancio"), ma c'è anche da segnalarne almeno la sua ampiezza: 266 articoli per un totale di 1051 commi, circa 600 rinvii ad altre leggi, un centinaio di rimandi a provvedimenti attuativi, tra decreti del Presidente del Consiglio, ministeriali, convenzioni e

---

<sup>34</sup>Sulla sentenza n. 18 del 2019, SAITTA, *Dal bilancio quale 'bene pubblico' alla 'responsabilità costituzionale e democratica' e 'intergenerazionale'*, in *Giur. Cost.*, n. 1, 2019, p. 216 s.; nonché BOGGERO, *La Corte costituzionale mette un freno al deficit spending degli enti locali che danneggia le generazioni presenti e future*, in *Diritticomparati.it*, 1/04/2019.

<sup>35</sup>Camera dei deputati e Senato della Repubblica, Servizi studi e Servizi del bilancio, XVIII leg., dossier su Documento di economia e finanza, doc. LVII, n. 3, aprile 2020, p. 99.



provvedimenti delle Agenzie. Non si può fare a meno di notare una grande disorganicità e complessità, difficilmente rispondente ai canoni della generalità e dell'astrattezza<sup>36</sup>. Inoltre, tale ampiezza del provvedimento è speculare all'eterogeneità delle misure ivi contenute. Mentre nel c.d. "Cares Act" degli USA c'erano meno di cento misure, nel decreto Rilancio ce ne sono circa seicento: invece di fare relativamente pochi provvedimenti generali, ne sono stati fatti molteplici, specifici e settoriali. Ovviamente, non tutti comportano degli oneri, ma aumentano comunque la complessità e, conseguentemente, ne rallentano l'implementazione, a partire dalla necessaria bollinatura della Ragioneria Generale dello Stato e dai numerosi provvedimenti attuativi necessari.

A tal proposito, devono essere almeno segnalati alcuni rilievi sul provvedimento del Comitato per la Legislazione della Camera dei deputati. Nel parere approvato il 27 maggio 2020 il Comitato invita ad un atteggiamento prudenziale di fondo per tutelare la forza del controllo parlamentare, non stabilizzando strumenti emergenziali oltre la durata dell'emergenza stessa. Quest'ultima, infatti, può spiegare le dimensioni del decreto-legge più grande della storia (battendo il recente record del "Cura Italia" di marzo: 127 articoli). Occorre però evitare che questa prassi si stabilizzi perché rende molto più difficile il controllo parlamentare. In secondo luogo, il Comitato sottolinea come vada tutelata l'immediata applicabilità dei testi anche dalla tentazione che può avere il Parlamento, ossia quella di introdurre aggravii procedurali rispetto alle numerose disposizioni di attribuzione di benefici e indennità, intervenendo mentre le norme stanno già trovando attuazione e creando quindi incertezze applicative e ritardi. Non solo: il Comitato sottolinea un'altra procedura anomala sbilanciata sul Governo che rischia di far rideterminare *ex post* il contenuto effettivo di un provvedimento legislativo. L'esempio più rilevante è il comma 8 dell'art. 265 del decreto Rilancio, che dispone che le risorse destinate a ciascuna delle misure previste siano soggette

---

<sup>36</sup>Cfr. SILEONI, *La logica del bonus di partito*, in *Il Mattino*, 15/05/2020. Sul punto, con particolare riferimento al D.L. Rilancio, v. anche COTTARELLI, *Tanta spesa ma pochi investimenti*, in *La Stampa*, 15/05/2020.



ad un monitoraggio da parte del Ministero dell'economia e delle finanze; sulla base degli esiti del monitoraggio, il MEF sarebbe autorizzato ad apportare con propri decreti, sentito il Ministro competente, le occorrenti variazioni di bilancio, provvedendo a rimodulare le predette risorse tra le misure previste dal decreto, ad invarianza degli effetti sui saldi di finanza pubblica. I decreti ministeriali sembrerebbero poter modificare le autorizzazioni legislative di spesa recate dal provvedimento; ma la vigente legislazione contabile consente variazioni compensative solo tra stanziamenti di bilancio non riconducibili a fattore legislativo, mentre per questi ultimi si può intervenire con la legge annuale di bilancio. Qualora si volesse mantenere una modalità flessibile del genere, essa andrebbe compensata con l'espressione di un parere parlamentare "forte" (ad esempio con la procedura del "doppio parere") sugli schemi di decreto<sup>37</sup>.

2.3. La terza autorizzazione al maggiore indebitamento per 25 miliardi è arrivata a fine luglio 2020, quando il Parlamento<sup>38</sup> ha approvato anche (il 29 luglio) le Risoluzioni sul Programma Nazionale di Riforma<sup>39</sup> (n. 6/00124 e n. 6/00126), che prospettavano, tra le altre cose, un coinvolgimento parlamentare sulla predisposizione dei Piani nazionali per la ripresa e la resilienza (PNRR), ora collegati

---

<sup>37</sup>Una misura simile era contenuta nel decreto-legge n. 112 del 2008 recante "Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria". La versione originaria del decreto, in particolare, conteneva un meccanismo di rimodulazione delle poste di bilancio che poteva essere attuata a livello amministrativo (con la possibilità per il Ministero dell'Economia di disporre con proprio decreto la variazione di autorizzazioni legislative di spesa all'interno di uno stesso programma). La facoltà di modificare con atto ministeriale decisioni assunte dal Parlamento con legge di bilancio era un'evidente violazione della riserva di legge *ex* art. 81 Cost. e della divisione dei poteri ad essa sottesa. Per tale motivo il meccanismo ha subito dei correttivi al Senato (peraltro decisi solo a seguito del richiamo del Capo dello Stato).

<sup>38</sup>Al Senato con 170 voti favorevoli, 4 contrari e 133 astensioni; alla Camera i voti a favore sono stati 326, un voto contrario, 222 gli astenuti.

<sup>39</sup>Che in genere viene presentato contestualmente al Programma di Stabilità (sezione I del DEF) e al documento recante l'analisi e le tendenze della finanza pubblica (sezione II del DEF), secondo quanto previsto dalla legge di contabilità e finanza pubblica (legge n. 196 del 2009), entro il 10 aprile di ciascun anno, per l'invio al Consiglio dell'Unione europea e alla Commissione europea entro il 30 aprile. Nel 2020, invece, per effetto della crisi sanitaria ed economica, il PNR è stato trasmesso alle Camere l'8 luglio 2020.

al Semestre europeo<sup>40</sup>.

Il percorso è proseguito in autunno, con la presentazione della Nota di aggiornamento al Documento di Economia e Finanza: un documento contabile-finanziario che diventa col passare degli anni sempre più rilevante. Infatti, riveste un ruolo di primo piano nell'ambito del Calendario comune di bilancio<sup>41</sup> – uno dei più significativi tra i c.d. “procedimenti euro-nazionali”<sup>42</sup> –, così come si è strutturato a partire dal Patto di Stabilità e Crescita del 1997 e poi con la riforma della *governance* economica europea che si è avuta a seguito della crisi economico-finanziaria e dei debiti sovrani nel periodo 2011-2013. Il Calendario comune di bilancio ha lo scopo di coordinare, attraverso un serrato dialogo tra istituzioni europee e nazionali, l'indirizzo politico-finanziario degli Stati membri con il Patto di Stabilità e Crescita, realizzando altresì “un rafforzamento delle sinergie grazie a un più facile coordinamento delle politiche tra gli Stati membri”<sup>43</sup>.

Non solo. Anche per altre ragioni, sia fattuali sia relative alle tempistiche, la Nota di aggiornamento al DEF ha visto aumentare negli anni il suo rilievo. A partire dalle tempistiche, la NADEF sta diventando viepiù importante del documento che

---

<sup>40</sup>Cfr. FASONE, *L'attività di controllo e indirizzo delle Camere sul processo di adozione e di attuazione dello Strumento per la ripresa e la resilienza (SRR) (3/2020)*, in *Osservatorio sulle fonti*, n. 3, 2020.

<sup>41</sup>Il c.d. “semestre europeo”, istituito in risposta alla crisi economico-finanziaria dall'art. 2-bis del regolamento (CE) n. 1466/1997 come modificato dal regolamento (UE) n. 1175/2011 (uno dei regolamenti del *Six-Pack*). Sul semestre europeo, cfr., almeno, ARMSTRONG, *The New Governance of EU Fiscal Discipline*, in *European Law Review*, n. 5, 2013, p. 601 s.; CAPUANO e GRIGLIO, *La nuova governance economica europea. I risvolti sulle procedure parlamentari italiane*, in *Il sistema parlamentare euro-nazionale. Lezioni*, a cura di LUPO e MANZELLA, Torino, 2014, p. 227 s., spec. 231 s.

<sup>42</sup>Proprio le vicende della recente approvazione della legge di bilancio per il 2019 hanno anzitutto confermato il carattere euro-nazionale del procedimento di bilancio. In questi termini RIVOSECCHI, *Manovra di bilancio 2019: la rientrata procedura di infrazione per debito eccessivo*, in *Quad. Cost.*, n. 1, 2019, p. 155. Sulle procedure euro-nazionali cfr. MANZELLA e LUPO (a cura di), *Il sistema parlamentare euro-nazionale*, cit.; LUPO e PICCIRILLI, *The Italian Parliament and the New Role of National Parliaments in the European Union*, in *The Italian Parliament in the European Union*, a cura di ID., Oxford, 2017, p. 1 s. In generale, i procedimenti euro-nazionali sono procedure disciplinate in parte da norme europee, in parte da norme nazionali e nelle quali sono coinvolte sia istituzioni europee, sia nazionali.

<sup>43</sup>Così il *Considerando* n. 12 del Regolamento (UE) N. 473/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona euro.

intende aggiornare – il DEF – poiché si pone a ridosso della sessione di bilancio. Questa vicinanza temporale con la sessione di bilancio vera e propria gli consente di essere più vicina, nei contenuti, al Documento Programmatico di Bilancio e al disegno di legge di bilancio e, dunque, più “veritiera” e più contigua alle decisioni che ci si appresta a prendere in sede nazionale. Inoltre, questa vicinanza temporale permette alla NADEF di essere presa più sul serio rispetto al DEF. Infatti, a leggere i resoconti delle sedute parlamentari nelle quali si discute il DEF, si può notare immediatamente come l’attenzione dei parlamentari si concentri più sulla polemica politica che non sulle scelte concrete di politica economica che già nel DEF dovrebbero essere abbozzate, in linea con la lettera e lo spirito del Calendario comune di bilancio. Questa sorta di sottovalutazione dei contenuti del DEF può essere visto come uno dei fattori alla base della trascuratezza con la quale si apprendono (almeno in Italia) le Raccomandazioni Specifiche per Paese che, invece, sono quegli indirizzi di massima, di tipo anche qualitativo, che dovrebbero orientare le priorità di politica economica e di riforma degli Stati membri e che sono destinati a diventare sempre più centrali nell’ambito delle risorse del *Next Generation EU*.

Anche per un’altra ragione la NADEF sta diventando più rilevante del DEF. Venendo agli elementi fattuali, si può dire che la NADEF stia acquisendo maggiore peso per via del fatto che spesso, come l’esperienza italiana dimostra, i sei mesi che passano dal DEF alla NADEF sono carichi di eventi, anche di natura politica, che cambiano il quadro entro il quale quei due documenti sono approvati dal Governo prima e dalle Camere poi. Si pensi, in primo luogo, agli “sfasamenti” di natura politica che si sono registrati sia nel 2018 sia nel 2019: nel primo caso, per via delle elezioni politiche del marzo 2018, che hanno portato il nuovo governo ad approvare la NADEF che, in quel caso, è stato una sorta di DEF posticipato. Nel secondo caso, per via della crisi agostana del Governo c.d. “giallo-verde”, che aveva scritto il DEF e che ha portato un nuovo Governo, appena insediatosi, a varare la NADEF. Anche nel 2020, tuttavia, i mesi tra DEF e NADEF sono stati carichi di eventi: ci si riferisce, ovviamente, alla pandemia che ha investito l’intero globo e che ha modificato

inevitabilmente in pochi mesi anche gli scenari e le previsioni economico-finanziarie.

Peraltro, in questa fase, la NADEF sembra cambiare – in qualche modo – la sua funzione. Trattandosi, infatti, di uno snodo cruciale del Calendario comune di bilancio, ha l'obiettivo di coordinare l'indirizzo politico-finanziario degli Stati membri con il Patto di Stabilità e Crescita. Posto che il Patto è, al momento, sospeso, per certi versi la NADEF perde una delle sue principali funzioni: cioè quella di fare da cornice – qualitativa ma, soprattutto, quantitativa, aggiornando le stime e le previsioni contenute nel DEF – entro la quale iscrivere subito dopo il Documento Programmatico di Bilancio e il disegno di legge di bilancio. Eppure, non solo è quanto mai necessaria, a causa dell'inevitabile aggiornamento delle stime e delle previsioni economiche rispetto a quelle di aprile 2020, ma sarà anche il quadro – insieme al DEF 2021 – entro il quale si andrà poi a negoziare con le istituzioni europee per le risorse del *Next Generation EU*. Così, a ottobre 2020 è stata presentata e discussa la NADEF e una quarta autorizzazione ex art. 81, secondo comma, Cost. ai sensi dell'art. 6 della legge n. 243 del 2012. La NADEF 2020, in particolare, definisce il perimetro di finanza pubblica nel quale si iscriveranno le misure della legge di bilancio per il 2021 e delinea uno scenario di finanza pubblica che incorpora parte delle risorse europee che saranno messe a disposizione dal *Next Generation EU*<sup>44</sup>.

Nella NADEF 2020 si possono ritrovare alcuni “classici” delle previsioni italiane di finanza pubblica: in particolare, si evidenzia come nel 2021 i saldi di finanza pubblica non saranno soddisfacenti, ma dall'anno successivo inizierà la

---

<sup>44</sup>La Nota di aggiornamento al DEF 2020 definisce un profilo programmatico dell'indebitamento netto pari a -7% del PIL nel 2021, -4,7% nel 2022 e -3% nel 2023 a fronte di un quadro tendenziale di -5,7% del PIL nel 2021, -4,1 nel 2022 e -3,3% nel 2023. Il Governo intende utilizzare questo spazio fiscale, con la legge di bilancio 2021-2023, per interventi di natura fiscale, l'adozione di misure per il sostegno e lo sviluppo delle imprese, interventi per la salvaguardia dell'occupazione e il rilancio degli investimenti pubblici e privati, nonché consentire l'utilizzo delle risorse stanziati ed eventualmente non erogate nel corso del corrente anno con i provvedimenti adottati in risposta alla crisi pandemica. Il Senato ha approvato la risoluzione di maggioranza sullo scostamento di bilancio con 165 voti favorevoli, 121 gli astenuti e 3 contrari. La Camera ha approvato lo scostamento con 325 voti favorevoli, gli stessi della votazione successiva sulla NADEF.

discesa del rapporto debito-PIL, grazie ad una crescita nominale che eccede il costo medio del debito. A ben vedere, si tratta di una previsione ricorrente, ma che non si è mai realizzata, posto che il Paese sembra incapace di crescere più del costo medio del debito. In questo caso, la giustificazione di tali previsioni di crescita è basata proprio sul pieno utilizzo delle risorse rese disponibili con il *Next Generation EU*: “gli interventi aggiuntivi che il Governo si appresta a realizzare nell’ambito del piano di rilancio europeo, insieme a quelli previsti con la prossima manovra di bilancio, consentiranno di innalzare il tasso di crescita dell’economia, nel breve periodo, e il livello del PIL potenziale, nel medio-lungo termine, con un beneficio permanente sulla dotazione infrastrutturale del Paese, sulle prospettive economiche e di sviluppo e sulla sostenibilità delle finanze pubbliche”<sup>45</sup>. Le previsioni macroeconomiche sono incerte a tal punto da spingere il Governo a delineare cinque diversi scenari nella NADEF 2020. Queste le variabili: nuove misure restrittive, peggioramento del commercio mondiale, aumento del cambio euro-dollaro, del prezzo del petrolio e dello spread. Nella Nota si era prevista, peraltro, la possibilità di una seconda ondata: in quel caso si era affermato che il PIL sarebbe potuto scendere fino al meno 10,5% nel 2020.

Ancora, un’ulteriore autorizzazione allo scostamento di bilancio, di 8 miliardi di euro, è stata approvata il 26 novembre 2020<sup>46</sup>. In questa occasione, così come per il primo scostamento di bilancio, si è potuta registrare una maggioranza molto più ampia rispetto a quella di Governo<sup>47</sup>. Al contrario, nel secondo e nel quarto scostamento le opposizioni hanno votato contro e nel terzo si sono astenute, facendo permanere alcuni dubbi sul requisito della maggioranza assoluta di cui all’art. 81, secondo comma, Cost. Da una parte, infatti, rischia di creare difficoltà nel momento in cui le risorse sono davvero necessarie, dall’altra non riesce a prendere in considerazione le finalità con le quali si richiede maggiore indebitamento.

---

<sup>45</sup>Relazione al Parlamento 2020, presentata dal Presidente del Consiglio dei Ministri Conte e dal Ministro dell’economia e delle finanze Gualtieri al Consiglio dei Ministri del 5 ottobre 2020, p. 3.

<sup>46</sup>Risorse destinate in parte a finanziare ulteriori misure per i ristori delle categorie più colpite e per rafforzare la dotazione complessiva a beneficio della legge di bilancio.

<sup>47</sup> Al Senato con 278 sì, 4 astenuti e 4 contrari; e alla Camera con 552 voti a favore, nessun contrario e 6 astenuti.

Infine, va evidenziato come la manovra di bilancio 2020 non possa essere paragonabile a nessun'altra della storia repubblicana. La manovra, infatti, è stata preceduta e accompagnata da una serie senza precedenti di decreti-legge economici, che si sono resi necessari per fronteggiare le conseguenze della pandemia e che hanno visto anch'essi, nel loro *iter* di conversione in legge, una degenerazione legislativa (ci si riferisce al caso dei cc.dd. "decreti Minotauro"<sup>48</sup>). Questo affastellamento di misure, per quanto possibile, ha comportato uno svuotamento ancora maggiore della legge di bilancio rispetto al passato e, nonostante questo, si è comunque proceduto, anche nel 2020, col trittico legge di bilancio, decreto-legge fiscale, decreto "milleproproghe"<sup>49</sup>.

Il disegno di legge di bilancio è stato peraltro presentato con un mese di ritardo rispetto al termine del 15 ottobre, e l'*iter* parlamentare è iniziato con lo stralcio (dovuto alla presenza di norme ordinamentali o microsettoriali) di numerosi articoli del testo della manovra presentato dal Governo. Un *iter* partito dunque in forte affanno e che ha portato – ancora una volta – la Camera a lavorare con tempi compressi e il Senato a non poter fare altro che approvare in via definitiva il testo a scatola chiusa: si tratta di un'ulteriore degenerazione della sessione di bilancio, che ormai sussiste dal 2018. Se, in particolare, quella del 2018 era sembrata il punto più

---

<sup>48</sup>Si tratta della prassi dei cc.dd. decreti Minotauro, cioè decreti che ne assorbono altri, precedenti o successivi, durante l'*iter* di conversione. Questa prassi comporta due conseguenze negative: in primo luogo, vi è una minore comprensibilità dei testi per i cittadini e, in secondo luogo, fa restringere i tempi per l'esame parlamentare perché il decreto-legge entrato in vigore per primo può essere solo modificato dalla prima Camera e ratificato dalla seconda. Quindi questa tecnica, obbligando ad attendere un nuovo decreto per assorbire i successivi o per decidere di inglobare i precedenti, è una delle principali cause del c.d. monocameralismo di fatto. Si tratta di un modo di procedere che è stato costantemente censurato nei suoi pareri dal Comitato per la legislazione, ma che tuttavia pare in consolidamento: nella XVIII Legislatura. Sono stati peraltro approvati due ordini del giorno (C. 2835 – decreto-legge n. 172 del 2020, ordini del giorno nn. 9 e 10), provenienti dal Comitato per la legislazione, che chiedono al Governo di limitare a trenta giorni la durata dei DPCM e l'utilizzo dei decreti Minotauro.

<sup>49</sup>Cfr. RIVOSECCHI, *Il bilancio nel diritto pubblico italiano*, in *Nomos-Le attualità nel diritto*, n. 3, 2020, p. 24: "il decreto-legge c.d. 'fiscale' e il decreto-legge c.d. 'proroga termini' che, assieme alla legge di bilancio, compongono ormai un vero e proprio 'trittico' in cui si articola la manovra finanziaria". Sui decreti-legge "fiscali", cfr. CATANI, *Dai provvedimenti "collegati" ai provvedimenti "paralleli" alla manovra di finanza pubblica: il decreto-legge "fiscale"*, in *Osservatorio sulle fonti*, n. 3, 2020, p. 1558 s.

basso delle procedure parlamentari di bilancio<sup>50</sup>, anche la sessione del 2019 era stata peculiare, posto che il disegno di legge di bilancio era stato – nei fatti – esaminato da una sola camera. Anche nel 2020 è avvenuto lo stesso, con un ramo del Parlamento che ha esaminato e discusso il disegno di legge di bilancio e l'altro che ha esaminato e discusso il decreto-legge c.d. "fiscale". Si tratta ormai di quella che è divenuta una vera e propria prassi. Sulle decisioni importanti, infatti, "i due rami del Parlamento si dividono il lavoro, alternandosi: una volta uno approva e l'altro ratifica, la volta successiva avviene il contrario"<sup>51</sup>, in una sorta di monocameralismo di fatto (in qualche modo avallato anche dalla Corte costituzionale<sup>52</sup>).

Per quanto riguarda i contenuti, la legge di bilancio per il 2021 è di 39 miliardi tra aumenti di spesa tagli di tasse, pari al 2,3% del PIL ed è finanziata da 15 miliardi derivanti da anticipi del *Next Generation EU* e da oltre 24 miliardi di indebitamento). Va evidenziato come alcune misure incluse nella manovra avranno effetti permanenti sui conti pubblici, senza che siano previste misure compensative neppure oltre il 2021 e dunque tali misure continueranno a pesare sui conti pubblici anche oltre il 2021<sup>53</sup>. Si tratta di un fenomeno che si è potuto registrare già negli ultimi anni e che causa un forte irrigidimento del bilancio pubblico<sup>54</sup>: in tal senso, le misure di spesa precedentemente approvate continuano a generare spesa<sup>55</sup>, con delle inevitabili ripercussioni sulle coperture della manovra. Infatti, tale

---

<sup>50</sup>Cfr., sul punto, RIVOSECCHI, *Manovra di bilancio 2019*, cit., p. 155; BERGONZINI, *Manovra di bilancio 2019: quando si finisce col fare a meno del Parlamento*, in *Quad. Cost.*, n. 1, 2019, p. 162.

<sup>51</sup>Cfr. CASSESE, *Ideali mandati in soffitta, così la politica è fragile*, in *Corriere della Sera*, 10/01/2021.

<sup>52</sup>V. ordinanza n. 60 del 2020, laddove la Corte ha considerato come uno dei motivi di inammissibilità del ricorso il fatto che la contrazione dell'esame del disegno di legge di bilancio alla Camera sia stato dovuto al fatto che la stessa Assemblea aveva trattato il decreto-legge fiscale. La Corte sembra dunque fare una compensazione tra l'esiguo tempo avuto dalla Camera per l'esame del disegno di legge di bilancio e il maggior tempo che invece ha avuto per la trattazione del decreto-legge fiscale, che la stessa Corte ha considerato "parte sostanziale della manovra finanziaria".

<sup>53</sup>Cfr. COTTARELLI, *Una manovra a corto raggio*, in *La Repubblica*, 20/10/2020.

<sup>54</sup>Sul punto, sia consentito un rinvio a BARTOLUCCI, *La sostenibilità del debito pubblico in Costituzione*, cit., p. 338 s.

<sup>55</sup>Cfr. GALLI e GEROTTO, *Quali coperture per la legge di bilancio?*, in *Osservatorio conti pubblici italiani*, 7/10/2019.



irrigidimento comporta un bilancio sempre più ‘piccolo’ e si finisce per essere si è sostanzialmente ‘obbligati’ a ricorrere al deficit. Negli anni che seguiranno la fine dell’emergenza, questo rischia di essere un ulteriore elemento del bilancio pubblico italiano.

3. La risposta delle istituzioni europee, dopo un primo momento di titubanza, non si è fatta attendere, né sul lato fiscale né su quello monetario: è apparso subito chiaro, infatti, che stavolta non sarebbe stata sufficiente l’opera della BCE, ma ci sarebbe stato bisogno anche di una risposta politica e fiscale.

Analizzando in primo luogo le risposte fiscali, c’è da notare come si siano articolate in cinque pilastri: in primo luogo, la sospensione del Patto di Stabilità e Crescita. Peraltro, va segnalato che inizia a nascere un serio dibattito anche su una sua eventuale riforma. Lo ha detto recentemente la presidente della Bce, Christine Lagarde, sostenendo che “i termini del Patto di Stabilità e di Crescita debbano essere rivisti e semplificati prima che si pensi a reintrodurlo, quando saremo usciti da questa crisi”<sup>56</sup>. La stessa proposta dell’*European Fiscal Board* andava verso un Patto di Stabilità più trasparente, con regole più semplici e più intuitive<sup>57</sup>. Si pensi, solo per fare un esempio della complessità attuale del Patto di Stabilità, che, come è stato evidenziato, la riduzione stimata dell’*output gap*, dovuta al più basso PIL potenziale stimato, conduce al peggioramento del saldo di bilancio strutturale anche per il passato. E dunque il coronavirus ha effetti fiscali retroattivi<sup>58</sup>. Come è stato notato, peraltro, “l’ipotesi di un mutamento disciplinare siffatto presupporrebbe l’abbandono, da parte del Tribunale costituzionale federale tedesco della tesi che ritiene ‘indisponibili’ i principi di stabilità dell’euro e

---

<sup>56</sup>In questo senso cfr., da ultimo, DI TARANTO, *Per la ripresa è necessario modificare il patto di stabilità e crescita*, in *LuissOpen*, 4/05/2020.

<sup>57</sup>Sul punto sia consentito un rinvio a BARTOLUCCI, *La riforma delle regole fiscali europee: la proposta dello European Fiscal Board*, in *Forum dei Quad. Cost.*, 9/12/2019.

<sup>58</sup>Cfr. TUCCI, *Il Coronavirus ha effetti retroattivi!*, in *Osservatorio conti pubblici italiani*, 20/05/2020.



dell'autonoma responsabilità di ciascuno Stato per i propri debiti"<sup>59</sup>.

3.1. Analizzando anzitutto le risposte europee alla pandemia di stampo più prettamente politico, bisogna notare come spazi di flessibilità sono insiti nella disciplina del Patto di Stabilità e Crescita così come si è andato strutturando (e interpretando) negli ultimi anni. Gli Stati membri dell'Unione europea sono chiamati a raggiungere e mantenere il proprio Obiettivo di medio termine (*The Medium Term budgetary Objective* – MTO). L'MTO, è bene ricordarlo, è stato introdotto con la riforma del Patto di Stabilità e Crescita operata nel 2005 (PSC-II)<sup>60</sup>. In quell'occasione la principale novità è stata, per l'appunto, l'introduzione di un Obiettivo a medio termine differenziato per ogni singolo Stato membro, al fine di tener conto delle diversità nelle posizioni e negli sviluppi sul piano economico e di bilancio, nonché del rischio finanziario con riferimento alla sostenibilità delle finanze pubbliche, anche a fronte di possibili evoluzioni demografiche. Non solo si erano personalizzati gli obiettivi di finanza pubblica, ma anche l'applicazione concreta delle regole è stata personalizzata di anno in anno. Una volta, infatti, che sono state poste le regole, è arrivato il momento della loro interpretazione da parte delle istituzioni europee: come è stato detto, "pretendere di applicare i Trattati europei ignorando le clausole di flessibilità equivarrebbe a applicare il codice penale per i reati di omicidio ignorando la disciplina della legittima difesa"<sup>61</sup>. Senza qui ripercorrere la storia della flessibilità delle regole di bilancio (a partire dal Piano per una Unione economia e monetaria profonda e genuina, c.d. *Blueprint*<sup>62</sup>; passando per l'art. 16, par. 2, del regolamento (UE) n. 473/13, uno dei regolamenti del Two-

---

<sup>59</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Covid-19. Quale solidarietà, quale coesione nell'UE? Incognite e timori*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 2, 2020, p. 167 s., spec. p. 202.

<sup>60</sup>Cfr. la relazione del 22 marzo 2005 del Consiglio Ecofin intitolata "Migliorare l'attuazione del Patto di stabilità e crescita". Si v. PEREZ, *Il nuovo Patto di stabilità e crescita*, in *Giornale dir. amm.*, n. 7, 2005, p. 777 s. e PATRUNO, *Il "nuovo" Patto di stabilità e crescita tra rilegittimazione istituzionale europea e consenso nazionale*, in *Democrazia e diritto*, fasc. 2, 2005, p. 225 s.

<sup>61</sup>Cfr. BASSANINI, *La riduzione del debito pubblico e il rilancio degli investimenti: il caso italiano*, in *Astrid-Rassegna*, n. 1, 2015, p. 5.

<sup>62</sup>Cfr. European Commission, *A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union. Launching a European Debate*, COM(2012) 777 final/2, 30/11/2012.

*pack*; e, infine, per la Comunicazione della Commissione europea del gennaio 2015 dal titolo “Sfruttare al meglio la flessibilità consentita dalle norme vigenti del Patto di Stabilità e Crescita”<sup>63</sup>), basti dire come oltre alle varie e note clausole sulla flessibilità, nel 2011 si era anche previsto il caso di grave recessione economica della zona euro o dell’intera Unione.

Qui ricadono le conseguenze dell’emergenza Covid-19. In questi casi, nel braccio preventivo, il Consiglio valuta se le misure adottate dagli Stati membri sono sufficienti per conseguire l’Obiettivo di bilancio a medio termine. Inoltre, l’art. 5 del regolamento (CE) n. 1466/97 contempla il caso di condizioni economiche negative inconsuete. Per quanto riguarda il braccio correttivo, l’articolo 3 del regolamento (CE) n. 1467/97 consente di tener conto dell’eventualità di condizioni economiche insolitamente negative. In particolare, si prevede che “anche in caso di grave recessione economica della zona euro o dell’intera Unione il Consiglio può decidere, su raccomandazione della Commissione, di adottare una raccomandazione rivista ai sensi dell’articolo 126, paragrafo 7, TFUE, a condizione che la sostenibilità di bilancio a medio termine non ne risulti compromessa”<sup>64</sup>. Quindi il Patto consente, nei casi di grave recessione economica della zona euro o dell’intera Unione, di adeguare le velocità del risanamento di bilancio per tutti gli Stati membri, purché non sia compromessa la sostenibilità di bilancio a medio termine. L’attivazione della disposizione non implica la sospensione del risanamento di bilancio, quanto piuttosto la ridefinizione del percorso di aggiustamento tenendo conto delle

---

<sup>63</sup>La comunicazione illustra il modo in cui la Commissione intende applicare in maniera più flessibile il Patto di Stabilità al momento della valutazione della conformità degli Stati membri alle norme del Patto. Sono state previste, in questo modo, le ormai celebri clausole sugli investimenti e sulle riforme strutturali.

<sup>64</sup>Più nel dettaglio, la clausola si trova all’art. 5, par. 1, all’art. 6, par. 3, all’art. 9, par. 1, e all’art. 10, par. 3, del regolamento (CE) n. 1466/97 e all’art. 3, par. 5, e all’art. 5, par. 2, del regolamento (CE) n. 1467/97. In particolare, per il braccio preventivo, l’art. 5, par. 1 e l’art. 9 par. 1 del regolamento (CE) n. 1466/97 stabiliscono che “in caso di grave recessione economica della zona euro o dell’intera Unione, gli Stati membri possono essere autorizzati ad allontanarsi temporaneamente dal percorso di aggiustamento verso l’obiettivo di bilancio a medio termine, a condizione che la sostenibilità di bilancio a medio termine non ne risulti compromessa”. Per il braccio correttivo, l’art. 3, par. 5, e l’art. 5, par. 2, stabiliscono che, in caso di grave recessione economica della zona euro o dell’intera Unione, il Consiglio può anche decidere, su raccomandazione della Commissione, di adottare una traiettoria di bilancio rivista.

condizioni specifiche di ogni Paese, in termini sia di sforzo di aggiustamento che di calendario per raggiungere gli obiettivi, al fine di tener conto delle circostanze eccezionali della grave recessione economica della zona euro o dell'intera Unione.

In sintesi, il Patto di Stabilità e Crescita ha al suo interno gli strumenti per affrontare, nel quadro delle regole, situazioni di emergenza come quella del 2020. Tocca poi, ovviamente, ai Governi nazionali far buon uso della flessibilità e delle risorse aggiuntive. In questo quadro, la prima richiesta italiana, nel marzo 2020, di effettuare spesa ulteriore per l'emergenza Coronavirus "non viene considerata in alcun modo un abbandono delle regole per cause di forza maggiore, ma al contrario valutata come manifestazione concreta di ipotesi previste da quelle norme, e dunque da ammettere: interpretando così l'autorizzazione come una decisione compatibile col quadro giuridico esistente"<sup>65</sup>. Aveva ragione chi aveva pronosticato che fosse verosimile che la deroga italiana alle regole di bilancio avrebbe rappresentato molto di più che un isolato allontanamento dal quadro normativo del Patto di Stabilità e Crescita: "è invece assai probabile che la valutazione di scostamento dagli obiettivi di convergenza che si sta compiendo per l'Italia vada a costituire quasi un punto di non ritorno per le *fiscal rules* europee, qualora l'autorizzazione data ora alla nostra Repubblica diventi necessaria per altri Stati membri"<sup>66</sup>.

Così è stato. Il 16 marzo l'Eurogruppo (riunione nella quale era prevista la discussione sulla riforma del MES<sup>67</sup>, poi slittata nell'ordine del giorno al secondo posto, per via dell'emergenza) ha annunciato di aver trovato un accordo sulla risposta economica all'emergenza: in particolare escludendo le misure fiscali nazionali adottate in risposta alla crisi di Covid-19 dal percorso di avvicinamento all'Obiettivo di medio termine e sull'utilizzo della clausola generale di flessibilità del

---

<sup>65</sup>Cfr. BUZZACCHI, *Scostamento di bilancio da coronavirus*, cit.

<sup>66</sup>*Ibidem*.

<sup>67</sup>Sulla riforma del MES cfr. GIANNITI, *La riforma del Trattato istitutivo del MES e la governance economica dell'eurozona*, in *Diritto pubblico*, n. 1, 2020, p. 305 s. Sul percorso procedurale seguito in Italia sia consentito un rinvio a BARTOLUCCI, *Il Parlamento italiano nella vicenda del Meccanismo Europeo di Stabilità: un coinvolgimento con qualche ambiguità*, in *Quad. Cost.*, n. 1, 2020, p. 154 s.

Patto di Stabilità e Crescita per tutti gli Stati membri. Il 17 marzo, i membri del Consiglio europeo hanno tenuto una videoconferenza sulla Covid-19 per dare seguito alle precedenti conclusioni del 10 marzo 2020, insieme alla presidente della BCE, al Presidente dell'Eurogruppo e all'Alto rappresentante. Nelle Conclusioni del Presidente del Consiglio europeo, tra le altre cose, si è sottolineata l'esigenza di prendere tutte le misure necessarie e la necessità di un approccio europeo comune e di uno stretto coordinamento con la Commissione europea.

La Commissione europea ha, dunque, proposto di attivare la *general escape clause* per "sospendere" – di fatto – il Patto di Stabilità e Crescita<sup>68</sup>. La sospensione del Patto è stata proposta dalla Commissione e accordata il 23 marzo 2020 dai Ministri delle finanze degli Stati membri riuniti in videoconferenza. Peraltro, come è stato autorevolmente sottolineato, sebbene sia rimasta formalmente intatta l'attribuzione di tale eccezionale decisione al Consiglio Ecofin, tuttavia quando "la presidente della Commissione l'ha annunciata il 20 marzo, chiedendo seccamente l'*endorsement* dell'Ecofin, nessuno ha dubitato che quel giorno fosse stato emesso una specie di decreto-legge in stato di eccezione, con pieno vigore di fatto"<sup>69</sup>. In tal modo, "l'emergenza ha giocato nel mettere in rilievo di fronte all'opinione pubblica, i poteri di annuncio del Presidente della Commissione, creando sul terreno, relevantissimo nell'Unione, della sua 'costituzione' materiale, una plusvalenza di ruolo istituzionale, difficilmente riscontrabile nelle passate gestioni"<sup>70</sup>.

La sospensione del Patto di Stabilità e Crescita non è stata la sola iniziativa della Commissione europea che, al contrario, ha mostrato un certo attivismo

---

<sup>68</sup>Commissione europea, *Comunicazione della Commissione Al Consiglio sull'attivazione della clausola di salvaguardia generale del patto di stabilità e crescita*, Bruxelles, 20/3/2020 COM(2020) 123 final.

<sup>69</sup>Cfr. MANZELLA, *Nell'emergenza, la forma di governo dell'Unione*, in *Astrid Rassegna*, n. 5, 2020, p. 1.

<sup>70</sup>*Ibidem*, p. 3. L'A., ripercorrendo la cronaca istituzionale sull'elezione della Presidente della Commissione europea, cerca di cogliere gli elementi principali per definire la forma di governo dell'Unione attualmente vigente: "la sua forma di governo è 'parlamentare', con quasi assoluta convergenza di elementi, ma: 'a correttivo presidenziale' (con il Consiglio europeo, appunto, in funzione analoga a quella di un capo di Stato, collettivo). La portata politica delle dichiarazioni della Von der Leyen, nell'acme di una crisi mondiale 'di proporzioni bibliche', è tuttavia quella che le deriva essenzialmente dal fatto della elezione parlamentare" (p. 5).

nell'affrontare l'emergenza: il 13 marzo aveva adottato un'altra Comunicazione<sup>71</sup> con la quale aveva fornito delle prime risposte alla luce dell'impatto macroeconomico e finanziario del Covid-19<sup>72</sup>. Con la stessa Comunicazione la Commissione ha anche proposto di destinare allo sforzo di soccorso 8 miliardi di euro di crediti dei fondi strutturali passati non spesi e 28 miliardi di euro provenienti da fondi non ancora assegnati (0,25% totale del PIL dell'UE). Ancora, un'altra Comunicazione si era occupata degli aiuti di Stato<sup>73</sup>, introducendo alcune misure temporanee in base alle quali i Governi possono mettere in piedi schemi di aiuti di Stato alle imprese sulla base di alcune condizioni<sup>74</sup>. In particolare, per rispondere alla crisi la Commissione europea ha deciso di concedere agli Stati membri la piena flessibilità nell'applicazione della disciplina sugli aiuti di Stato. A tal fine, l'8 maggio 2020 ha approvato una seconda modifica del Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia (adottato il 19 marzo ed emendato il 3 aprile 2020). Il Quadro temporaneo, come modificato il 3 aprile, legittima, fino al 31 dicembre 2020, dieci tipologie di aiuti di Stato al fine di

---

<sup>71</sup>Commissione europea, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, alla Banca Europea Per Gli Investimenti e all'eurogruppo. Risposta economica coordinata all'emergenza COVID-19*, Bruxelles, 13/3/2020 COM(2020) 112 final

<sup>72</sup>In particolare, contribuire a salvare vite umane, garantendo i fondi e gli investimenti necessari per le forniture da utilizzare nel contenimento e trattamento della pandemia; garantire che i lavoratori in Europa (compresi quelli autonomi) siano protetti contro le perdite di reddito e che le imprese (in particolare le PMI) e i settori più colpiti beneficino del sostegno e della liquidità finanziaria necessari; ridurre le ripercussioni sull'economia nel suo complesso impiegando tutti gli strumenti a disposizione dell'UE e utilizzando pienamente un quadro flessibile dell'UE per favorire le azioni degli Stati membri.

<sup>73</sup>Commissione europea, *Comunicazione della Commissione Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19*, Bruxelles, 19.3.2020 C(2020) 1863 final

<sup>74</sup>In particolare, che l'aiuto non superi gli 800.000 euro per impresa sotto forma di sovvenzioni dirette, anticipi rimborsabili, agevolazioni fiscali o di pagamenti; che l'aiuto sia concesso sulla base di un regime con budget previsionale; che l'aiuto può essere concesso a imprese che non erano in difficoltà al 31 dicembre 2019 e/o che hanno incontrato difficoltà o si sono trovate in una situazione di difficoltà successivamente, a seguito dell'epidemia di Covid-19; che sia concesso entro e non oltre il 31 dicembre 2020. Di 120.000 euro gli aiuti possibili, invece, per i settori della pesca e dell'agricoltura. Cfr. Commissione europea, *Comunicazione della Commissione Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19*, cit., p. 5 s. Vi è peraltro stato il timore che tale decisione andasse a svantaggio dei Paesi con meno risorse. Sul punto, cfr. ANGEI, *Aiuti di Stato: la Commissione sta davvero penalizzando i Paesi ad alto debito?*, in *Osservatorio conti pubblici italiani*, 15/05/2020.

consentire agli Stati membri di sostenere l'economia nel contesto dell'emergenza<sup>75</sup>.

3.2. Oltre alla sospensione del Patto di Stabilità e a queste primissime risposte, l'Unione europea ha attivato una serie di altri strumenti per fronteggiare le conseguenze economiche della pandemia. Il 23 aprile, su lettera di invito del presidente Michel, si è tenuta una riunione del Consiglio europeo, con la formula della video conferenza, durante la quale è stato dato il via libera alle proposte presentate dall'Eurogruppo il 9 aprile<sup>76</sup>. In primo luogo, l'istituzione di un *"Pandemic Crisis Support"* all'interno del Meccanismo europeo di stabilità, che potrà fornire a tutti gli Stati membri della zona euro una linea di credito per affrontare la crisi, finanziando le spese sanitarie. In secondo luogo, l'adozione di SURE, la proposta della Commissione europea per l'istituzione di uno strumento temporaneo per mitigare i rischi di disoccupazione nell'emergenza con cui l'Unione europea, attraverso prestiti a condizioni favorevoli per un importo massimo complessivo di 100 miliardi di euro, sosterrà i regimi di cassa integrazione e altri strumenti simili messi in atto dagli Stati membri per proteggere i lavoratori e i posti di lavoro. In terzo ed ultimo luogo, l'approvazione della proposta della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) di creare un fondo di garanzia di 25 miliardi di euro, che mobiliterebbe 200 miliardi di finanziamenti per le imprese in tutta l'UE, in particolare le PMI<sup>77</sup>.

Procedendo con ordine, soprattutto la prima proposta è stata quella che –

---

<sup>75</sup>Si tratta di: sovvenzioni dirette, agevolazioni fiscali, pagamenti anticipati, prestiti, garanzie e partecipazioni; garanzie di Stato; prestiti pubblici agevolati alle imprese; garanzie per le banche; assicurazioni al credito all'esportazione a breve termine; sovvenzioni dirette, anticipi rimborsabili o agevolazioni fiscali per ricerca e sviluppo; sovvenzioni dirette, anticipi rimborsabili o agevolazioni fiscali per investimenti in infrastrutture di prova e *upscaling*; sovvenzioni dirette, anticipi rimborsabili o agevolazioni fiscali per la produzione di prodotti connessi al Covid-19; differimento di imposte e contributi previdenziali; sovvenzioni per il pagamento dei salari dei dipendenti che altrimenti dovrebbero essere licenziati. Le modifiche adottate l'8 maggio estendono ulteriormente il Quadro temporaneo inserendo la possibilità per gli Stati di varare misure per la ricapitalizzazione di società non finanziarie e la concessione di debiti subordinati a favore delle imprese in difficoltà. Allo stesso tempo le nuove disposizioni fissano una serie di condizioni per evitare distorsioni della concorrenza.

<sup>76</sup> Decisioni che sono operative dal 1° giugno 2020.

<sup>77</sup>Cfr. VILLAFRANCA, *L'accordo europeo ai raggi X tra MES, Sure e BEI*, in *Ispionline.it*, 22/04/2020.

almeno in Italia – ha, come è noto, sollevato un intenso dibattito politico. Il MES è un trattato internazionale – ma collegato all'ordinamento dell'Unione – sottoscritto nel 2012 dai Paesi dell'area euro per prestare assistenza finanziaria in caso di rischi alla stabilità del sistema nel suo complesso. L'assistenza finanziaria si realizza sotto forma di linea di credito, prestiti oppure acquisto di titoli pubblici sul mercato primario e su quello secondario. Assistenza che, tuttavia, deve essere soggetta a una “rigorosa condizionalità”<sup>78</sup>. L'Eurogruppo (riunioni del 9 aprile e 8 maggio 2020) e il Consiglio europeo (riunione del 23 aprile 2020) sono intervenuti proprio sulle “condizionalità”, stabilendo che le condizioni per accedere alla linea di credito *Pandemic Crisis Support* riguardano gli obiettivi di spesa e non le politiche che gli Stati devono attuare. La nuova linea di credito è aperta alla condizione di sostenere “i costi diretti e indiretti dell'assistenza sanitaria, della cura e della prevenzione dovuti alla crisi Covid-19”. Il finanziamento a disposizione per ciascuno Stato è pari al 2% del PIL nazionale, le richieste di sostegno possono essere presentate fino al 31 dicembre 2022 e la scadenza massima dei prestiti è di dieci anni.

Eppure, posto che i fondi MES sono pubblici, è necessaria una sorveglianza su come essi siano effettivamente impiegati. La Commissione europea – in base al regolamento n. 472/2013 – esercita una “sorveglianza rafforzata” nel periodo di accesso ai finanziamenti e una “sorveglianza post-programma” nel periodo successivo. Con la lettera del 7 maggio 2020, a firma di Dombrovskis e Gentiloni, la Commissione si è auto-vincolata, per lo specifico caso del *Pandemic Crisis Support*, a non usare gran parte dei poteri di controllo che le affida il regolamento applicativo. In tal modo la sua “sorveglianza rafforzata” sarà, in realtà, molto affievolita<sup>79</sup>. Essa ha dichiarato che si concentrerà soltanto sulla verifica della destinazione sanitaria della spesa, predisponendo al riguardo una relazione trimestrale (lettera, punto 1).

---

<sup>78</sup>Cfr. BARAGGIA, *Ordinamenti giuridici a confronto nell'era della crisi: la condizionalità economica in Europa e negli Stati nazionali*, Torino, 2017.

<sup>79</sup>Contra SALMONI, *L'insostenibile “leggerezza” del Meccanismo europeo di stabilità. La democrazia alla prova dell'emergenza pandemica*, in *Federalismi.it*, 24/06/2020, p. 280 s., spec. p. 301 s.



Conclusa la “sorveglianza rafforzata”, si apre la fase della “sorveglianza post-programma” che può durare sino a quando lo Stato ha rimborsato almeno il 75% dell’assistenza finanziaria e può implicare missioni di verifica periodiche della Commissione a cui fanno seguito report semestrali al Parlamento europeo e ai Parlamenti nazionali<sup>80</sup>. Anche in relazione a questo periodo di sorveglianza, Dombrovskis e Gentiloni prevedono un rilevante alleggerimento della disciplina ordinaria: i report della Commissione sarebbero resi funzionali agli obiettivi sanitari della linea di credito, le sue missioni verrebbero incorporate in quelle già previste nell’ambito del Semestre europeo, le misure correttive eventualmente suggerite non potranno essere oggetto di raccomandazione da parte del Consiglio (lettera, punti 7-8)<sup>81</sup>.

Un problema da sottolineare, tuttavia, riguarda senz’altro la natura giuridica e il grado di cogenza della lettera con la quale la Commissione si è autovincolata ad attenuare i propri poteri di sorveglianza. Alcune forze politiche hanno contestato il MES *light* proprio sulla base di questo argomento. Eppure, c’è da evidenziare come già altre volte, in passato, alcune lettere della Commissione europea sono state considerate vincolanti sul piano politico come se si trattasse di convenzioni. Si pensi, a titolo esemplificativo, alla procedura del Dialogo politico con i Parlamenti nazionali: nato con una lettera del Presidente Barroso del maggio 2006, poi ribadita e precisata il giorno dell’entrata in vigore del Trattato di Lisbona con altra lettera del 1 dicembre 2009<sup>82</sup>.

Un altro timore che si è registrato ha riguardato il possibile “effetto stigma” nei mercati finanziari nel caso in cui l’Italia fosse stata l’unico Paese ad attivare la

---

<sup>80</sup>Cfr. MANZINI, *La troika che non verrà*, in *LaVoce.info*, 15/05/2020.

<sup>81</sup>Preoccupazioni sulle condizionalità sono state avanzate anche dalla dottrina: cfr. MANGIA, *Del Mes, delle sue condizionalità e delle discipline in deroga. Cosa succede quando il diritto d'impresa viene applicato ai rapporti intergovernativi*, in *Dirittobancario.it*, 30/04/2020 ; GITTI, *Perché il Mes anti-Covid non è ancora al riparo del fuoco della Corte di Karlsruhe*, in *Milano Finanza*, 13/05/2020; COTTARELLI e MOAVERO MILANESI, *Europa. Le tre verità sul Mes*, in *La Repubblica*, 27/04/2020. In risposta cfr. GAROFOLI, *Mes o non Mes? Un profilo giuridico*, in *Irpa.eu*, 2020.

<sup>82</sup>Cfr. LUPO, *I poteri europei dei Parlamenti nazionali*, in *Il sistema parlamentare euro-nazionale*, cit., p. 101 s.



linea pandemica del MES. Eppure, a ben vedere, nell'ambito della zona euro molti Paesi riescono a finanziarsi ad un tasso di interesse negativo o vicino allo zero; solo tre Stati (Italia, Grecia e Cipro) si finanziano ad un tasso di interesse vicino o uguale al 2%. Per questa ragione, la stragrande maggioranza degli Stati dell'area euro non ha convenienza ad utilizzare i fondi MES per finanziare la spesa sanitaria. Degli Stati rimasti, Grecia e Cipro non hanno avuto ripercussioni significative a causa della pandemia e, inoltre, hanno già una linea di credito attiva col MES. L'Italia pare essere pertanto l'unico Stato che avrebbe avuto un beneficio economico rilevante nel finanziare le spese sanitarie dirette e indirette con fondi MES, anziché con i normali titoli del debito pubblico<sup>83</sup> (ma anche rispetto ai c.d. "Btp Italia"). Sarebbe pertanto parsa razionale l'attivazione da parte dell'Italia della nuova linea di credito del MES, al netto delle polemiche politiche – spesso strumentali – sul suo utilizzo. Dal punto di vista economico ci sarebbe stato un rilevante risparmio per l'Italia: infatti, la linea di credito MES ha un tasso vicino allo zero a fronte di un tasso di interesse di circa l'1,8% che l'Italia corrisponde per i titoli di Stato di durata decennale. Pertanto, ci sarebbe un risparmio di circa 600 milioni all'anno, per complessivi 6 miliardi su un periodo di dieci anni<sup>84</sup> (ovviamente, la convenienza è diminuita col passare del tempo, a fronte degli acquisti della BCE, che hanno fatto scendere i tassi sui titoli italiani).

Sembra appena il caso di sottolineare, infine, come dei cinque Paesi che hanno utilizzato il MES "originale" (Spagna, Portogallo, Grecia, Irlanda e Cipro) almeno quattro siano usciti dalla crisi in condizioni economico-finanziarie migliori rispetto a quelle italiane. A meno di credere che questi Paesi siano affetti da una sorta di sindrome di Stoccolma, che li rende psicologicamente dipendenti dai loro creditori<sup>85</sup>, pare necessario sottolineare che in questi Stati non si è registrata la stessa avversione (ideologica) che, al contrario, si è verificata in Italia verso il MES. Vi sarebbero, inoltre, una serie di altri benefici nell'utilizzo della nuova linea di

---

<sup>83</sup>In tal senso sembra esprimersi anche GAROFOLI, *Mes o non Mes? Un profilo giuridico*, cit.

<sup>84</sup>Cfr. STAGNARO e FAVA, *Il Mes ci conviene: l'Italia ha 6 miliardi di ragioni per prenderlo*, *Il Foglio*, 12/05/2020.

<sup>85</sup>La metafora è di BINI SMAGHI, *Si scrive MES, si legge Euro*, in *Il Foglio*, 21/04/2020.

credito del MES dedicata alla pandemia. In primo luogo, si conterrebbe il costo del debito *extra* fatto proprio in reazione all'emergenza. Infine, ma non meno importante, l'accesso ai prestiti MES è condizione per l'avvio, da parte della BCE, del programma OMT, permettendole di sottoscrivere i titoli italiani, anche sul mercato primario e in misura illimitata. L'attivazione delle OMT non sarebbe comunque automatica, spettando alla sola BCE deciderla.

Venendo al secondo strumento, la Commissione europea ha proposto al Consiglio (che ha approvato nella riunione del 23 aprile 2020) un nuovo strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione in un'emergenza: il *Support to mitigate Unemployment Risks in Emergency* (c.d. "SURE"), pensato per aiutare a proteggere i posti di lavoro e i lavoratori che risentono della pandemia di Coronavirus. Si tratta di una forma di assistenza finanziaria per un totale di 100 miliardi di euro sotto forma di prestiti, concessi dall'UE agli Stati membri a condizioni favorevoli<sup>86</sup>. Base legale di questo nuovo strumento è l'art. 122 del TFUE, paragrafi 1 e 2. L'art. 122 TFUE, infatti, prevede che il Consiglio, su proposta della Commissione, possa decidere – in uno spirito di solidarietà tra Stati membri – le misure adeguate alla situazione economica, in particolare qualora sorgano gravi difficoltà nell'approvvigionamento di determinati prodotti (par. 1) e che qualora uno Stato membro si trovi in difficoltà o sia seriamente minacciato da gravi difficoltà a causa di calamità naturali o di

---

<sup>86</sup>European Commission, *Proposal for a Council Regulation on the establishment of a European instrument for temporary support to mitigate unemployment risks in an emergency (SURE) following the COVID-19 outbreak*, Brussels, 2.4.2020 COM(2020) 139 final. In particolare, i prestiti aiuteranno gli Stati membri ad affrontare aumenti repentini della spesa pubblica per il mantenimento dell'occupazione: nello specifico, concorreranno a coprire i costi direttamente connessi all'istituzione o all'estensione di regimi nazionali di riduzione dell'orario lavorativo e di altre misure analoghe per i lavoratori autonomi introdotte in risposta alla pandemia di coronavirus. L'assistenza finanziaria nel quadro dello strumento SURE assumerà la forma di un prestito concesso dall'UE agli Stati membri che ne fanno domanda. La Commissione contrarrà prestiti sui mercati finanziari per finanziare quelli agli Stati membri, che sarebbero poi concessi a condizioni favorevoli: gli Stati membri beneficerebbero quindi del buon *rating* di credito dell'UE e di bassi costi di finanziamento. Questi prestiti saranno basati su un sistema di garanzie volontarie degli Stati membri nei confronti dell'UE. Lo strumento entrerà in funzione una volta che tutti gli Stati membri si saranno impegnati in relazione a tali garanzie. Facendo seguito alla richiesta di assistenza finanziaria di uno Stato membro, la Commissione lo consulterebbe per verificare la portata dell'aumento della spesa pubblica direttamente connesso all'istituzione o all'estensione di regimi di riduzione dell'orario lavorativo e di misure analoghe per i lavoratori autonomi.

circostanze eccezionali che sfuggono al suo controllo, il Consiglio, su proposta della Commissione, possa concedere a determinate condizioni un'assistenza finanziaria dell'Unione. L'articolo 122, par. 2, TFUE era già stato utilizzato durante la crisi finanziaria come base giuridica per l'istituzione del Meccanismo temporaneo europeo di stabilizzazione finanziaria (MESF) per aiutare gli Stati membri che avevano perso l'accesso al mercato. Si tratta pertanto di uno strumento sul modello del MESF del 2010 e che consente alla Commissione di emettere titoli di debito pubblico garantiti dal budget dell'UE e degli Stati membri (premessa, punto 9). Deve essere sottolineato come i fondi trasferiti agli Stati in tal modo sono quindi prestiti e dunque indebitamento che andrà a pesare sul bilancio pubblico, "così condizionando, per essere chiari, le risorse che quegli Stati potranno utilizzare nella fase della ricostruzione post-pandemia"<sup>87</sup>. C'è il vantaggio, tuttavia, che il tasso di interesse di tali titoli sarà più basso rispetto a quelli emessi dall'Italia, posto che godranno del *rating* della Commissione nei mercati finanziari (tripla A). Le risorse del SURE non riuscirebbero comunque ad essere sufficienti per il sostegno a Paesi in grave difficoltà come l'Italia: in base all'art. 9 del regolamento SURE, infatti, il Governo può ritirare al massimo venti dei cento miliardi del fondo, ma offrendo garanzie per cinque miliardi. Pertanto il SURE, a ben vedere, "presenta una 'potenza di fuoco' (per usare un'espressione del Premier Giuseppe Conte) abbastanza limitata potendo sbloccare fino a 100 miliardi di euro per supportare tanto la 'cassa integrazione italiana' quanto il *kurzarbeitergeld* tedesco"<sup>88</sup>. Inoltre, anche un suo inquadramento come "prima forma di *eurobond* con [...] mutualizzazione del relativo debito appare scarsamente significativo: sia per l'esiguo ammontare del finanziamento, sia per la destinazione funzionale di tale intervento"<sup>89</sup>.

---

<sup>87</sup>Cfr. FABBRINI, *La banalità dei pregiudizi e l'intelligenza dei problemi*, in *IlSole24Ore*, 5/04/2020. L'A. nota, peraltro, come anche le altre Unioni di Stati divenute federali forniscono ai loro Stati federati sotto forma di prestiti (*loans*). Tuttavia nelle situazioni di emergenza non si risponde con questi prestiti, ma con sovvenzioni (*grants-in-aid*) finanziate dalla fiscalità federale. Così è avvenuto negli USA col programma approvato il 20 marzo 2020, il *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security* (c.d. "Cares").

<sup>88</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Covid-19. Quale solidarietà, quale coesione nell'UE? Incognite e timori*, cit., p. 206.

<sup>89</sup>*Ibidem*.

Infine, la Banca Europea per gli Investimenti, il 16 marzo 2020 ha annunciato l'adozione di alcuni interventi per fornire, mediante meccanismi di garanzia e di sostegno del sistema bancario, le risorse finanziarie necessarie a sostenere le piccole e medie imprese e le società a media e piccola capitalizzazione (c.d. *mid cap*) per un ammontare complessivo pari a circa 40 miliardi di euro. Si sono introdotte una serie di misure di emergenza e un fondo di garanzia (*Pan-European Guarantee Fund*, EGF) per mobilitare risorse fino a 200 miliardi principalmente a sostegno del credito alle piccole e medie imprese. L'obiettivo è garantire liquidità e accesso a finanziamenti per fronteggiare le conseguenze dell'emergenza pandemica. Il Fondo consentirebbe di erogare fino a circa 200 miliardi di euro principalmente nella forma di garanzie e prestiti diretti (della BEI o del Fondo Europeo per gli Investimenti-FEI, entrambi con merito di credito AAA) o indiretti (tramite intermediari finanziari e banche di promozione nazionale) a favore dei beneficiari finali. La costituzione del Fondo è stata sostenuta dall'Eurogruppo (9 aprile 2020) e dal Consiglio europeo (23 aprile 2020).

In definitiva, si può ben dire che la risposta europea sia stata tempestiva e che abbia aggiunto alla "cassetta degli attrezzi" nuovi importanti strumenti. Tuttavia, si sentiva ancora la mancanza di qualcosa che – almeno stavolta – potesse far fare un passo in avanti all'integrazione europea, anche per respingere le accuse dei partiti euroscettici che sulla mancanza di solidarietà tra Stati membri hanno basato la loro narrativa (ovviamente, limitatamente ai paesi "debitori").

Ci si è pertanto trovati in una situazione nella quale è maturato un convincimento secondo cui l'Europa, per uscire dalla "situazione di *impasse* non può seguire la strategia dell'individualismo, né affidarsi ad interventi di limitata durata temporale, essendo correlati al solo superamento di emergenze di eccezionale gravità. Ancora una volta si ravvisa la necessità di rimedi di lungo periodo, come la creazione di 'uno strumento di debito comune' che, superando le ritrosie di alcuni Stati, mostri all'intera collettività del pianeta che, se pur a fatica,

sono state poste le basi reali di una compagine statuale unitaria”<sup>90</sup>.

3.3. Quelle appena analizzate sono state tutte misure tempestive e senz'altri utili, ma ancora insufficienti a fronteggiare una crisi senza precedenti. Si tratta di misure, infatti – si pensi soprattutto alla sospensione del Patto di Stabilità e al MES – che comportano un maggior indebitamento. Per tale motivo è essenziale che tali risorse, e in particolare quelle liberate dalla sospensione del Patto di Stabilità, siano utilizzate dagli Stati in modo intelligente, destinando le risorse agli “strumenti necessari a fronteggiare l'emergenza sanitaria, rafforzare il capitale umano, finanziare investimenti nelle infrastrutture materiali”<sup>91</sup>.

In secondo luogo, il maggiore deficit per fronteggiare l'emergenza dovrà comunque essere acquistato dai mercati finanziari. Il punto cruciale, pertanto, è come continuare a finanziarsi ad un costo ragionevole, nonostante un rapporto debito/PIL molto più alto rispetto a quello pre-pandemia. Verosimilmente, infatti, ai mercati finanziari poco importerà che l'Unione europea non abbia ‘contabilizzato’ le spese per l'emergenza Coronavirus nel calcolo del deficit ai fini del Patto di Stabilità. Dunque, il discorso non può che spostarsi sulle politiche monetarie della Banca Centrale Europea, che già negli anni della crisi dei debiti sovrani ha svolto, come è noto, un ruolo fondamentale nel mantenere sostenibili le finanze pubbliche degli Stati dell'eurozona. Tuttavia, come si vedrà, la sentenza del 5 maggio 2020 del Tribunale costituzionale federale tedesco ha quantomeno posto l'accento sull'opportunità che sia la sola BCE a continuare a fare tutto il necessario per salvare la moneta unica. Proprio questo intreccio tra incremento dei debiti pubblici, finanziamento dell'indebitamento, ruolo della BCE e sentenza tedesca ha verosimilmente convinto la Cancelliera tedesca Merkel che fosse giunto il momento di provare qualcosa di nuovo.

Anche per tali ragioni ha ripreso vigore il progetto per un'emissione di debito

---

<sup>90</sup> *Ivi*, p. 208.

<sup>91</sup> Cfr. DELLA CANANEA, *Cosa deve fare l'Italia per sfruttare la rivoluzione del Patto di Stabilità*, in *Il Foglio*, 25/03/2020.

comune europeo che, invero, c'era già stata nel pieno della crisi energetica scoppiata nel 1973, quando l'allora Comunità Economica Europea (CEE) istituì nel 1975 il cosiddetto *Community Loans Mechanism* (CLM, Meccanismo di prestito comunitario) per affiancare un altro piano di prestiti inter-europeo creato nel 1971, l'*European medium-term financial assistance facility* (MFTA, Fondo europeo di assistenza finanziaria di medio periodo)<sup>92</sup>. Al di là di questo pur rilevante precedente, tuttavia, l'emissione di debito comune europeo è stata sempre osteggiata dai paesi "creditori", per il timore di doversi caricare sulle spalle i debiti pubblici dei paesi "debitori". Con lo scoppio della pandemia il discorso è tornato all'ordine del giorno. Dopo alcune aperture sul punto, tuttavia, è giunta la riunione dell'Eurogruppo del 24 marzo 2020, nella quale alcuni Stati, soprattutto i Ministri delle finanze di Olanda e Germania, si sono opposti all'ipotesi Eurobond (e anche, in quella sede, all'utilizzo senza condizionalità dei fondi MES).

In tale contesto si è formato un fronte comune (di nove Stati) che ha indirizzato una lettera al Presidente del Consiglio europeo, Charles Michel, in vista del Consiglio europeo del 26 marzo 2020. Nella lettera<sup>93</sup>, tra le altre cose, si richiede espressamente, di "lavorare su uno strumento di debito comune emesso da una Istituzione dell'UE per raccogliere risorse sul mercato sulle stesse basi e a beneficio di tutti gli Stati membri, garantendo in questo modo il finanziamento stabile e a lungo termine delle politiche utili a contrastare i danni causati da questa pandemia". In questo modo, come continua la lettera, non solo si darebbe "un chiaro messaggio di voler affrontare tutti assieme questo shock unico", rafforzando l'Unione Economica e Monetaria ma, soprattutto, si invierebbe "un fortissimo segnale" ai cittadini "circa la cooperazione determinata e risoluta con la quale l'Unione europea è impegnata a fornire una risposta efficace ed unitaria".

---

<sup>92</sup>Il Clm permetteva all'Unione europea di indebitarsi sul mercato del credito ai Paesi che ne facessero richiesta. Il valore del prestito era di massimo tre miliardi di dollari, garantiti dal budget europeo e delle quote versate dagli Stati. A fare richiesta furono Irlanda e Italia e, negli anni Ottanta, Francia e Grecia.

<sup>93</sup>Firmata dal Presidente del Consiglio italiano e dai capi degli Esecutivi di altri otto Stati (Belgio, Francia, Grecia, Irlanda, Lussemburgo, Portogallo, Slovenia e Spagna).

Le discussioni sul punto sono continuate presso il Consiglio europeo del 26 marzo 2020. In base a quanto è trapelato da indiscrezioni giornalistiche, Italia e Spagna hanno bocciato la bozza iniziale e in seguito i 27 capi di Stato e di Governo hanno raggiunto un accordo sulle conclusioni. Il documento finale prevede che la Presidente della Commissione europea e il Presidente del Consiglio europeo avrebbero dovuto presentare proposte di lungo periodo da concordare con le altre istituzioni, entro due settimane: in particolare, si afferma che l'UE debba trovare "una soluzione adeguata alla grave emergenza che tutti i Paesi stanno vivendo"<sup>94</sup>. Il 23 aprile 2020, su lettera di invito del presidente Michel, si è tenuta una nuova riunione del Consiglio europeo, sempre con la formula della video conferenza, durante la quale è stato approvato il mandato alla Commissione europea per la presentazione urgente della proposta per l'istituzione di un *Recovery fund*. Il Fondo – come specificano le Conclusioni del Presidente del Consiglio europeo – "dovrà essere di entità adeguata, mirato ai settori e alle aree geografiche dell'Europa maggiormente colpiti e destinato a far fronte a questa crisi senza precedenti".

Il percorso è proseguito con la proposta franco-tedesca, concordata fra la Cancelliera Merkel e il Presidente Macron, del 18 maggio 2020, che si può ritenere il vero punto di svolta. Sulla scia, molto probabilmente, proprio della sentenza del Tribunale costituzionale federale tedesco del 5 maggio 2020, la Germania ha operato un cambiamento storico nei confronti dell'UE, con una inversione di rotta che l'ha portata "a rivedere la sua tradizionale posizione nei confronti di Paesi bisognosi di aiuto a causa delle difficoltà in cui li ha posti detta catastrofe naturale"<sup>95</sup>. Proposta talmente rilevante da mettere in secondo piano il fatto che si iscriva ancora nella ricorrente frizione istituzionale tra approccio intergovernativo e comunitario. Secondo la proposta franco-tedesca la Commissione UE avrebbe

---

<sup>94</sup>Il dibattito è proseguito, arricchendosi non solo di proposte accademiche, ma anche politiche: si pensi alla proposta spagnola, quella di un Fondo per la ripresa di 1000/1500 miliardi di euro, da raccogliere sui mercati grazie all'emissione di "bond perpetui", i cui interessi verrebbero ripagati da tasse UE.

<sup>95</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *Covid-19. Quale solidarietà, quale coesione nell'UE? Incognite e timori*, cit., p. 203.

dovuto emettere titoli di debito sui mercati finanziari che sono garantiti dal bilancio settennale europeo (il c.d. *Multiannual Financial Framework*, MFF) e che vincolano, così, gli Stati membri ad assumere impegni eccedenti i loro versamenti effettivi da erogare per il MFF 2021-2027. L'iniziativa franco-tedesca suggerisce di utilizzare l'intero ammontare delle risorse per effettuare trasferimenti in funzione dell'intensità asimmetrica con cui gli Stati dell'UE sono stati colpiti dallo shock esogeno<sup>96</sup>. L'iniziativa di Merkel e Macron è, pertanto, connotata da una significativa redistribuzione delle risorse fra Stati membri mediante una politica fiscale accentrata, in quanto il debito di mercato della Commissione europea, ossia dell'UE, andrà coperto dagli Stati membri in base alle loro quote di contribuzione al MFF<sup>97</sup>. Le risorse ottenute in tal modo sarebbero allocate in proporzione all'impatto asimmetrico della pandemia nei diversi Stati membri.

Questa iniziativa ha segnato l'avvio di un processo, pur se graduale e accidentato, di accentramento europeo delle politiche fiscali che incorpora una condivisione dei rischi<sup>98</sup>. Si tratta peraltro del secondo tentativo di Merkel e Macron di iniziare un percorso simile: nel giugno 2018, infatti, nella Dichiarazione congiunta uscita dal vertice franco-tedesco di Meseberg, si poteva leggere che "l'unica risposta appropriata alla crisi [...] sta nella cooperazione europea". Per questo, le due delegazioni si erano impegnate ad una iniziativa comune per "istituire il bilancio dell'Eurozona per la competitività, la convergenza, la stabilizzazione, a partire dal 2021". In quella dichiarazione i due leader avevano avanzato varie proposte per progressi importanti nella *governance* economica dell'euro area: tuttavia, l'Eurogruppo che si riunì pochi giorni dopo e il successivo Euro-summit si limitarono a recepire una di quelle proposte (la riforma dello Statuto del MES) trascurando – di fatto – tutte le altre<sup>99</sup>.

---

<sup>96</sup>Cfr. MESSORI, *L'innovativa proposta franco-tedesca e il cattivo uso del pallottoliere*, in *Luiss Open*, 21/05/2020.

<sup>97</sup>*Ibidem*.

<sup>98</sup>*Ibidem*.

<sup>99</sup>È forse corretto ricordare che l'Italia non fornì supporto a quella proposta. Non solo: in primo luogo, infatti, trasformò il Consiglio di fine giugno 2018 in una riunione sull'immigrazione; in secondo luogo, presentò un disegno di legge di bilancio per il 2019 che, violando esplicitamente le



Sulla scorta dell'accordo franco-tedesco la Presidente della Commissione europea, Ursula von der Leyen, ha presentato il 27 maggio 2020, nella plenaria del Parlamento europeo, una proposta per uno strumento per la ripresa – il *Next Generation EU* – integrato nel nuovo Quadro finanziario pluriennale per il periodo 2021-2027. Il *Next Generation EU* avrebbe dovuto avere una dotazione di 750 miliardi di euro, di cui 500 miliardi erogati sotto forma di sovvenzioni (*grants*) e 250 di prestiti (*loans*). Per finanziare tale fondo, l'Unione europea contrarrà prestiti sui mercati finanziari che verranno ripagati tra il 2028 e il 2058 attraverso i futuri bilanci UE. A tal fine, la Commissione propone nuove risorse proprie dell'Unione, tra cui una tassa sulle "importazioni" di CO<sub>2</sub> (*carbon border adjustment mechanism*), nuovi ricavi dal sistema di scambio delle quote di emissioni e una tassa sul digitale<sup>100</sup>. Il piano è diviso in tre pilastri. Il primo, la *Recovery and resilience Facility*, è la parte più sostanziosa<sup>101</sup>. Il secondo pilastro è dedicato agli interventi per ricapitalizzare le imprese in difficoltà e agli investimenti. Il terzo riguarda il settore sanitario, la ricerca e la protezione civile. I fondi del primo pilastro, in particolare, verranno ripartiti tra i Paesi in base ad alcuni criteri e distribuiti sotto forma di prestiti o sussidi, per rendere le economie nazionali più resilienti e meglio preparate per il futuro.

La decisione del Consiglio Europeo del 21 luglio 2020 ha confermato la portata complessiva di *Next Generation EU*, ma ne ha modificato la composizione. Il cuore del programma, la *Recovery and Resilience Facility* ha visto un aumento dei fondi a disposizione dai 560 miliardi originariamente proposti dalla Commissione

---

regole fiscali nazionali ed europee, finì per rappresentare un vero e proprio assist per i Governi che si battono contro la creazione del bilancio dell'Eurozona.

<sup>100</sup>Per la restituzione ai mercati dei 500 miliardi erogati a fondo perduto, l'esecutivo UE propone diverse soluzioni: un aumento dei contributi degli Stati al bilancio comunitario oppure nuove tasse riscosse a livello europeo. Le possibilità sono sostanzialmente due: aumentare il contributo degli Stati membri oppure introdurre nuove risorse proprie, attribuendole una quota di potere fiscale. Evidentemente, scegliere la prima soluzione accentuerebbe il carattere redistributivo dell'operazione, mentre se si scegliesse la seconda strada si accentuerebbe il carattere "federale".

<sup>101</sup>Del quale fanno parte anche un programma per l'erogazione diretta di fondi (React-EU) a enti locali, ospedali e piccole-medie imprese, oltre che il fondo rurale e quello per la transizione ecologica.

Europea a 672,5 miliardi, di cui 312,5 costituiti da sovvenzioni e 360 da prestiti<sup>102</sup>. Le risorse del *Recovery Fund* non saranno distribuite in maniera incondizionata: al contrario, le condizionalità sono molto rigide (molto maggiori, ad esempio, di quelle previste per il MES sanitario). Per avere accesso alla propria quota, i Governi dovranno presentare un “Piano nazionale per la ripresa e la resilienza” nel quale indicare le riforme e gli investimenti che intendono finanziare. Gli Stati, peraltro, dovranno utilizzare queste risorse su materie contenute nelle Raccomandazioni Specifiche per Paese per il 2019 e per il 2020, integrando anche in tal modo le procedure del *Next Generation EU* nell’ambito del “Semestre Europeo”. Una traccia dei possibili interventi utili a chiedere l’accesso ai fondi può dunque essere ricercata nelle Raccomandazioni Specifiche per Paese<sup>103</sup>. Con queste, ormai da anni, l’Unione europea chiede all’Italia, tra le altre cose, di migliorare l’efficienza del sistema giudiziario e il funzionamento della pubblica amministrazione.

Si tratta di un salto di qualità evidente nella solidarietà europea e di un primo embrione di mutualizzazione del debito, sebbene – pare opportuno precisarlo – non si tratta di mettere in comune il debito passato degli Stati, ma solo di prendere a debito una parte di risorse. Un’importante innovazione è che le erogazioni avverrebbero secondo il “bisogno”, cioè la valutazione della gravità dell’impatto della pandemia sugli Stati: di fatto sarebbe un trasferimento a fondo perduto che

---

<sup>102</sup>Si arriva comunque alla somma totale di 750 miliardi: oltre ai 672,5 miliardi del *Recovery and Resilience Facility*, sono previsti: 47.5 miliardi per *React-EU*; 10 miliardi per il *Just Transition Fund*; 7.5 miliardi per il *Rural Development*; 5.6 miliardi per *InvestEU*; 5 miliardi per *Horizon Europe* e 1.9 miliardi per *RescEU*.

<sup>103</sup>Cfr. European Commission, *Commission Staff Working Document Guidance to Member States Recovery and Resilience Plans*, Brussels, 22.1.2021 SWD(2021) 12 final, part 1/2, p. 8: “Member States should look at the full set of country-specific recommendations addressed to them by the Council, in particular under the 2019 and 2020 Semester cycles. Unless the Commission has assessed the progress with these recommendations as ‘substantial progress’ or ‘full implementation’, all country-specific recommendations are considered to be relevant. Member States should provide a detailed explanation of how, all or a significant subset of, the relevant country-specific recommendations are effectively addressed by the proposed measures, so that the related challenges are expected to be resolved or otherwise addressed in a manner that significantly contributes to their resolution. Against this background, any prioritisation of country-specific recommendations in the plan should be justified, so as to ensure that the plan addresses at least a significant subset of the recommendations. In particular, it should be indicated why these prioritised challenges are considered more significant to boost the growth potential of the economy of the Member State in a sustainable and inclusive manner and how the plan represents a comprehensive and adequate response to the economic and social situation of the Member State concerned”.

redistribuisce da nord a sud. Questo è esattamente l'aspetto "solidaristico" o di trasferimento di fondi: non c'è simmetria tra contributi nazionali e fondi ricevuti. Per una UE che sinora ha usato solo logiche strettamente riassicurative, dove cioè i fondi messi in comune sono presi a prestito dal Paese che ne ha bisogno, con vincolo di restituzione, si tratta di una rivoluzione epocale.

Già si è iniziato ad utilizzare l'espressione "*Hamilton moment*" per descrivere questa fase della storia europea. L'espressione si riferisce al contributo che il segretario al Tesoro americano Alexander Hamilton diede, nel 1790, alla trasformazione del debito dei singoli Stati della confederazione in debito pubblico del governo federale, un momento fondamentale nella trasformazione degli Stati Uniti nel paese che conosciamo oggi<sup>104</sup>. La proposta franco-tedesca e quella della Commissione mettono le basi per attuare una svolta simile nell'Unione Europea. Hamilton consolidò in un unico debito pubblico federale i debiti accumulati, per finanziare la guerra, sia dal Governo degli Stati Uniti ai tempi della Confederazione, sia dai singoli Stati. Le vecchie obbligazioni furono sostituite da nuove obbligazioni federali, più tardi garantite da una banca quasi-centrale, la *Bank of the United States*, e gli interessi ripagati da tasse federali<sup>105</sup>. Anche al tempo di Hamilton all'inizio a fare resistenza, furono "gli Stati più virtuosi (e ricchi, Virginia in testa) che hanno già saldato i loro debiti e che temono, con il consolidamento, di dover pagare i conti degli Stati meno virtuosi e morosi (Massachusetts in testa)"<sup>106</sup>. Eppure, a ben vedere, nel caso europeo non si può parlare propriamente di momento hamiltoniano: infatti, a differenza di quanto avvenne negli Stati Uniti, non si mette in comune il debito pubblico passato. Sembra allora più corretto non tanto parlare

---

<sup>104</sup>Cfr. SAITTO, No taxation without representation: *il dibattito sul potere di tassare alle origini dell'esperienza costituzionale statunitense e la sua eredità*, in *Diritto pubblico*, n. 2, 2013, p. 641 s.

<sup>105</sup>Nell'ultimo comma della sez. 8<sup>a</sup> dell'art. 1 della Costituzione USA, che attribuisce al Congresso il potere di fare tutte le leggi necessarie e opportune per l'esercizio dei poteri enumerati nella sezione stessa e di tutti gli altri poteri che la Costituzione conferisce al Governo degli Stati Uniti. Fu proprio facendo leva su tale disposizione che Hamilton, nella sua qualità di segretario del Tesoro, fornì al Presidente Washington la teoria degli *implied powers* atta a giustificare la conformità a Costituzione della istituzione di una Banca Nazionale.

<sup>106</sup>Cfr. TESTI, *Per avere un "Hamilton moment" ci vogliono tipi come Alexander Hamilton*, in *Short Cuts America*, 22/05/2020.

di Hamilton, quanto di Albert Gallati (segretario del Tesoro 1801-1814) che inventò la formula (*grants-in-aid*) per condizionare gli Stati che ricevevano aiuti per conseguire obiettivi federali<sup>107</sup>.

4. Un beneficio evidente del *Next Generation EU* per affrontare la pandemia, le sue conseguenze e limitare le ulteriori divergenze fra Stati membri è che questa soluzione si pone al riparo da dispute promosse da Corti costituzionali nazionali. Gli stessi giudici tedeschi, con la sentenza di cui si dirà tra poco, sembrano indicare (quantomeno tra le righe) che riconfinare la BCE al ruolo di regolatore dei livelli di liquidità non significa disconoscere gli obiettivi della coesione economica e dell'integrazione europea, bensì restituirli alla democrazia parlamentare. Anche per il contrasto degli effetti economico-finanziari dell'emergenza Covid-19, infatti, un ruolo del tutto centrale è stato assunto dalla Banca Centrale Europea, sebbene con alcuni tentennamenti iniziali, dovuti soprattutto ad una frase della Presidente della BCE.

*"We are not here to close spreads, this is not the function or the mission of the Ecb"*. Con queste parole, a prima vista l'antitesi del *'whatever it takes'* di Mario Draghi del 2012, Christine Lagarde, rispondendo a una domanda sul premio di rischio in forte ascesa in alcuni Paesi dell'Eurozona (a partire dall'Italia), ha fatto salire gli *spread* di tutti i *bond* dei paesi del Sud Europa. Tecnicamente, invero, Lagarde ha semplicemente ricordato che spetta ai Governi ridurre gli *spread* con comportamenti prudenti sul versante dei conti pubblici. Eppure, in un momento di crisi, l'errore di comunicazione della Presidente della BCE è stato evidente: infatti, un banchiere centrale, quando parla, manda messaggi ai mercati, che di conseguenza reagiscono. Eppure, a rileggere le parole della Presidente Lagarde dopo la sentenza del 5 maggio del *Bundesverfassungsgericht*, pare che quella dichiarazione – comunque quantomeno "incauta" visto il momento d'emergenza e incertezza – avesse un destinatario ben preciso.

---

<sup>107</sup>Cfr. FABBRINI, *La UE deve ridisegnare l'Unione fiscale*, in *IlSole24Ore*, 24/05/2020.

Durante la crisi economico-finanziaria del 2011-2013, infatti, mentre, dal punto di vista dell'architettura istituzionale si era sviluppata la c.d. 'sindrome di Francoforte'<sup>108</sup> – si era ritenuta cioè sufficiente una manutenzione delle norme dell'UEM – il peso della risoluzione della crisi era stato assunto dalla BCE, che si era spinta al limite dei poteri che le erano attribuiti dai Trattati. In questo senso, la crisi finanziaria e dei debiti sovrani ha segnalato “un mutamento del ruolo della BCE, non solo per via dell'impegno di questa istituzione nell'ambito delle operazioni straordinarie di natura non convenzionale, ma anche a causa della funzione consultiva di fatto svolta nella definizione dei piani di salvataggio degli Stati debitori”<sup>109</sup>. Questo *enlargement of functions*<sup>110</sup> ha avuto inizio, in particolare, nel momento in cui il Presidente Mario Draghi ha dichiarato che la BCE, per salvare l'euro, avrebbe fatto *'whatever it takes'*<sup>111</sup>, rendendo nota questa posizione alle forze del mercato. Questa 'vocazione politica' della BCE<sup>112</sup>, in particolare, ha rappresentato un segnale decisivo per la fiducia dei mercati, che hanno capito in quel momento che ci sarebbe stato un forte sostegno ai Paesi in difficoltà, attenuando in questo modo la speculazione finanziaria che si stava scaricando su alcuni debiti sovrani degli Stati dell'Eurozona<sup>113</sup>.

La dichiarazione di Lagarde ha messo in dubbio tale ruolo ormai acquisito dalla BCE, mettendo peraltro in ombra una prima mossa, comunque importante, che l'istituzione aveva fatto, lo stesso giorno, in risposta all'emergenza. Infatti, si era

---

<sup>108</sup>Cfr. MOSTACCI, *La sindrome di Francoforte: crisi del debito, costituzione finanziaria europea, torsioni del costituzionalismo democratico*, in *Politica del diritto*, n. 4, 2013.

<sup>109</sup>Cfr. IBRIDO, *Il controllo democratico della politica monetaria: equilibri costituzionali e integrazione europea dopo le sentenze OMT*, in *Federalismi.it*, 8 marzo 2017.

<sup>110</sup>*Ivi*, p. 4.

<sup>111</sup>European Central Bank, Directorate General Communication, *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London, 26/07/2012*: “we think that the euro is irreversible [...] Within our mandate, the Ecb is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”. Sulle implicazioni costituzionali di quel discorso, cfr. BONINI, *La Banca centrale europea tra forma di governo parlamentare, democrazia “à la UE” e “costituzionalismi intrecciati”*, in *Rivista AIC*, n. 4, 2016.

<sup>112</sup>Cfr. RAFFIOTTA, *Il volto ambiguo della Banca centrale europea*, in *La costituzione finanziaria. La decisione di bilancio dello Stato costituzionale europeo*, a cura di MORRONE, Torino, 2015, p. 215 s., spec. 229.

<sup>113</sup>Cfr. IBRIDO, voce *Banca Centrale Europea*, in *Dig. disc. pubbl.*, VII aggiornamento, Torino, 2017, p. 90 s.

appena deciso di mettere a disposizione 120 miliardi di euro di acquisti aggiuntivi e annunciati proprio il 12 marzo: in particolare, si trattava di una nuova operazione mirata di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO).

In seguito, il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea ha creato un nuovo programma di acquisto di emergenza pandemica, in aggiunta ai 120 miliardi già previsti il 12 marzo. Questo nuovo piano, annunciato il 18 marzo 2020, prende il nome di *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), ha una dotazione complessiva pari a 750 miliardi di euro o più del 6% del PIL fino alla fine del 2020; dotazione complessiva che, pur essendo già notevole, può essere aumentata e la sua composizione può essere adattata “per quanto necessario e per tutto il tempo necessario”.

La BCE ha affermato, nel comunicato stampa col quale ha annunciato il PEPP, che “non tollererà alcun rischio alla regolare trasmissione della sua politica monetaria in tutte le giurisdizioni dell’area euro”. Col PEPP si compreranno titoli pubblici e privati, inclusi quelli greci, col limite della quota di partecipazione dei singoli Paesi al capitale della BCE (*capital key*), ma derogabile per flessibilità. Dunque, la BCE ha allargato, in fin dei conti, il suo campo d’azione e superato i limiti massimi all’acquisto di titoli che si era autoimposta<sup>114</sup>. Infatti, nel comunicato stampa, la BCE indica che, sebbene *benchmark* per l’allocazione degli acquisti di titoli resterà la *capital key*, allo stesso tempo afferma che gli acquisti saranno effettuati con una certa flessibilità nel tempo, per tipi di attività e tra diversi Paesi. In sostanza, la BCE potrà acquistare di più e con meno vincoli. Si tratta, a ben vedere, di più di quanto non potesse fare Mario Draghi. Con tale aiuto – di fatto anch’esso ‘personalizzato’ – agli Stati in difficoltà, la BCE, in concreto, sostiene la politica di bilancio dei Governi, intervenendo sul mercato secondario dei titoli di Stato per un ammontare di poco superiore ai mille miliardi di euro (alle misure prese nel marzo 2020, infatti, devono essere aggiunte quelle che la BCE già stava attuando).

---

<sup>114</sup>Cfr. i punti 2 e 3 del Press release, *ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, 18/03/2020.

Il programma è stato, poi, ulteriormente ampliato il 4 giugno 2020, con la possibilità per la BCE di acquistare titoli fino ad un totale di 1.350 miliardi di euro. Ancora, l'8 dicembre 2020 la BCE ha aumentato la dotazione del PEPP di 500 miliardi fino a 1.850 miliardi e prorogato il programma fino a marzo 2022. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di estendere il periodo di tempo entro il quale reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno sino alla fine del 2023. Inoltre, il Consiglio direttivo BCE ha deciso di ricalibrare le condizioni applicate alla terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO III): in particolare, ha deciso di estendere di dodici mesi, fino a giugno 2022, il periodo nel quale si applicheranno condizioni considerevolmente più favorevoli.

C'è inoltre da segnalare come dal 7 aprile la BCE non affida più l'accesso alla liquidità dei Paesi dell'area euro ai giudizi delle agenzie di *rating*. Dal 2012 era previsto che la BCE non potesse acquistare titoli dei Paesi che le agenzie di *rating* avessero giudicato al gradino più basso. La decisione del Consiglio direttivo della BCE prevede che fino al 2021 si potranno acquistare anche i titoli meno sicuri (anche in vista di un possibile declassamento dell'Italia). Si tratta di una mossa importante, anche per evitare il c.d. "*doom loop*", il circolo vizioso fra rischio sovrano e bancario. Inoltre, la BCE ha ulteriormente allentato le condizioni delle aste TLTRO3 e ha tagliato il tasso sulle aste da giugno 2020 a giugno 2021 a 50 punti base al di sotto del tasso medio sulle aste principali. Per le banche 'virtuose' in termini di credito erogato all'economia il tasso sarà 50 punti base al di sotto del tasso medio sui depositi prevalente nello stesso periodo.

Per assicurare liquidità alle banche – il principale meccanismo di trasmissione della politica monetaria – la BCE ha esteso le operazioni per il loro rifinanziamento e ha portato a circa 3000 miliardi di euro l'ammontare complessivo dei fondi. Per tale scopo sono stati implementati una serie di LTRO ponte finché il Consiglio direttivo non ha deciso di inaugurare una nuova serie di operazioni, le c.d. "PELTROs": si tratta di una nuova serie di iniezioni di liquidità a lungo termine, sette operazioni



cominciate a maggio 2020 e con scadenze scaglionate fino a settembre 2021, a tasso fisso e piena aggiudicazione, con un tasso di 25 punti base al di sotto del tasso principale prevalente nel periodo.

Così come avvenuto per la crisi 2011-2013, dunque, la BCE ha adottato, sin dall'inizio dell'emergenza e con grande tempestività, politiche monetarie non convenzionali. Nel caso della crisi precedente, la BCE ha esercitato un ruolo di supplenza<sup>115</sup>, superando quel ruolo di banca centrale indipendente dai mercati e dalla politica che si era immaginato nei Trattati. Durante la crisi economico-finanziaria del 2011-2013, la BCE, con le sue misure non convenzionali – e in particolare con il *Quantitative Easing* avviato nel 2015 – ha iniziato a comportarsi 'come se' fosse un prestatore di ultima istanza. D'altro canto, la BCE si è trovata dinanzi a "un'alternativa del diavolo: o rischiare di andare oltre la propria missione [...] o rischiare di provocare il collasso sociale dei Paesi in difficoltà"<sup>116</sup>. La Banca Centrale, per alcuni, è andata oltre il suo mandato, e si può dunque ritenere che la discrezionalità politica sia venuta proprio da quell'istituzione che avrebbe dovuto obbedire a regole eminentemente tecniche<sup>117</sup>: tanto che, come è stato sostenuto, la BCE è stata il vero e proprio "custode della costituzione economica"<sup>118</sup>.

Non può, a tal proposito, non essere presa in considerazione la giurisprudenza del *Bundesverfassungsgericht* e quella della Corte di Giustizia dell'Unione europea, almeno incidentalmente. Infatti, la compatibilità dei programmi di politica monetaria della BCE col diritto dell'Unione e, in particolare, delle misure non convenzionali, è stata più volte messa in dubbio. Senza qui poter ricostruire analiticamente tale giurisprudenza, basti dire come, dopo che la Corte di

---

<sup>115</sup>Sul ruolo di supplenza svolto dalla BCE, cfr. NAPOLITANO, *La crisi del debito sovrano e il rafforzamento della governance economica europea*, in *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, a cura di ID., Bologna, 2012, p. 383 s., spec. p. 404 s.

<sup>116</sup>Cfr. MANZELLA, *Sui principi democratici dell'Unione europea*, Napoli, 2013, p. 147.

<sup>117</sup>*Ivi*, p. 138. Si v. anche BUFFONI, *La politica della moneta e il soggetto della sovranità: il caso 'decisivo'*, in *Rivista AIC*, n. 2, 2016, dove si cerca di "dimostrare come le transazioni monetarie definitive [...] decise dalla Banca centrale, a partire dal 'whatever it takes' del discorso di Londra di Draghi del 26 luglio 2012, siano un caso 'critico', 'decisivo', perché eccediscono la *norma fondamentale* del diritto pattizio ordinario e mettono in gioco la questione della sovranità".

<sup>118</sup>Cfr. BUZZACCHI (a cura di), *La Banca Centrale Europea. Il custode della costituzione economica*, Milano, 2017.



Giustizia<sup>119</sup>, nell'ambito del caso *OMT/Gauweiler*, ha dato un'interpretazione flessibile della riserva statale in materia di politica economica (escludendo che programmi di acquisto di titoli del debito pubblico da parte della BCE violassero il divieto di finanziamento monetario degli Stati membri di cui agli artt. 123-125 TFUE), il *Bundesverfassungsgericht* (con una decisione del 21/06/2016, nota come sentenza OMT II<sup>120</sup>) ha da una parte confermato che il programma OMT non costituisce uno sconfinamento delle competenze attribuite dai Trattati, ma, dall'altra parte, ha individuato un "vademecum" di condizioni che si è riservata di applicare in futuro per valutare la legittimità delle misure non convenzionali poste in essere dalla BCE<sup>121</sup>.

In particolare, alla luce della sentenza della Corte di Giustizia, non dovrebbe essere messa in dubbio la legittimità delle misure della BCE in risposta all'emergenza pandemica, se si accoglie l'interpretazione della sentenza del 16 giugno 2015 della CGUE nel senso di consentire alla BCE, con mezzi non convenzionali, di "perseguire obiettivi economici quando questi sono determinati dalla necessità di evitare il collasso dell'Eurozona, cioè quando sia minacciata la stessa esistenza dell'Unione monetaria"<sup>122</sup>. Sembrano, infatti, esserci pochi dubbi sul fatto che l'emergenza Coronavirus abbia messo in serio pericolo l'esistenza stessa dell'Unione monetaria e della moneta unica.

---

<sup>119</sup>Sul rinvio pregiudiziale del *BVerfG* in occasione della decisione OMT I, cfr., almeno, DI MARTINO, *Le Outright Monetary Transactions tra Francoforte, Karlsruhe e Lussemburgo. Il primo rinvio pregiudiziale del BVerfG*, in *Federalismi.it*, n. 1, 2014; SAITTO, *Economia e stato costituzionale. Contributo allo studio della "Costituzione economica" in Germania*, Milano, 2016, spec. p. 322 s. Sulla sentenza della Corte di Giustizia cfr. PISANESCHI, *Legittimo secondo la Corte di Giustizia il piano di allentamento monetario (OMT) della BCE. Una decisione importante anche in relazione alla crisi greca*, in *Federalismi.it*, n. 13, 2015; FARAGUNA, *La Corte di Giustizia strizza l'occhio alla Corte di Karlsruhe nel caso Gauweiler (OMT)*, in *Quad. Cost.*, n. 3, 2015, p. 798 s.

<sup>120</sup>Sulla decisione OMT del Tribunale costituzionale federale tedesco, cfr. DE PETRIS, *Un compromesso responsabile: la risposta del Tribunale costituzionale federale tedesco alla sentenza della Corte di Giustizia sul rinvio pregiudiziale di Karlsruhe*, in *Federalismi.it*, n.13, 2016; SAITTO, *Il Bundesverfassungsgericht e l'Europa: istanze "controdemocratiche", principio di responsabilità e difesa della democrazia rappresentativa alla luce del caso OMT*, in *Costituzionalismo.it*, fasc. 3, 2016.

<sup>121</sup>Cfr. IBRIDO, *Il controllo democratico della politica monetaria: equilibri costituzionali e integrazione europea dopo le sentenze OMT*, cit., p. 3.

<sup>122</sup>Cfr. MANZELLA, PINELLI e GIANNITI, *Politica monetaria e politica economica nell'Unione europea*, in *Astrid*, 2016.

Si giunge così alla sentenza del 5 maggio del 2020 del *Bundesverfassungsgericht*, che pur dedicandosi al *Quantitative Easing*, deve essere letta in controluce per analizzare le nuove misure messe in campo dalla BCE. La sentenza del 5 maggio<sup>123</sup> ha parzialmente accolto alcune questioni aventi a oggetto gli acquisti disposti dalla Banca Centrale Europea nell'ambito del *Quantitative Easing*. Quest'ultimo prevedeva acquisti di titoli di Stato e obbligazioni da parte del Sistema europeo delle banche centrali (SEBC) con l'obiettivo di stimolare l'inflazione per riportarla all'obiettivo del 2% annuo. Come è noto, il *BVerfG* aveva promosso rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia dell'UE con ordinanza del 18 luglio 2017<sup>124</sup> e quest'ultima aveva ritenuto che il *Quantitative Easing* non violasse il diritto dell'Unione e che le misure poste in essere non eccedessero il mandato della BCE e del SEBC<sup>125</sup>. In particolare, alla CGUE era stato dato l'onere di valutare se il QE avesse violato il divieto di finanziamento monetario. La CGUE, nel 2018, giudicò il QE compatibile col diritto dell'Unione, adducendo tra le altre cose, alla non selettività, alla bassa rischiosità dei titoli e, soprattutto, ai rigorosi limiti all'acquisto per emissione ed emittente. Proprio i limiti che la BCE ha deciso di travalicare con il PEPP. La decisione del *BVerfG*, peraltro, era attesa inizialmente il 24 marzo 2020 ma il 16 marzo, due giorni prima che Lagarde lanciasse il nuovo programma da 750 miliardi, è stata rinviata a maggio.

---

<sup>123</sup> 2 BvR 859/15 - 2 BvR 1651/15 - 2 BvR 2006/15 - 2 BvR 980/16, 5 maggio 2020. Cfr. i primi commenti di CIANCIO, *The 5 May 2020 Bundesverfassungsgericht's Decision on the ECB's public sector purchase program: an attempt to "break the toy" or a new starting point for the Eurozone?*, in *Federalismi.it*, 27/05/2020; FARAGUNA, *Il Bundesverfassungsgericht dichiara ultra vires il Quantitative easing (con uno sguardo al Pandemic Emergency Purchase Programme?)*, in *Forum dei Quad. Cost.*, 12/05/2020, p. 307 s.; POIARES MADURO, *Some Preliminary Remarks on the PSPP Decision of the German Constitutional Court*, in *VerfBlog*, 6/05/2020; CHESSA, *Perché il tribunale costituzionale tedesco sbaglia nel censurare gli "effetti di politica economica" della BCE?*, in *LaCostituzione.info*, 8/05/2020; GUAZZAROTTI, *Cose molto cattive sulla ribellione del Tribunale costituzionale tedesco al Quantitative easing della BCE*, in *LaCostituzione.info*, 10/10/2020.; DANI e JOSÉ MENÉNDEZ, *Soft conditionality through soft-law: le insidie nascoste del Pandemic Crisis Support*, in *LaCostituzione.info*, 10/10/2020; PACE, *Il BVerfG e la sentenza sul programma PSPP: "c'è della logica in questa follia"? Il prevedibile "rientro" della "crisi istituzionale" annunciata nella sentenza (provvisoria) del 5 maggio 2020*, in *Federalismi.it*, 27/05/2020; SAITTO, *"Tanto peggio per i fatti". Sipario sulla Presidenza Voßkuhle: il caso Quantitative Easing di fronte al Bundesverfassungsgericht*, in *Diritticomparati.it*, 7/05/2020.

<sup>124</sup> FARAGUNA, *Da Karlsruhe un nuovo rinvio pregiudiziale contro la BCE: inutile o dannoso?*, in *Quad. cost.*, n. 4, 2017, p. 930.

<sup>125</sup> Causa C-493/17, Weiss, 11 dicembre 2018.

La Corte tedesca afferma anzitutto che decidere sulla legittimità del QE non spetta alla sola CGUE, ma anche alle Corti nazionali, almeno quando la CGUE prende decisioni manifestamente sbagliate. La sentenza ha numerosi profili di interesse, ma per quel che qui rileva basti dire che il *BVerfG* ha contestato la violazione del principio di proporzionalità e, in particolare, un grave difetto di motivazione, assegnando un periodo di tre mesi entro il quale porre rimedio al difetto di motivazione sulla proporzionalità. La Corte ha sollecitato la BCE a dimostrare in modo comprensibile e sostanziale che gli obiettivi della sua politica monetaria non sono sproporzionati rispetto agli effetti di politica economica e fiscale che produce. Altrimenti, la Corte minaccia di imporre alla *Bundesbank* di non dare esecuzione ai provvedimenti della BCE.

Lasciando da parte la questione relativa all'intrusione del *BVerfG* sui poteri della BCE e della CGUE – posto che anche se gli Stati membri sono rimasti “*the Masters of the Treaties*”, questo non vale nei settori comunitarizzati come quello della politica monetaria<sup>126</sup> – va segnalato che la “parte apparentemente più innocua della sentenza”<sup>127</sup>, quella che illustra le motivazioni del rigetto delle questioni fondate sul divieto del finanziamento monetario, deve essere letta in controluce rispetto al nuovo programma PEPP. In questa parte, infatti, il *BVerfG* stila una lista di condizioni che permettono di ritenere non violato il divieto di finanziamento monetario<sup>128</sup>.

Si tratta di una serie di condizioni necessarie per la legittimità dei programmi di acquisto, non solo di quelli passati, ma applicabile anche a quelli in corso o futuri,

---

<sup>126</sup>Cfr. NORI, *Perché la Corte federale tedesca ha sbagliato*, in *LaCostituzione.info*, 30/05/2020.

<sup>127</sup>Cfr. FARAGUNA, *Il Bundesverfassungsgericht dichiara ultra vires il Quantitative easing*, cit., p. 309.

<sup>128</sup>Tra queste il volume limitato degli acquisti fin dall'inizio del programma; la pubblicazione di informazioni soltanto aggregate sulle caratteristiche degli acquisti; il limite per cui le banche centrali dell'Eurosistema non possono detenere più del 33% di una determinata emissione di titoli delle amministrazioni centrali di uno Stato membro o più del 33% dei titoli in circolazione di una di queste amministrazioni; la proporzione dei volumi di acquisti rispetto alla quota di capitale; le limitazioni all'acquisto di titoli da soggetti pubblici soltanto se il cedente sia in possesso di una certificazione minima di qualità del credito che consenta l'accesso al mercato; il carattere comunque limitato e discontinuo degli acquisti che devono cessare nel momento in cui non siano più necessari rispetto all'obiettivo di riportare l'inflazione al 2%.

inclusi quelli recenti per la crisi pandemica e, in particolar modo, il PEPP. La Corte afferma che il QE non viola in modo manifesto il divieto di finanziamento monetario degli Stati, ma solo se rispetta certi vincoli: il tetto del 33% agli acquisti dei titoli e il fatto che gli acquisti devono avvenire in proporzione alla *capital key*, vincolo che – come ricordato poc’anzi – la BCE ha quantomeno “affievolito” per il PEPP. Un altro vincolo riguarda l’entità degli acquisti: la Corte afferma che volume e durata delle operazioni di QE iniziate nel 2015 hanno implicazioni che superano la politica monetaria, coincidendo con interventi non proporzionati visti gli altri effetti che causano sull’economia. Nel comunicato stampa che annuncia la decisione si afferma che la sentenza non si applica ai programmi di acquisti istituiti per la crisi sanitaria. A ben vedere, la precisazione “suona come una *excusatio non petita*”<sup>129</sup>, poiché non solo si è messa in discussione la solidità e l’indipendenza istituzionale della BCE, col rischio di creare una qualche ripercussione anche sull’efficacia delle nuove misure, ma bisogna anche considerare che la compatibilità specifica con le condizioni poste dal *BVerfG* per ritenere non violato il divieto di finanziamento monetario non sembrano facilmente applicabili al nuovo *Pandemic Emergency Purchase Programme*”<sup>130</sup>.

C’è da sottolineare come nel solo mese di marzo 2020 la BCE abbia comprato 37,3 miliardi di titoli pubblici dell’area euro e, di questi, 11,8, (dunque il 31%), di titoli italiani (a febbraio gli acquisti di titoli italiani erano stati 2,2 miliardi). La BCE ha dunque concentrato in buona parte sull’Italia gli strumenti annunciati il 12 marzo, prima della creazione del PEPP. Se con quella operazione la BCE è riuscita a evitare che la crisi economica si trasformasse in crisi finanziaria, lo ha fatto tramite un travaso di risorse dai paesi del nord a quelli mediterranei: anche nell’ambito di tale contesto deve essere inserita la sentenza del *Bundesverfassungsgericht*. La BCE ha reagito alla sentenza con una ferma replica, ribadendo che “l’impegno a fare qualunque cosa necessaria nel suo mandato per garantire che l’inflazione salga a

---

<sup>129</sup> FARAGUNA, *Il Bundesverfassungsgericht dichiara ultra vires il Quantitative easing*, cit., p. 312.

<sup>130</sup> *Ivi*, p. 313.

livelli coerenti con il suo obiettivo a medio termine”<sup>131</sup>.

5. Con il prolungarsi anche nel 2021, in tutta Europa, dell'emergenza Coronavirus, appare sempre più evidente che questa crisi non è comparabile a quella del 2011-2013. Infatti, quella attuale si caratterizza per la sua ubiquità: lo shock è simmetrico e non colpisce alcuni Paesi più di altri o, quantomeno, non per responsabilità a loro ascrivibili. Purtuttavia, diverse erano le situazioni di partenza degli Stati membri, sotto molti punti di vista. Ci si trova dinanzi ad una crisi simmetrica con asimmetriche posizioni di partenza. In Italia, ad esempio, il virus ha attaccato un sistema già in parte compromesso, sia dal punto di vista del debito pubblico sia dal punto di vista della anemica crescita economica. Il crollo del PIL italiano è il più alto tra tutti gli Stati europei, anche perché si partiva da uno dei livelli di crescita più bassi<sup>132</sup>. A questo vanno aggiunti altri problemi strutturali del Paese: buona parte del deficit accumulato in precedenza, infatti, è stato utilizzato per finanziare spesa corrente; quando si sono finanziati investimenti, questi ultimi hanno avuto spesso difficoltà a tramutarsi in opere concrete e lo stesso sta avvenendo oggi, con problemi gravi nell'amministrazione pubblica e nella burocrazia, che non permettono di sbloccare le risorse (anche di spesa corrente) che la politica ha stanziato.

Il progetto europeo non era giunto ad un punto più avanzato per una “sostanziale mancanza di volontà di alcuni Stati membri nell'attivare gli strumenti e le procedure che rendono possibile un condiviso ‘stare insieme’, affrontando le avversità con spirito solidale”<sup>133</sup>; allo stesso tempo, tuttavia, “fra le cause del mancato *upgrade* del progetto di integrazione rileva anche il comportamento

---

<sup>131</sup> Anche la Presidente Lagarde è tornata sul punto, ribadendo l'indipendenza della BCE e precisando che quest'ultima risponde solo al Parlamento europeo, sotto la giurisdizione della Corte di giustizia europea. Cfr. MASSARO, *Bce, Lagarde replica alla corte tedesca: “Da noi soluzioni eccezionali contro la crisi”*, in *Corriere della sera*, 7/05/2020.

<sup>132</sup> Si pensi che nel mese di marzo la produzione industriale dell'area euro è diminuita del 11,3% rispetto al mese precedente, e del 12,9% rispetto all'anno prima. In Italia, questi numeri sono, rispettivamente, 28,4% e 29,3%.

<sup>133</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Covid-19. Quale solidarietà, quale coesione nell'UE? Incognite e timori*, cit., p. 211.

finanziariamente irresponsabile di alcuni Stati, i quali hanno preteso di far gravare su altri (le generazioni future, gli Stati UE virtuosi, etc.) le scellerate politiche economiche pre-elettoralistiche prive di qualsiasi visione di medio-lungo periodo, così alimentando un clima di diffidenza e sospetto da parte dei Paesi che, invece, avevano orientato il proprio comportamento al rispetto del principio di responsabilità finanziaria”<sup>134</sup>.

La situazione causata dall'emergenza pandemica giustifica – e, anzi, impone – decisioni di spesa corrente. Tuttavia, analizzando i provvedimenti adottati finora in Italia, si possono notare molte delle caratteristiche delle politiche economiche italiane degli ultimi decenni: bonus, aiuti frammentati, meccanismi farraginosi. Se, infatti, in una prima fase sarebbe stato sbagliato dare una valutazione negativa dell'azione di Governo, in quanto si sarebbe potuto pensare che – soprattutto col decreto Cura Italia – ci si trovasse dinanzi alla “parte iniziale di un più ampio piano strategico che dovrebbe essere incentrato essenzialmente su una ‘logica ricostruttiva’ del nostro Paese”<sup>135</sup>, deve essere valutata più severamente la seconda fase di intervento governativo e parlamentare. In generale, infatti, sembra del tutto prioritaria la necessità di rendere l'Italia in grado di finanziare autonomamente – con la crescita – il proprio *welfare*, senza dover necessariamente utilizzare risorse a debito. A maggior ragione in un momento nel quale, una volta che saranno superate le conseguenze della crisi economica, le prospettive di crescita rimarranno largamente insoddisfacenti se non verrà colta l'opportunità di affrontare e superare i principali problemi strutturali ereditati dal passato<sup>136</sup>. D'altro canto, la liquidità serve per “comprare tempo”, ma questo approccio può funzionare se contemporaneamente i Governi e le istituzioni rappresentative saranno capaci di avviare convincenti programmi di crescita sostenibile<sup>137</sup>. Ora che l'indebitamento appare quanto mai necessario, si dovrebbe utilizzare, oltre che per sostenere chi è

---

<sup>134</sup>Ivi, pp. 211-212.

<sup>135</sup>Cfr. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, cit. p. 7,

<sup>136</sup>Cfr. DI GIORGIO, *La vera sfida sono i problemi strutturali*, in *LuissOpen*, 28/05/2020.

<sup>137</sup>Cfr. PADOAN, *Curare l'incertezza*, in *Il Foglio*, 18/04/2020.

in difficoltà, anche per rilanciare il Paese in un'ottica di sostenibilità futura<sup>138</sup>. Il maggiore intervento pubblico sull'economia attraverso l'indebitamento richiede infatti di interrogarsi sulle modalità di riassorbimento del maggiore debito contratto.

L'Unione europea ha messo in campo una serie di misure straordinarie e tempestive: i fondi di MES, SURE e BEI, peraltro, sono comunque debito che andrà a incrementare quello italiano. Questo debito pubblico andrà finanziato, ed ecco il ruolo della BCE, che incontra tuttavia vincoli di natura legale, primo fra tutti l'art. 123 del Trattato sul funzionamento dell'Ue, che vieta la monetizzazione dei deficit<sup>139</sup>. E, ora, la sentenza del 5 maggio del *Bundesverfassungsgericht*, i cui effetti sistemici non possono essere ancora del tutto chiari. Ecco dunque come il *Next Generation EU*, quantomeno nella parte dedicata ai trasferimenti a fondo perduto, da un punto di vista finanziario, potrebbe aiutare nella sostenibilità del debito pubblico italiano, ma solo se da quelle risorse nascerà un incremento della crescita economica rispetto al periodo pre-pandemia.

Col *Next Generation EU* sembra possibile – per la prima volta – un cambiamento di paradigma ancora più importante e relativo alla qualità (e non solo alla quantità) della spesa pubblica nazionale. L'UE si è sempre “accontentata” dell'equilibrio di bilancio e non della qualità con cui tale equilibrio veniva raggiunto. Con l'emergenza pandemica si è sospeso il vincolo esterno quantitativo e si stanno mettendo in campo risorse davvero europee. Sembra profilarsi un nuovo vincolo esterno, stavolta sul lato della qualità della spesa, qualitativo e non solo quantitativo. I *grants* del *Next Generation EU*, infatti, si baseranno sui Piani nazionali di ripresa e resilienza, ancorati alle Raccomandazioni Specifiche per Paese,

---

<sup>138</sup> Anche in riferimento, ad esempio, alla garanzia statale ai prestiti alle imprese, è stato notato come le somme di tali finanziamenti serviranno soprattutto a fronteggiare i costi dello stop produttivo e non saranno utilizzate per realizzare investimenti. Cfr. LANZAFAME, *Il lockdown, l'avvio della «fase due», e i problemi della «fase tre». La gestione dell'emergenza, sanitaria ed economica, da Covid-19 tra disuguaglianze ingiuste e disuguaglianze necessarie*, in *Dirittifondamentali.it*, n. 2, 2020, p. 489 s.

<sup>139</sup> Ad esempio, il *Quantitative easing* in senso tecnico non è una forma di mutualizzazione dei debiti, poiché per esserci mutualizzazione deve essere permanente, mentre il QE è una forma di sostegno temporaneo.



entro le linee guida fissate dalla Commissione, ed erogati a stato di avanzamento dei lavori<sup>140</sup>. Il *Next Generation EU*, in questo senso, potrebbe diventare una innovazione potenzialmente dirompente: i trasferimenti impongono una stretta cooperazione fra l'istituzione erogante e lo Stato beneficiario, spingendo così la Commissione a condizionare e verificare l'utilizzo di tali fondi da parte del Paese che li riceve e che ha il compito di trasformarli in investimenti efficaci ed efficienti, insieme alle riforme strutturali necessarie ad accompagnarli<sup>141</sup>.

In definitiva, l'introduzione di un nuovo vincolo esterno – ma, stavolta, qualitativo – al quale ancorare l'erogazione dei *grants* del *Next Generation EU* potrebbe essere un modo per conciliare la necessità di spesa dei Paesi debitori con i timori dei Paesi creditori, facendo forse recuperare la speranza sul sogno europeo: “una speranza che, a ben considerare, si traduce in un interesse comune a ‘stare insieme’ in una realtà geopolitica globale nella quale il ‘vecchio continente’ potrà ancora giocare un proprio ruolo solo se sarà unito da un legame politico”<sup>142</sup>.

Con *Next Generation EU* è dunque ricomparso il “vincolo europeo”, ma in una versione migliore, sul piano qualitativo e non solo quantitativo, e con la veste di forte incentivo per poter utilizzare le risorse europee.

## 6. Il fatto che il piano presentato dalla Commissione europea il 27 maggio

---

<sup>140</sup> Per le risorse del nuovo strumento, la qualità della spesa andrà valutata anch'essa nel dialogo tra istituzioni nazionali ed europee, diventando parte di una nuova procedura euro-nazionale di bilancio. Infatti, si riconosce agli indirizzi di massima (e in particolare alle Raccomandazioni Specifiche per Paese) il ruolo di banco di prova per la valutazione dei Piani per la Ripresa e la Resilienza. Questi ultimi dovranno ottenere il via libera della Commissione, che valuterà, tra le altre cose e in via prioritaria, la coerenza con le Raccomandazioni Specifiche per Paese, sia nel Piano iniziale sia nel corso della sua attuazione, che sarà collegata all'approvazione delle varie *tranche* di pagamenti. Se, infatti, uno o più Stati membri ritengano che vi siano gravi scostamenti dal conseguimento degli obiettivi intermedi e finali, si potrà attivare un c.d. ‘freno d'emergenza’, sospendendo in tal modo i pagamenti e investendo della questione il Consiglio europeo. Sul punto, cfr. FASONE, *Le conclusioni del Consiglio europeo straordinario del 21 luglio 2020: una svolta con diverse zone d'ombra*, cit.

<sup>141</sup> MESSORI, *L'innovativa proposta franco-tedesca e il cattivo uso del pallottoliere*, cit. I campi di questa utilizzazione (oltre alla sanità, lo sviluppo sostenibile e le innovazioni digitali) prefigurano produzioni di “beni comuni” che sono essenziali per il progresso dell'intera UE e per l'attivazione di processi di convergenza anziché di divergenza fra Stati membri. In questo senso, la Commissione europea effettua un “dono” che richiede una forma di reciprocità in termini di parziale cessione di sovranità fiscale nazionale da parte del Paese beneficiario.

<sup>142</sup> CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, cit., p. 39.



2020 richiami, sin dal titolo, la *next generation*, stride in maniera fortissima con quanto accade in Italia. Si tratta pertanto di una occasione unica per modernizzare l'economia italiana, rendendola più sostenibile, ricomponendo "la spesa pubblica a favore di interventi (leggi investimenti) che daranno i loro frutti in là nel tempo"<sup>143</sup>.

È dunque prioritario predisporre un piano di spesa, con proposte concrete, posto che la sfida cruciale è sull'efficienza nella spesa dei fondi europei<sup>144</sup>. L'approvazione del PNRR entro il 30 aprile 2021 è, infatti, il primo passo che l'Italia deve compiere per iniziare a ricevere l'anticipo entro l'estate 2021 delle risorse del *Next Generation EU*. La Commissione UE avrà poi otto settimane per valutare i PNRR nazionali e preparare la proposta di decisione del Consiglio, che avrà altre quattro settimane per dare il via libera. A giugno 2021 potrebbero così essere adottate le prime decisioni per sulla quota del 13% di prefinanziamento. Eppure, sulle risorse per l'Italia del *Next Generation EU* si addensano già alcune preoccupanti variabili, che sono emerse sin dalle prime due bozze di PNRR approvate dal Governo italiano.

Va segnalato, dapprima, che il Governo italiano ha elaborato una proposta di Linee guida per la definizione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza da sottoporre all'esame del Parlamento<sup>145</sup>. Sin dal primo PNRR italiano, poi, l'elemento di difficoltà sembra risiedere nella capacità di destinare le risorse in arrivo verso quelle riforme strutturali necessarie per rilanciare la crescita. Infatti, la prima bozza del PNRR è stata un "raccolta di progetti senza un chiaro obiettivo e disegno del

---

<sup>143</sup>Cfr. DE ROMANIS, *Gli Stati generali possono avere un senso se il governo passerà dal cosa al come*, in *Il Foglio*, 17/06/2020.

<sup>144</sup>In questo senso anche MOAVERO MILANESI, *L'Italia predisponga un progetto di spesa*, in *Avvenire*, 24/05/2020. Il c.d. "Piano Colao" (Cfr. Comitato di esperti in materia economica e sociale, *Iniziativa per il rilancio "Italia 2020-2022"*, 9/06/2020) sembrava andare in tale direzione, ma ha fatto la stessa fine dei vari programmi per la *spending review*, redatti negli anni e poi sempre accantonati. Gli stessi Stati Generali dell'economia – "Progettiamo il rilancio" – per discutere il rilancio economico dell'Italia dopo la pandemia e voluti dal Presidente del Consiglio avrebbero dovuto avere l'obiettivo di coadiuvare il Governo nell'ideazione del Piano per la ripresa e la resilienza.

<sup>145</sup>Linee guida per la definizione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, 15 settembre 2020, p. 3. Nelle stesse, il Governo afferma che all'esito di questo primo vaglio parlamentare e in considerazione delle valutazioni di indirizzo che il Parlamento vorrà formulare al Governo, sarà elaborato lo schema del Piano di ripresa e resilienza. Lo schema sarà quindi presentato al Parlamento, in vista della sua approvazione definitiva.

nostro futuro”<sup>146</sup>. Il documento è stato criticato principalmente perché proponeva di istituire una gestione parallela rispetto ai ministeri per l’attuazione del piano, ma anche per i contenuti ancora vaghi, poiché erano definite soltanto le risorse destinate a ciascuna missione e componente (6 missioni con 17 sottocomponenti), ma, per ogni componente del piano, non erano state stabilite le risorse destinate ai singoli progetti, che erano solo elencati e brevemente descritti. Il progetto originario del Governo, che doveva essere un articolo-emendamento alla legge di bilancio, prevedeva una grande impalcatura esterna allo Stato, con 300 (poi ridotti a 80) esperti. Il disegno presentava pertanto due criticità: avrebbe richiesto molto tempo per essere messo in opera e non utilizzava le forze interne proprie dello Stato<sup>147</sup>.

Come è noto, sia la *governance* sia le misure concrete previste dalla prima bozza del PNRR sono state alcune tra le motivazioni alla base della crisi di governo italiana del gennaio 2021. Anche la crisi di governo, peraltro, può essere inquadrata nella sempre più frequente influenza che le vicende europee esercitano su quelle nazionali<sup>148</sup>. Va segnalato, almeno incidentalmente, che la crisi di governo ha fatto sorgere un problema “nuovo” e mostrato una peculiarità del secondo comma dell’art. 81 Cost. In primo luogo, infatti, ci si è chiesti se un eventuale Governo dimissionario potesse presentare richiesta per lo scostamento di bilancio al Parlamento<sup>149</sup> e, in secondo luogo, ha fatto venire alla luce come il requisito della

---

<sup>146</sup>Cfr. CASSESE, *Ideali mandati in soffitta, così la politica è fragile*, in *Corriere della Sera*, 10/01/2021.

<sup>147</sup>Cfr. CASSESE, *Terza reincarnazione di un PCM bon à tout fair*, in *Vocerepubblicana.it*, 20/01/2021.

<sup>148</sup>Si pensi alla crisi del 2011, con la crisi dello spread e la fine del Governo Berlusconi o, per restare a tempi più recenti, alla crisi del Governo Conte I. Sul punto, cfr. LUPU, *La forma di governo italiana, quella europea e il loro stretto intreccio nella Costituzione “composita”*, in *Rivista del Gruppo di Pisa*, 5/12/2019, p. 175 s., spec. pp. 181-182.

<sup>149</sup>Se, da una parte, il ministro dell’Economia, Gualtieri, ha sottolineato che una nuova richiesta di deficit avrebbe richiesto un esecutivo nella pienezza dei suoi poteri e che è un atto “incompatibile” con una crisi di governo, dall’altra parte sembra invece possibile sostenere che la richiesta di scostamento di bilancio ex art. 81, secondo comma, Cost., intervenendo in casi di urgenza, possa essere presentata anche da un governo dimissionario. Una volta autorizzato dal Parlamento, il Governo dimissionario o, eventualmente, quello nel frattempo insediatosi potranno adottare gli atti necessari. In questo senso cfr. anche CASSESE, *Il trasformismo qui esiste da sempre ma Conte dovrebbe farsi delle domande*, in *Il Messaggero*, 15/01/2021.

maggioranza assoluta per autorizzare il maggiore indebitamento sia un (potente) elemento di razionalizzazione della forma di governo parlamentare vigente in Italia, che è stato sottovalutato dall'introduzione della norma del 2012<sup>150</sup>.

La seconda bozza del PNRR, approvata il 12 gennaio dal Consiglio dei Ministri, è molto più dettagliata di quella precedente, poiché contiene le somme destinate ad ogni progetto. Anche la nuova bozza, tuttavia, nulla dice sulla *governance* e si limita a indicare che sarà presentato un modello al Parlamento<sup>151</sup>. Le linee guida della Commissione europea indicano come indispensabile un meccanismo non ordinario di attuazione e gestione del progetto, con le indicazioni sugli investimenti e sulle riforme da implementare spiegando chi fa cosa, come, quando e quanto costa. Non solo: sarà necessario dimostrare gli effetti attesi di queste misure, anche sul sistema economico in generale. La bozza italiana è, invece, priva di tutti questi dettagli<sup>152</sup>.

Sul piano dei contenuti, un primo cambiamento riguarda il fatto che nel precedente piano il tema centrale era l'andamento deludente della crescita economica italiana rispetto agli altri paesi avanzati negli ultimi decenni; nel nuovo piano è dedicata molta più attenzione alle disuguaglianze di età, di genere e

---

<sup>150</sup> Se è vero, infatti, che può esserci un Governo senza maggioranza assoluta in Parlamento, allo stesso tempo la necessità di quella maggioranza assoluta per autorizzare scostamenti di bilancio è elemento che rende un Governo di minoranza ipotesi oggi assai meno praticabile.

<sup>151</sup> Molte sono state le ipotesi di architettura del processo, con proposte che variano dall'uso del Comitato interministeriale per la programmazione economica (Cipe, che da inizio 2021 è divenuto Cipess, Comitato interministeriale per la programmazione economica e lo sviluppo sostenibile), al Comitato interministeriale per gli affari europei (Ciae, con un "pre-Consiglio" affidato al Ctv, Comitato tecnico di valutazione), fino alla creazione di una authority dedicata. Cfr., per quest'ultima soluzione, PRODI, *Subito una authority per il Recovery italiano*, in *Il Messaggero*, 14/01/2021. Sulla possibile *governance* cfr. FABBRINI, *Recovery e governance, Italia agli sgoccioli*, in *IlSole24Ore*, 31/01/2021.

<sup>152</sup> Emblematiche, in tal senso, le parole del Commissario Gentiloni, che ha affermato come il piano italiano, pur essendo in linea obiettivi e politiche generali dell'UE, debba essere discusso e rafforzato sotto il profilo delle riforme, della rispondenza alle Raccomandazioni Specifiche per Paese, dei dettagli sul calendario e degli obiettivi. Il *Next Generation EU*, infatti, ha uno dei suoi principali obiettivi nel riequilibrare vecchie e nuove divergenze economiche tra Paesi UE, proprio nel momento in cui la pandemia le sta aggravando, soprattutto in termini di squilibri macroeconomici. Se, infatti, il sostegno di bilancio serve nel breve termine, sono le riforme il grimaldello per obiettivi a lungo termine.

territoriali<sup>153</sup>. Inoltre, mentre il vecchio PNRR ammontava a quasi 196 miliardi di interventi, la seconda bozza ammonta a quasi 223, con una differenza del 14% (27 miliardi). Come è stato segnalato, il secondo importo sembrerebbe troppo elevato, in quanto le risorse NGEU che fanno capo all'Italia ammontano al più a 209 miliardi di euro<sup>154</sup>. La causa di questo aumento quantitativo è che la vecchia bozza del PNRR riguardava soltanto una parte dei fondi NGEU spettanti all'Italia, ovvero la *Recovery and Resilience Facility* (RRF), che ammonta a circa 196 miliardi<sup>155</sup>.

Ancora, deve essere segnalato come crescono gli investimenti pubblici a

---

<sup>153</sup>Osservatorio conti pubblici italiani, *Il nuovo Recovery Plan: più enfasi sulle disuguaglianze e meno sulla crescita, più investimenti e meno incentivi*, 14/01/2021. Coerentemente con questa impostazione, la nuova bozza dedica molte più risorse a inclusione e coesione, istruzione e sanità; riduce invece gli stanziamenti per digitalizzazione e innovazione, nonché per la transizione ecologica.

<sup>154</sup>Camera dei deputati e Senato della Repubblica, Servizi Studi e Servizi del bilancio, *Piano nazionale di ripresa e resilienza. La proposta del Governo del 12 gennaio 2021*, parte II – Profili di finanza pubblica, XVIII leg., dossier, 25 gennaio 2021, dove si evidenzia come “il PNRR, in linea teorica, è richiesto dai regolamenti comunitari esclusivamente al fine di ottenere i finanziamenti del dispositivo RRF. L'Italia ha però ritenuto opportuno considerare in un'ottica più ampia anche gli interventi finanziabili dal *React EU*, dato che le relative finalizzazioni appaiono anch'esse riconducibili alle sei missioni strategiche del PNRR”.

<sup>155</sup>Osservatorio conti pubblici italiani, *Il nuovo Recovery Plan*, cit. Il nuovo PNRR, invece, sarebbe finanziato sia con la RRF che con i fondi di ReactEU (un altro progetto NGEU, destinato per oltre 2/3 al Meridione), che ammontano a circa 14 miliardi, per un totale di quasi 210 miliardi. Per quanto riguarda i 13 miliardi mancanti, nel nuovo PNRR vengono fatti due chiarimenti. Primo, visto che una parte dei progetti sarà finanziato tramite collaborazioni con il settore privato, il loro effettivo costo per lo Stato potrebbe diminuire. Secondo, e forse più importante, poiché c'è il rischio che alcuni progetti vengano rigettati dalla Commissione europea, il piano ha un'eccedenza di progetti, di modo che, se alcuni non fossero approvati, siano subito disponibili alternative con cui spendere tutti i fondi messi a disposizione. Cfr. Camera dei deputati e Senato della Repubblica, Servizi Studi e Servizi del bilancio, *Piano nazionale di ripresa e resilienza*, cit., pp. 12-13, dove si nota come “un primo scenario considera l'ipotesi che la Commissione europea non reputi ammissibili al finanziamento alcuni dei progetti presentati, per un importo pari al margine aggiuntivo di 14,4 miliardi. Andrebbe chiarito in tale scenario se l'eventuale esclusione di tali interventi implichi la rinuncia da parte del Governo alla loro realizzazione. [...] Ove invece, anche in caso di parziale reiezione, il Governo sia orientato all'integrale realizzazione delle opere incluse nel piano, secondo la tempistica sottostante l'impostazione del PNRR, la sua attuazione implicherebbe la potenziale esposizione a un deficit aggiuntivo rispetto a quello incluso nel quadro programmatico della NADEF. Nell'ipotesi poi in cui si intendesse confermare i precedenti obiettivi riferiti ai saldi di finanza pubblica, occorrerebbe compensare il maggior deficit reperendo fonti di finanziamento aggiuntive per 14,4 miliardi a carico delle prossime manovre di finanza pubblica. Nel secondo scenario, nessuno (o quasi) degli interventi inclusi nel PNRR sarebbe bocciato dalla Commissione europea. Anche in tal caso si porrebbe la medesima alternativa già considerata nello scenario precedente. Il Governo dovrebbe infatti valutare se rinunciare 'spontaneamente' alla realizzazione di alcuni degli interventi inclusi nel piano e ammessi al finanziamento [...] o attivare tutte le opere del piano, in modo da avere maggiori opportunità di realizzare la spesa nei tempi previsti e ottenere conseguentemente le risorse europee”.

scapito degli incentivi, una scelta che da una parte può essere salutata con favore per gli effetti sulla crescita a lungo termine ma che, dall'altra parte, può suscitare qualche perplessità, alla luce dei tempi che richiedono gli investimenti pubblici e del fatto che le risorse europee devono essere impegnate entro il 2023 e spese entro il 2026<sup>156</sup>. L'inversione di rotta a favore degli investimenti pubblici (nella seconda bozza, in particolare, la quota di investimenti supera il 70% con riduzione degli incentivi del 21%) è lungamente motivata nell'analisi d'impatto del PNRR, nella quale si sostiene che il moltiplicatore degli investimenti pubblici è maggiore di quello degli incentivi. Esiste abbondante evidenza empirica dell'elevato moltiplicatore di alcuni investimenti pubblici nel lungo periodo: tuttavia, l'elevato moltiplicatore richiede un'attuazione efficiente ed efficace degli investimenti e si manifesta solamente nel lungo periodo. Per queste ragioni, gli incentivi potrebbero essere più efficienti in Italia nel medio periodo, poiché non presentano i problemi di implementazione e tempistiche degli investimenti<sup>157</sup>. Peraltro, nelle linee guida della Commissione europea di gennaio 2021, si pone l'accento sul fatto che gli Stati membri sono invitati a descrivere l'impatto del Piano sulla qualità, composizione e sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche<sup>158</sup>.

Il problema principale, ad ogni modo, è quello di continuare a credere che la crescita dell'economia italiana dipenda solamente dagli investimenti pubblici, tanto

---

<sup>156</sup> Osservatorio conti pubblici italiani, *Il nuovo Recovery Plan*, cit.

<sup>157</sup> In questi termini Osservatorio conti pubblici italiani, *Il nuovo Recovery Plan*, cit.: “questo significa che destinare oltre il 70 per cento delle risorse agli investimenti diretti e solo il 21 per cento agli incentivi espone maggiormente l'Italia al rischio che il piano non riesca a utilizzare pienamente le risorse disponibili. Si ricorda infatti che le risorse della RRF dovranno essere impegnate entro il 2023 e spese entro il 2026”.

<sup>158</sup> Cfr. European Commission, *Commission Staff Working Document Guidance to Member States Recovery and Resilience Plans*, cit., p. 7. Si v. anche p. 8, dove si precisa che “*this explanation should cover fiscal aspects (for instance, efficiency of revenue collection, composition of public expenditure with a view to improving the quality of public finances and the quality of revenue and expenditure composition or the longer-term sustainability of public finances) included in the recommendations, as well as issues relating to macroeconomic imbalances for those Member States that have been found to experience imbalances in line with Regulation (EU) No 1176/2011. Regarding the latter, 12 Member States identified with either imbalances or excessive imbalances are undergoing an In-Depth Review and are invited to explain how their plan will contribute to address the challenges identified*”.

più se finanziati a debito<sup>159</sup>, anche in ragione del fatto che nella seconda bozza di PNRR – a differenza della prima – si trascura il tema della crescita. Se, infatti, agli investimenti pubblici non si accostano le riforme strutturali (nel settore della pubblica amministrazione, della giustizia, della concorrenza), il sistema economico italiano è destinato a rimanere arido. È previsto un piano di riforme, denominate “politiche di sostegno”. In questo caso, sarebbe bene prevedere procedimenti decisionali veloci ma fondati su approfondite istruttorie: probabilmente, lo strumento della delega legislativa potrebbe essere appropriato. È stato già fatto un parallelo col modello della legge n. 421 del 1992, che potrebbe essere “il contenitore più idoneo per questa strategia d’insieme, per combinare indirizzi generali e obiettivi specifici nei diversi campi, tutti interessati dalla digitalizzazione e dalla sostenibilità”<sup>160</sup>.

Il *Next Generation EU* è, infatti, un programma di stimolo di domanda a sostegno di riforme dal lato di offerta. A tal proposito, è anche utile considerare cosa non è cambiato e sarebbe stato invece utile cambiare rispetto alla versione precedente del PNRR. In primo luogo, il piano dichiara che è essenziale avere una amministrazione pubblica snella e moderna e destina ingenti risorse alla sua digitalizzazione, ma nulla dice nulla sulla questione delle riforme organizzative, di gestione e di incentivi del personale<sup>161</sup>, se non che occorre introdurre un nuovo sistema di misurazione e valutazione della performance. In secondo luogo, sulle riforme della giustizia, ci si limita a rilevare che queste riforme sono “pendenti in

---

<sup>159</sup>Cfr. BINI SMAGHI, *Recovery Fund: fondi sprecați se l'Italia non fa le riforme*, in *IlSole24Ore*, 25/09/2020.

<sup>160</sup>Cfr. DI PORTO e PAMMOLI, *L'Europa, l'Italia, la lezione del 1992*, in *Il Corriere della sera*, 10/08/2020. Sul punto, diffusamente, cfr. anche LUPO, *La delega legislativa come strumento di coordinamento dell'attività normativa di Governo e Parlamento: dalla legge n. 421 del 1992 al "Next Generation EU"*, in corso di pubblicazione in *L'attualità della legge n. 421 del 1992 in tempi di pandemia*: “non è certo ricorrendo a decreti-legge *omnibus* dalla lunga gestazione endogovernativa, dall'impervio cammino parlamentare durante il quale vengono introdotte ulteriori disposizioni (“impacchettate” in maxi-emendamenti su cui il Governo pone la questione di fiducia), e dalla faticosa implementazione, che si può pensare di utilizzare efficacemente le risorse ora destinate all'Italia dall'Unione europea”.

<sup>161</sup>Cfr. TORCHIA, *Il sistema amministrativo italiano e il Fondo di ripresa e resilienza*, in *ASTRID Rassegna*, 2020, n. 17, e BUTI e MESSORI, *Come finalizzare il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza dell'Italia*, in *Luiss School of European Political Economy*, Policy Brief n. 39, 2020.



Parlamento”, prendendo atto – su richiesta della Commissione europea – che i disegni di legge già in Parlamento non sono sufficienti. Infine, è quasi nulla l’attenzione alla concorrenza<sup>162</sup>. Quindi, come nella versione passata, questi tre grandi nodi strutturali dell’economia italiana, anche se in parte riconosciuti come tali, rimangono in secondo piano<sup>163</sup>. Anche per tali ragioni si è giunti a sostenere che, pur essendo il *Next Generation EU* il più importante piano di politica economica degli ultimi trenta anni, “la sua seconda versione è un documento politico senza analisi economica, con obiettivi contraddittori e che non corrisponde a quanto chiede la Commissione”<sup>164</sup>. Si tratta, infatti, e ancora una volta, di un documento meramente politico, volto a salvaguardare (forse) equilibri di breve periodo, ma lontano dal formato che, in linea di principio, la Commissione europea pretenderà dai diversi paesi membri<sup>165</sup>, essendo completamente scarno sugli strumenti<sup>166</sup>.

---

<sup>162</sup>Il Piano si limita a sostenere la transizione digitale e l’innovazione del sistema produttivo attraverso stimoli agli investimenti in tecnologie all’avanguardia e 4.0, ricerca, sviluppo e innovazione, cybersecurity, nonché l’ammodernamento e il completamento delle reti ad altissima capacità in fibra ottica, 5G e satellitari, collegate all’utente finale, per assicurare una parità di accesso al mercato in ogni area del Paese. Si afferma poi che si introdurrà anche una riforma delle concessioni statali che garantirà maggior trasparenza e un corretto equilibrio fra l’interesse pubblico e privato, nonché il costante miglioramento del servizio per gli utenti. Eppure, come si nota in Camera dei deputati e Senato della Repubblica, Servizi Studi e Servizi del bilancio, *Piano nazionale di ripresa e resilienza. La proposta del Governo del 12 gennaio 2021*, parte I – Schede di lettura, XVIII leg., dossier, 25 gennaio 2021, p. 39, “il Piano non fa invece riferimento alla concorrenza nell’ambito del funzionamento dei mercati, aspetto esplicitamente considerato dalla V Commissione della Camera nella relazione sulle Linee guida del PNRR. Al riguardo si fa presente che la V Commissione della Camera ha evidenziato che sull’insoddisfacente dinamica della produttività italiana incidono anche le barriere nell’accesso ai mercati, come ripetutamente rilevato nelle Raccomandazioni del Consiglio rivolte all’Italia negli ultimi anni. A tale riguardo è stata rimarcata la necessità di affrontare le restrizioni alla concorrenza, in particolare nel settore del commercio al dettaglio e dei servizi alle imprese, anche mediante una nuova legge annuale sulla concorrenza, che nel nostro ordinamento costituisce lo strumento per promuovere, in un’ottica complessiva e di sistema, una maggiore apertura dei mercati”.

<sup>163</sup>Osservatorio conti pubblici italiani, *Il nuovo Recovery Plan*, cit.

<sup>164</sup>Cfr. MONACELLI, *Nella versione 2 del Recovery Plan manca l’economia*, in *La Voce*, 14/01/2021.

<sup>165</sup>*Ibidem*. Oggi il documento è una dettagliata declamazione di obiettivi generici sui quali nessuno potrebbe essere in disaccordo: green economy, sostenibilità ambientale, parità di genere, digitalizzazione, coesione sociale, riforma della pubblica amministrazione, potenziamento della ricerca.

<sup>166</sup>Cfr. MONACELLI, *Nella versione 2 del Recovery Plan manca l’economia*, cit. Come continua l’A., tre aspetti colpiscono più di altri nella struttura del Piano. Il primo è lo stile. Molta politica e pochissima (o zero) analisi economica. Completamente assente un riferimento anche minimo alla



Sembra necessario, infine, analizzare due possibili conseguenze di un non oculato utilizzo delle risorse del *Next Generation EU*. In primo luogo, si rischia di non cogliere un'occasione decisiva per rilanciare l'economia italiana, anche attraverso quelle riforme da lungo tempo necessarie, facendo in tal modo aumentare le disuguaglianze tra gli Stati membri dell'UE: aumento della frammentazione che minerebbe alla base non solo l'Eurozona, ma anche il mercato interno e i fondamenti economici del processo di integrazione<sup>167</sup>. In secondo luogo, sprecare questa opportunità rischia di minare il futuro processo di integrazione europea, andando ad influire ancora una volta sulla fiducia che i Paesi frugali hanno nei confronti dei Paesi debitori e, in particolar modo, dell'Italia. Vi è infatti chi ha sostenuto la tesi che i Paesi del Sud Europa rischiano di ricevere dal NGEU non una benedizione ma una maledizione, destinata ad ampliare il divario col Nord e causare tensioni con i contribuenti di quei Paesi<sup>168</sup>. Gli aiuti europei sono finalizzati a ridurre i gap di competitività tra Paesi, ma se il NGEU verrà centrato solo dal lato della spesa e della domanda, il gap tra Nord e Sud Europa rischia di allargarsi ulteriormente. È esattamente quanto sembra stia accadendo in Italia, almeno a leggere le prime due bozze di PNRR: con un piano di riforme strutturali molto vago o assente, e con quella che pare la scelta di usare alcuni prestiti del *Next Generation EU* a sostituzione di programmi di spesa già in essere, per limitarsi a sfruttare il minor costo del denaro<sup>169</sup>, facendo venir meno in tal modo lo stimolo fiscale

---

letteratura scientifica in grado di giustificare criticamente ciascuno degli interventi. Secondo, il documento non mostra alcuna consapevolezza del fatto che alcuni obiettivi possano essere in contraddizione tra loro. Terzo, nel proprio impianto il documento sembra non corrispondere a quanto tecnicamente richiesto dalla Commissione, perché non fornisce indicazioni sugli strumenti con cui raggiungere gli obiettivi.

<sup>167</sup>Cfr. PADOAN, *La crisi amplia le divergenze in Europa. Un rischio per tutti*, in *Il Foglio*, 16/05/2020.

<sup>168</sup>Cfr. ROLDÁN, *Poisonous politics lurk behind the EU recovery fund*, in *Financial Times*, 20/12/2020.

<sup>169</sup>È quanto si legge nel Documento Programmatico di Bilancio 2020: mentre i circa 65 miliardi di stanziamenti a fondo perduto verranno utilizzati quasi tutti subito (10 nel 2021, 16 nel 2022 e 26 nel 2023), i prestiti saranno utilizzati tra 2024 e 2026, ma non si tradurranno in un aumento netto dell'indebitamento pubblico, poiché saranno usati anche per sostituire programmi di spesa, anche corrente, già esistenti. Cfr. Camera dei deputati e Senato della Repubblica, Servizi Studi e Servizi del bilancio, *Piano nazionale di ripresa e resilienza*, cit., p. 8: "tali interventi, benché già adottati e quindi inclusi negli andamenti tendenziali di finanza pubblica, sono finanziati a valere sulla

aggiuntivo del nuovo strumento europeo. Il rischio futuro, pertanto, è che dai contribuenti del Nord Europa, attuali e futuri, chiamati a compartecipare alle spese del Sud Europa, parta non solo un ostacolo verso la strutturazione in modo permanente del debito comune europeo, facendo evolvere definitivamente la zona euro, ma anche, all'estremo opposto, un moto verso la disgregazione dell'Unione europea.

Dunque, un eventuale spreco o fallimento nel *Next Generation EU* da parte dell'Italia potrebbe pertanto innescare una doppia crisi d'integrazione: economica e politica, proprio nel momento in cui l'Europa aveva fatto un ulteriore passo per aumentare quelle integrazioni. In definitiva, il successo di *Next Generation EU* ha “un valore esistenziale per le prospettive future europee; e tale successo dipende, in larga misura, proprio dalla capacità del nostro paese di utilizzare le risorse finanziarie (trasferimenti e prestiti) in modo efficiente, mediante la definizione e la realizzazione del cosiddetto Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza”<sup>170</sup>. Per l'Italia, in particolare, si tratta “non solo di un'occasione per recuperare stabilità e benessere economici, ma anche per riguadagnare un ruolo costruttivo nella comunità internazionale”<sup>171</sup>.

**Luca Bartolucci**

*Assegnista di ricerca in Diritto pubblico*

*presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma*

---

componente ‘prestiti’ del RRF in funzione sostitutiva (*replacement*): ciò in quanto i prestiti europei saranno utilizzati quali forma alternativa e più economica di indebitamento, rispetto ai titoli del debito pubblico scontati nei tendenziali per la copertura del fabbisogno finanziario associato agli interventi in questione”.

<sup>170</sup>BASTASIN, BINI SMAGHI, BORDIGNON, DE NARDIS, DE VINCENTI, MELICIANI, MESSORI, MICOSI, PADOAN, TONIOLO, *Una visione del paese per una grande opportunità: le necessarie scelte del governo italiano in vista di Next Generation-EU*, cit., p. 3. A tal fine, “il Governo italiano deve legare in modi efficaci spese nazionali per il contrasto dell'emergenza e spese (finanziate dal RRF) per uno sviluppo sostenibile di medio-lungo periodo” (p. 2).

<sup>171</sup> *Ivi*, p. 3.

## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

**SENTENZA DELLA CORTE (GRANDE SEZIONE)**

**2 MARZO 2021**

Nella causa C-425/19 P,

avente ad oggetto l'impugnazione, ai sensi dell'articolo 56 dello Statuto della Corte di giustizia dell'Unione europea, proposta il 29 maggio 2019,

**Commissione europea**, rappresentata da P. Stancanelli, L. Flynn, A. Bouchagiar e D. Recchia, in qualità di agenti,  
ricorrente,

procedimento in cui le altre parti sono:

**Repubblica italiana**, rappresentata da G. Palmieri, in qualità di agente, assistita da P. Gentili e S. Fiorentino, avvocati dello Stato,

**Banca Popolare di Bari SCpA**, già Tercas-Cassa di risparmio della provincia di Teramo SpA (Banca Tercas SpA), con sede a Teramo (Italia), rappresentata inizialmente da A. Santa Maria, M. Crisostomo, E. Gambaro e F. Mazzocchi, avvocati, successivamente da A. Santa Maria, M. Crisostomo e E. Gambaro, avvocati,

**Fondo interbancario di tutela dei depositi**, con sede a Roma (Italia), rappresentato da M. Siragusa, G. Scassellati Sforzolini, G. Faella e A. Comino, avvocati,  
ricorrenti in primo grado,

**Banca d'Italia**, con sede a Roma, rappresentata da M. Perassi, M. Todino, L. Sciotto e O. Capolino, avvocati,  
interveniente in primo grado,

LA CORTE (Grande Sezione),

composta da K. Lenaerts, presidente, R. Silva de Lapuerta (relatrice), vicepresidente, J.-C. Bonichot, A. Arabadjiev, A. Prechal, M. Ilešič, L. Bay Larsen, A. Kumin e N. Wahl, presidenti di sezione, E. Juhász, S. Rodin, F. Biltgen, K. Jürimäe, C. Lycourgos e N. Jääskinen, giudici,

avvocato generale: E. Tanchev

cancelliere: A. Calot Escobar

vista la fase scritta del procedimento,

sentite le conclusioni dell'avvocato generale, presentate all'udienza del 29 ottobre 2020,

ha pronunciato la seguente

### **Sentenza**

1 Con la sua impugnazione la Commissione europea chiede l'annullamento della sentenza del Tribunale dell'Unione europea del 19 marzo 2019, Italia e a./Commissione (T-98/16, T-196/16 e T-198/16; in prosieguo: la «sentenza impugnata», EU:T:2019:167), con la quale quest'ultimo ha annullato la decisione (UE) 2016/1208 della Commissione, del 23 dicembre 2015, relativa all'aiuto di Stato SA.39451 (2015/C) (ex 2015/NN) cui l'Italia ha dato esecuzione a favore di Banca Tercas (GU 2016, L 203, pag. 1; in prosieguo: la «decisione controversa»).

...(Omissis)...

– *Nel merito*

57 Per quanto attiene alla prima parte del primo motivo, si deve anzitutto ricordare che la qualificazione come «aiuto di Stato» ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE presuppone la presenza di quattro condizioni, ovvero che sussista un intervento dello Stato o effettuato mediante risorse statali, che tale intervento possa incidere sugli scambi tra gli Stati membri, che esso conceda un vantaggio selettivo al suo beneficiario e che falsi o minacci di falsare la concorrenza (sentenza del 15 maggio 2019, Achema e a., C-706/17, EU:C:2019:407, punto 46 e giurisprudenza ivi citata).

58 Per quanto riguarda l'esistenza di un intervento dello Stato o mediante risorse statali – la sola condizione di cui trattasi nella presente causa – occorre rammentare che, affinché determinati vantaggi possano essere qualificati come «aiuti» ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE, da un lato, essi devono essere concessi direttamente o indirettamente mediante risorse statali e, dall'altro, essi devono essere

imputabili allo Stato (v., in tal senso, sentenza del 15 maggio 2019, Achema e a., C-706/17, EU:C:2019:407, punto 47 e giurisprudenza ivi citata).

59 Per quanto riguarda più specificamente l'imputabilità di una misura allo Stato, la Corte ha dichiarato che essa non può essere dedotta dal solo fatto che detta misura sia stata adottata da un'impresa pubblica. Infatti, anche nel caso in cui lo Stato sia in grado di controllare un'impresa pubblica e di esercitare un'influenza determinante sulle sue operazioni, l'esercizio effettivo di tale controllo nel caso concreto non può essere automaticamente presunto. È altresì necessario verificare se si debba considerare che le autorità pubbliche abbiano avuto un qualche ruolo nell'adozione di tale misura (v, in tal senso, sentenze del 16 maggio 2002, Francia/Commissione, C-482/99, EU:C:2002:294, punti da 50 a 52; del 23 novembre 2017, SACE e Sace BT/Commissione, C-472/15 P, non pubblicata, EU:C:2017:885, punto 34, e del 10 dicembre 2020, Comune di Milano/Commissione, C-160/19 P, EU:C:2020:1012, punto 46).

60 Infatti, l'imputabilità allo Stato di una misura di aiuto adottata da un'impresa pubblica può essere dedotta da un insieme di indizi risultanti dalle circostanze del caso di specie e dal contesto nel quale detta misura è stata adottata. A questo proposito non si può pretendere che venga dimostrato, sulla base di un'indagine precisa, che le autorità pubbliche abbiano concretamente incitato l'impresa pubblica ad adottare la misura di aiuto in questione (v, in tal senso, sentenze del 16 maggio 2002, Francia/Commissione, C-482/99, EU:C:2002:294, punti 53 e 55; del 23 novembre 2017, SACE e Sace BT/Commissione, C-472/15 P, non pubblicata, EU:C:2017:885, punto 35, nonché del 10 dicembre 2020, Comune di Milano/Commissione, C-160/19 P, EU:C:2020:1012, punto 47 e giurisprudenza ivi citata).

61 In particolare, assume rilevanza qualunque indizio che suggerisca, nel caso concreto, un coinvolgimento delle autorità pubbliche ovvero l'improbabilità di un'assenza di coinvolgimento nell'adozione di una misura, tenuto conto anche dell'ampiezza di tale misura, del suo contenuto o delle condizioni che essa comporta,

oppure la mancanza di coinvolgimento delle suddette autorità nell'adozione di detta misura (sentenza del 10 dicembre 2020, Comune di Milano/Commissione, C-160/19 P, EU:C:2020:1012, punto 48).

*... (Omissis)...*

84 Ciò premesso, occorre dichiarare che, come risulta dal punto 132 della sentenza impugnata, è sulla base dell'analisi di tutti gli indizi presi in considerazione dalla Commissione, collocati nel loro contesto, e quindi conformemente alla giurisprudenza ricordata al punto 60 della presente sentenza, che il Tribunale ha statuito che tale istituzione aveva commesso un errore di diritto ritenendo, al punto 133 della decisione controversa, di avere dimostrato che le autorità italiane avevano esercitato un controllo pubblico sostanziale nella definizione dell'intervento del FITD a favore di Tercas.

85 Alla luce delle considerazioni che precedono, occorre respingere la seconda parte del primo motivo e, di conseguenza, il primo motivo nel suo insieme.

### ***Sul secondo motivo***

#### *Argomenti delle parti*

86 Con il secondo motivo, la Commissione sostiene che il Tribunale ha snaturato i fatti pertinenti nonché il diritto italiano.

87 In primo luogo, al punto 116 della sentenza impugnata il Tribunale avrebbe manifestamente snaturato il contenuto dell'articolo 96-ter, comma 1, del TUB, ritenendo che la Banca d'Italia abbia esercitato soltanto un controllo di legittimità, e non di opportunità, sulle misure controverse. Infatti, dal momento che da detta disposizione risulta che la Banca d'Italia autorizza gli interventi di sostegno a favore delle banche «avendo riguardo alla tutela dei risparmiatori e alla stabilità del sistema bancario», il controllo che tale autorità pubblica può esercitare andrebbe al di là di una mera verifica della legittimità delle misure controverse, con la conseguenza che essa potrebbe essere indotta a verificare se tali misure soddisfino i suoi obiettivi di politica bancaria e finanziaria.



88 In secondo luogo, la Commissione afferma che il Tribunale, ai punti 153 e 154 della sentenza impugnata, avrebbe snaturato il contenuto dell'articolo 21 dello statuto del FITD, ritenendo che il metodo di finanziamento degli interventi facoltativi fosse diverso da quello degli interventi obbligatori.

89 A tale proposito, la Commissione precisa che il fatto che il punto 153 della sentenza impugnata inizi con l'espressione «inoltre» non permette di concludere che l'argomento in esso contenuto sia stato esposto ad abundantiam e, di conseguenza, che le censure rivolte contro tale argomento siano inconferenti. Infatti, secondo la Commissione, è proprio in questo punto che il Tribunale ha respinto il suo argomento secondo cui i contributi versati al FITD dai membri di tale consorzio hanno carattere obbligatorio e rappresentano pertanto risorse di natura statale.

90 La Repubblica italiana, BPB, il FITD e la Banca d'Italia concludono, in via principale, che il secondo motivo è irricevibile e, in subordine, che esso è infondato e, in ogni caso, inconferente.

#### *Giudizio della Corte*

91 Con il secondo motivo la Commissione asserisce che ai punti 116 nonché 153 e 154 della sentenza impugnata il Tribunale avrebbe snaturato, rispettivamente, il diritto nazionale e i fatti pertinenti.

92 A tale proposito occorre ricordare, come risulta dalla giurisprudenza esposta al punto 52 della presente sentenza, che la valutazione dei fatti non costituisce, salvo il caso di snaturamento, una questione di diritto soggetta, in quanto tale, al sindacato della Corte.

93 Parimenti, per quanto riguarda l'esame, nell'ambito di un'impugnazione, delle valutazioni del Tribunale in merito al diritto nazionale, la Corte è competente solamente a verificare se vi sia stato uno snaturamento di tale diritto (v., in tal senso, sentenza del 9 novembre 2017, TV2/Danmark/Commissione, C-649/15 P, EU:C:2017:835, punto 49 e giurisprudenza ivi citata).

94 Infine, come è stato ricordato al medesimo punto 52 della presente sentenza, lo snaturamento deve risultare manifestamente dagli atti di causa, senza necessità di effettuare una nuova valutazione dei fatti e delle prove (v., in tal senso, sentenza del 9 novembre 2017, TV2/Danmark/Commissione, C-649/15 P, EU:C:2017:835, punto 50 e giurisprudenza ivi citata).

95 Nel caso di specie, per quanto riguarda l'asserito snaturamento del diritto nazionale, va rilevato che, al punto 116 della sentenza impugnata, il Tribunale ha ricordato che, ai sensi dell'articolo 96-ter, comma 1, lettera d), del TUB, la Banca d'Italia autorizza gli interventi dei sistemi di garanzia dei depositi «avendo riguardo alla tutela dei risparmiatori e alla stabilità del sistema bancario».

96 Orbene, il tenore letterale di tale disposizione consente di considerare che la Banca d'Italia, così come le altre autorità parimenti responsabili della tutela degli interessi pubblici, sia legittimata a operare un controllo degli interventi dei sistemi di garanzia dei depositi alla luce del quadro normativo vigente, al fine di tutelare detti interessi.

97 Inoltre, occorre rilevare che, in tale medesimo punto 116 della sentenza impugnata, il Tribunale ha rammentato il quadro normativo in cui si inserisce l'articolo 96-ter, comma 1, lettera d), del TUB, alla luce del quale tale disposizione deve, a suo avviso, essere interpretata. Pertanto, in forza dell'articolo 5 del TUB, la Banca d'Italia esercita la vigilanza prudenziale «avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia». Analogamente, dal richiamato punto 116 della sentenza impugnata si evince che, secondo l'articolo 19 del TUB, la Banca d'Italia autorizza un determinato numero di decisioni importanti delle banche, come le acquisizioni.

98 In tale contesto, contrariamente a quanto sostenuto dalla Commissione, dall'espressione «avendo riguardo alla tutela dei risparmiatori e alla stabilità del sistema bancario», contenuta nell'articolo 96-ter, comma 1, lettera d), del TUB, non risulta

manifestamente che la Banca d'Italia eserciti un controllo di opportunità sugli interventi dei sistemi di garanzia dei depositi, come le misure controverse, cosicché la Commissione non ha dimostrato che il Tribunale, al punto 116 della sentenza impugnata, ha snaturato tale disposizione ritenendo che la Banca d'Italia si limiti a effettuare un controllo di conformità delle misure di intervento al quadro normativo, a fini di vigilanza prudenziale.

99 Per quanto riguarda l'asserito snaturamento dell'articolo 21 dello statuto del FITD, occorre rilevare che gli argomenti della Commissione si basano su una lettura errata della sentenza impugnata in quanto, contrariamente a quanto sostenuto da tale istituzione, il Tribunale non ha dichiarato, ai punti 153 e 154 di tale sentenza, che il metodo di finanziamento degli interventi facoltativi fosse diverso da quello degli interventi obbligatori.

100 Infatti, da un lato, nell'ambito dell'esame dell'asserito carattere obbligatorio dei contributi utilizzati dal FITD per procedere all'intervento di cui trattasi, al punto 153 della sentenza impugnata il Tribunale si è limitato, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 177 delle sue conclusioni, a constatare che, a differenza delle risorse necessarie per il funzionamento del consorzio, detti contributi erano considerati come anticipazioni «versati dai membri del FITD, che li gestiva per loro conto in qualità di mandatario».

101 Dall'altro lato, al punto 154 della sentenza impugnata, il Tribunale ha dichiarato che, per quanto riguarda gli interventi facoltativi, è l'obbligo di contribuire all'intervento, e non il metodo di finanziamento dei contributi, che ha la propria origine in una disposizione statutaria di natura privatistica, mentre l'obbligo di intervenire, come sottolineato dal Tribunale, trae origine in una disposizione normativa quando il FITD è «specificamente incaricato dallo Stato della gestione dei contributi versati dai membri a titolo di garanzia legale dei depositi».

102 In tale contesto, il secondo motivo dev'essere respinto in quanto infondato, senza che sia necessario pronunciarsi sulla sua ricevibilità.

103 Atteso che nessuno dei due motivi dedotti dalla Commissione a sostegno dell'impugnazione è stato accolto, quest'ultima dev'essere respinta integralmente.

**Sulle spese**

104 Ai sensi dell'articolo 184, paragrafo 2, del regolamento di procedura, quando l'impugnazione è respinta, la Corte statuisce sulle spese. Ai sensi dell'articolo 138, paragrafo 1, del medesimo regolamento, applicabile al procedimento di impugnazione in forza dell'articolo 184, paragrafo 1, dello stesso, la parte soccombente è condannata alle spese se ne è stata fatta domanda.

105 La Commissione, rimasta soccombente in sede di impugnazione, dev'essere condannata alle spese, conformemente alla domanda della Repubblica italiana, di BPB, del FITD e della Banca d'Italia.

Per questi motivi, la Corte (Grande Sezione) dichiara e statuisce:

- 1) L'impugnazione è respinta.
- 2) La Commissione europea è condannata alle spese.

## LA CORTE DI GIUSTIZIA UE SUL CASO TERCAS:

### OLTRE IL DANNO, LA BEFFA \*

*(EU Court of Justice in the Tercas case.  
Talk about adding insult to injury)*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. Le (discutibili) tesi della Commissione UE. - 3. La decisione della Commissione UE nella vicenda delle quattro banche: .... - 4. (Segue): ... la risarcibilità dei danni subiti dai risparmiatori.

1. La Corte di giustizia, con la sentenza in commento, ha respinto il ricorso della Commissione UE contro la decisione del Tribunale dell'Unione europea che, nel 2019, aveva legittimato l'utilizzo del Fondo Interbancario di Garanzia dei Depositi (FITD) ad operare salvataggi bancari, sottraendolo al rigore della normativa sugli «aiuti di Stato»<sup>1</sup>. Tale decisione della Corte rafforza il *sentiment*, diffuso in ampia parte dell'Unione, in ordine alla necessità di rivedere nella sostanza le norme sulle crisi bancarie<sup>2</sup>.

La sentenza ha, altresì, risvolti di politica economica e sociale in quanto evidenzia le criticità del progetto Europa, segnando la via da seguire per il superamento delle stesse. Essa infatti si inquadra nella strategia 'aperturista' che, a seguito della crisi pandemica, sembra caratterizzare la posizione dei vertici UE che riconducono le misure adottate alla logica di reale coesione tra gli Stati membri.

Già in altra sede, l'orientamento della Commissione UE veniva da noi criticato in quanto, non solo, esso appariva poco condivisibile in base alla natura giuridica del FITD

---

\*Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup>Gli aiuti di Stato, rilevanti ai sensi dell'art. 107 TFUE, presuppongono la provenienza pubblica delle risorse finanziarie fornite all'ente bancario o, comunque, un'ingerenza delle Autorità statali nella sfera privata tale da produrre un vantaggio selettivo al beneficiario e da falsare (o minacciare di falsare) la concorrenza. Cfr., *ex multis*, Corte di giustizia, 21 dicembre 2016, C-20/15 P e C-21/15 P, Commissione/World Duty Free Group e a., ECLI: EU:C:2016:981, punto 53; 18 maggio 2017, C-150/16, Fondul Proprietatea, ECLI:EU:C: 2017:388, punto 13; v. anche Comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in GUUE.

<sup>2</sup>Come è noto, la Commissione europea, da ultimo, ha posto in pubblica consultazione alcune modifiche al quadro normativo in materia di gestione delle crisi bancarie e dei sistemi di garanzia dei depositi.

italiano, ma risultava essere in evidente contrasto con quanto la medesima istituzione, in epoca meno recente, aveva sostenuto in situazioni analoghe<sup>3</sup>. Ci si riferiva, in particolare, alle vicende che hanno riguardato Sicilcassa<sup>4</sup>. Si era in presenza, infatti, di una posizione che non appariva giustificata da ontologiche differenze strutturali in ordine alla natura e alla funzione del FITD<sup>5</sup>. Sul punto appariva decisivo quanto evidenziato da autorevole dottrina che, commentando il dato normativo (art. 96 TUB), aveva escluso i sistemi di garanzia tra i «soggetti investiti dell'esercizio di una pubblica funzione o di un pubblico servizio», sottolineandone la totale estraneità dall'apparato pubblico<sup>6</sup>.

Venendo ai fatti oggetto di osservazione, occorre far presente che il commissario della Banca Tercas, sottoposta a procedura di amministrazione straordinaria, aveva avviato, nell'ottobre 2013, trattative con la Banca Popolare di Bari affinché quest'ultima sottoscrivesse le azioni emesse dall'ente creditizio in crisi al fine di attuare un aumento del capitale sociale. Il buon esito di tale operazione era, tra l'altro, subordinato all'eventualità che il FITD coprisse interamente il *deficit* patrimoniale di Tercas; si richiedeva inoltre la concessione di una garanzia a copertura dei costi fiscali e del rischio di credito associato a determinate esposizioni. Tali condizioni avrebbero dovuto verificarsi previa autorizzazione da parte dell'Autorità di vigilanza, pervenuta in data 7 luglio 2014.

La Commissione UE fece espressa richiesta alle Autorità italiane di fornire puntuali informazioni in ordine alla suddetta operazione. Le notizie fornite indussero detta

---

<sup>3</sup>Cfr., sul punto, ROSSANO D., *La nuova regolazione delle crisi bancarie. Risoluzione e tecniche di intervento*, Milano, 2017, p. 47 s. e MASERA, *Le banche di prossimità: problemi e prospettive al di qua e al di là dell'Atlantico*, in *Riv. trim. dir. econ.*, supplemento al n. 3 del 2018, p. 48 che aveva reputato la decisione, sotto il profilo dell'economista, un grave sbaglio.

<sup>4</sup>Cfr., la Decisione della Commissione, 2000/600/Ce, del 10 novembre 1999 consultabile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/>.

<sup>5</sup>Non a caso sul sito del Ministero dell'Economia e delle Finanze, dal 23 dicembre 2015 è consultabile un documento nel quale è evidenziata la difformità di posizione della Commissione tra le due vicende, nonostante, «rispetto agli interventi dei fondi di garanzia dei depositi, le norme vigenti all'epoca, i principi di diritto affermati dalla Corte di giustizia e la situazione di fatto» fossero comparabili a quelli odierni. Cfr. in argomento, CANEPA, *La regolazione al tempo della crisi tra salvaguardia del mercato unico e "flessibilità" delle regole sugli aiuti di Stato*, in *Banca Impresa Società*, 2016, n. 3, p. 445.

<sup>6</sup>Cfr. CAPRIGLIONE - CERCONE, *Commento all'art. 96*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia Bancaria e Creditizia*, diretto da CAPRIGLIONE, Tomo II, 2012, p. 1209 ss. (spec. p. 1226). Gli Autori, infatti, considerano «marcata la differenza dei sistemi di garanzia rispetto all'intervento pubblico, in passato regolato dal d. m. 27 settembre 1974».

istituzione ad avviare il procedimento di cui all'articolo 108, paragrafo 2, TFUE; a fondamento di tale azione v'era l'intento di verificare la compatibilità delle misure adottate nel caso di specie con il quadro normativo di riferimento in materia di aiuti di Stato. All'esito di tale approfondimento, il 23 dicembre 2015 la Commissione UE valutò l'intervento del FITD alla stregua di un aiuto di Stato illegittimo.

Avverso la decisione della Commissione, la Repubblica italiana e il FITD proposero ricorso dinanzi al Tribunale europeo che in argomento formulò una decisione nella quale si valorizza la funzione dei sistemi di garanzia dei depositi nel complessivo contesto dell'attuale normativa in materia di gestione delle crisi bancarie; nel contempo, il Tribunale ebbe modo di sciogliere taluni dubbi interpretativi sorti in ragione del rigido atteggiamento assunto dalla menzionata istituzione europea *in subiecta materia*<sup>7</sup>. Venne infatti evidenziato, sul piano delle concretezze, che la Commissione: i) non aveva presentato indizi sufficienti a dimostrare che l'intervento del FITD fosse avvenuto sotto l'influenza, il controllo o la gestione delle Autorità pubbliche; ii) non era stata in grado di documentare, sul piano giuridico, un coinvolgimento dello Stato nell'operazione di cui trattasi.

A seguito della citata decisione del Tribunale, la Commissione ha promosso un ricorso dinanzi alla Corte di giustizia al fine di ottenere l'annullamento della sentenza impugnata. A tale ricorso ha fatto seguito la pronuncia in commento nella quale, come si è anticipato, è stata respinta l'impugnazione e condannata la Commissione alle spese.

## 2. La sentenza in commento rileva con riguardo alla definizione del ruolo del FITD

---

<sup>7</sup>Del resto, la Corte di giustizia, in più occasioni, ha sollecitato la Commissione europea ad assumere atteggiamenti più flessibili in materia di aiuti di Stato. A titolo esemplificativo, cfr. la pronuncia della Corte di giustizia del 19 luglio 2016 sul caso Kotnik (C-526/14); ivi, infatti, viene specificato che «la Commissione può adottare orientamenti al fine di stabilire i criteri in base ai quali essa intende valutare la compatibilità, con il mercato interno, di misure di aiuto» (pt. 41). Per tale via essa «si autolimita (...) e non può», ma solo in linea di principio, «discostarsi da tali norme (...)» (pt. 42). Ne deriva, pertanto, che «gli Stati membri conservano la facoltà di notificare alla Commissione progetti di aiuto di Stato», ancorché essi «non soddisf(i)no i criteri previsti da detta comunicazione»; progetti che la Commissione ha il potere di «autorizzare (...) in circostanze eccezionali» (pt. 43).

nella prevenzione e gestione dei dissesti creditizi<sup>8</sup>.

Sicché, essa denota significatività al di là della vicenda in osservazione. Ci si riferisce, in particolare, al noto caso delle *quattro banche* (Etruria, Marche, Cariferrara e Carichieti) in amministrazione straordinaria, sottoposte dall'Autorità nazionale a risoluzione in tempi coevi all'introduzione nel nostro ordinamento della procedura in parola. Come si vedrà nel prosieguo della presente nota, le Autorità competenti sono state di certo condizionate (nell'individuazione delle misure da applicare nel caso specifico) dalla decisione assunta dalla Commissione europea nei confronti della Banca Tercas. Significative, al riguardo, sono le considerazioni espresse dal Presidente del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi che, con riferimento all'avvio della procedura di risoluzione dei sopracitati enti creditizi, ebbe a sottolineare come essa sia costata al settore bancario «sensibilmente di più di quanto sarebbe costato l'intervento del Fondo»<sup>9</sup>.

Ciò posto, a seguito della pronuncia della Corte, sorge il problema di verificare se possa essere fondata un'eventuale richiesta di risarcimento dei danni da parte dei soggetti lesi dalla decisione della Commissione europea. Ciò tenendo presente che - come da noi già evidenziato in altra occasione<sup>10</sup> - la Banca d'Italia, in sede tecnica, in occasione della risoluzione delle *quattro banche*, è addivenuta ad una eccessiva svalutazione dei crediti deteriorati.

Preliminarmente, occorre precisare che gli aiuti di Stato, rilevanti ai sensi dell'art. 107 TFUE, presuppongono la provenienza pubblica delle risorse finanziarie fornite all'ente bancario. Si postula altresì un'ingerenza delle Autorità statali nelle fattispecie in esame volta a far conseguire «un vantaggio selettivo» al beneficiario degli aiuti, sì da

---

<sup>8</sup>Cfr. la nota preparata dal Parlamento Europeo in vista dell'audizione pubblica del Presidente del Consiglio di risoluzione unico (SRB), Elke König, *Public hearing with Elke König*, Chair of the Single Resolution Board ECON on 2 April 2019, consultabile sul sito [www.europarl.europa.eu/](http://www.europarl.europa.eu/).

<sup>9</sup>Cfr. MACCARONE, *Il sistema di garanzia dei depositi nel contesto regolamentare europeo, Relazione su Meccanismo Unico di Risoluzione: sfide ed opportunità per il sistema bancario italiano*, <https://www.disag.unisi.it/>, maggio 2016, p. 8. Sul punto cfr., altresì, DE KOK, *Competition Policy in the Framework and Application of State Aid in the Banking Sector*, in *European State Aid Law Quarterly*, 2, 2015, p. 224 ss.

<sup>10</sup>Sia consentito il rinvio a ROSSANO D., *Di tutta l'erba un fascio: il caso Carife e delle altre tre banche*, nota a Sentenza del Tar Lazio, n. 166 del 7 gennaio 2017, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2017, p. 1 ss.



falsare (o minacciare di falsare) la concorrenza<sup>11</sup>.

Va da sé che la presenza di tali condizioni deve essere accuratamente apprezzata, in sede tecnica, dalle competenti Autorità europee soprattutto quando il contributo economico è concesso ad un ente privato. Per converso, ad avviso della Commissione UE, nel caso Tercas, il Tribunale avrebbe commesso un errore di diritto ponendo a suo carico un onere della prova in ordine all'imputabilità dell'aiuto allo Stato, onere più gravoso di quello, per solito, richiesto.

Nello specifico, la Commissione ha sottolineato che essa non avrebbe dovuto estendere le proprie valutazioni alla verifica di «istruzioni vincolanti» fornite dalle Autorità nazionali al FITD. Ciò tenuto conto della decisiva circostanza che il Fondo, nell'espletamento delle proprie funzioni, agisce in virtù di un mandato pubblico, essendo «un'emanazione dello Stato italiano» ovvero un organismo al quale la Repubblica italiana avrebbe conferito specifiche responsabilità sulla base della Direttiva europea 94/19.

Sotto altro profilo, la Commissione ha ravvisato una possibile incongruenza tra la decisione adottata dal Tribunale e quanto disposto dagli artt. 11 della Direttiva 2014/49/UE (DGS) e 32 della Direttiva 2014/59/UE (BRRD). Tale contraddittorietà emerge in relazione al ruolo ricoperto dai sistemi di garanzia dei depositi nella gestione delle crisi bancarie che, in seguito alla menzionata sentenza del Tribunale, ridimensionerebbe la portata della procedura di risoluzione.

Si è in presenza di considerazioni poco condivisibili, in quanto la Corte sottolinea correttamente che la Commissione non avrebbe dovuto basare il proprio convincimento su una mera *improbabilità* della assenza di influenza e di controllo effettivo esercitato dalle Autorità pubbliche sul FITD<sup>12</sup>. Al contrario, la decisione avrebbe dovuta essere

---

<sup>11</sup>Cfr., per tutti, la sentenza della Corte del 15 maggio 2019, Achema e a., C-706/17.

<sup>12</sup>Cfr., sul punto, ARGENTATI, *I salvataggi di banche italiane*, in *Mercato concorrenza regole*, 1, 2016, p. 124 secondo cui «la qualificazione come aiuto di Stato del supporto dato dal Fondo interbancario (...) appare in realtà frutto di una forzatura interpretativa tesa a rinvenire nel caso di specie le due condizioni

supportata da «indizi sufficienti» a stabilire che la misura di aiuto in questione fosse, sul piano delle concretezze, imputabile allo Stato. Conseguentemente, il Tribunale non avrebbe richiesto alla Commissione criteri di prova *diversi* rispetto a quelli indicati dalla giurisprudenza in *subiecta materia*. Da qui, l'ulteriore considerazione formulata dalla Corte di giustizia secondo cui, nelle ipotesi nelle quali il FITD agisce per finalità diverse da quelle proprie (*i.e.* rimborsi dei depositi), esso non opera in forza di un mandato pubblico<sup>13</sup>.

Va sul punto richiamato l'art. 96-ter, comma 1, lettera d), del TUB nel quale si legittimano gli interventi dei sistemi di garanzia dei depositi se questi ultimi sono finalizzati «alla tutela dei risparmiatori e alla stabilità del sistema bancario». Coerentemente con tale ultimo obiettivo, la Banca d'Italia è tenuta ad effettuare un controllo di legittimità sugli interventi posti in essere dal Fondo non potendo estendere le proprie valutazioni in ordine al merito e all'opportunità degli stessi.

A ben considerare, le argomentazioni della Commissione si basano su una errata premessa secondo cui l'esistenza di un presunto criterio di prova (più rigoroso di quello richiesto nelle verifiche di cui trattasi) renderebbe di fatto impossibile dimostrare l'imputabilità allo Stato delle misure adottate dai sistemi di garanzia dei depositi.

Sotto altro profilo, non è condivisibile la tesi della Commissione secondo la quale vi sarebbe una presunta incompatibilità tra la decisione del Tribunale UE e il disposto degli artt. 11 e 32 sopra richiamati. Come si ebbe ad osservare già in passato<sup>14</sup>, è vero il contrario, dovendo piuttosto ravvisarsi nella decisione della Commissione profili di contraddittorietà con il quadro normativo vigente. Infatti, come è noto, ai sensi della BRRD, l'ente bancario, di regola, deve considerarsi in dissesto (o a rischio di dissesto)

---

(controllo pubblico e imputabilità allo Stato) prescritte dalla Comunicazione del 2013 per ammettere il controllo della Commissione nella materia de qua».

<sup>13</sup>Ad avviso della Corte di giustizia «il Tribunale non ha imposto criteri di prova diversi, ma al contrario ha applicato la giurisprudenza secondo cui... gli indizi atti a dimostrare l'imputabilità di una misura di aiuto derivano dalle circostanze del caso di specie e dal contesto in cui tale misura è stata attuata».

<sup>14</sup>Cfr. D. ROSSANO, *La gestione dei crediti deteriorati nelle crisi bancarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 2 al n. 2 del 2019, p. 87 s.

nell'eventualità in cui necessiti di un sostegno finanziario pubblico straordinario (art. 32 della BRRD). Pertanto, volendo accogliere la tesi sostenuta dalla Commissione - in base alla quale, come già puntualizzato, l'utilizzo delle risorse del FITD a favore di un ente bancario in crisi va considerato alla stregua di un aiuto di Stato -, si individuano difficoltà interpretative nell'accettare tale soluzione. Ci si riferisce, in particolare, alla necessità di considerare l'intervento del FITD come presupposto per l'avvio della procedura di risoluzione (ai sensi dell'art. 32 sopracitato), anziché quale misura finalizzata ad evitare «il fallimento di un ente creditizio» (come, di contro, espressamente dispone l'art. 11 della direttiva DGS).

3. Occorre prendere le mosse dalle dichiarazioni del Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana, Antonio Patuelli, che come è stato riportato sul sito ufficiale dell'ABI, all'indomani della pronuncia della Corte di giustizia in commento, ha espresso «grande soddisfazione», auspicando al contempo «che i risparmiatori e le banche concorrenti italiane vengano adeguatamente e tempestivamente risarcite per i gravi danni subiti per l'errore di diritto compiuto dalla precedente Commissione Europea». Appare chiaro il riferimento alla nota vicenda delle menzionate *quattro banche* sottoposte a risoluzione nel novembre del 2015; procedura nella quale furono coinvolti, in forza dell'applicazione del noto principio del cd. *burden sharing*, gli azionisti e gli obbligazionisti subordinati dei menzionati enti bancari i cui interessi vennero sacrificati.

Invero, la decisione della Commissione sul caso Tercas condizionò fortemente la scelta degli interventi da adottare per far fronte alla situazione di crisi nella quale versavano le *quattro banche*. Ciò trova conferma nelle dichiarazioni del Presidente del FITD, Salvatore Maccarone, pronunciate dinanzi alla Commissione parlamentare d'inchiesta sulle banche<sup>15</sup>. Nell'occasione venne sottolineato che la decisione «della Commissione

---

<sup>15</sup>Nell'audizione tenutasi 13 dicembre 2017 consultabile al seguente link: <https://www.parlamento.it/application/xmanager/projects/parlamento/file/repository/commissioni/bicamerale/banche/28-DEFINITIVO.pdf>

... (ebbe) ... un'influenza nefasta sulla possibilità di intervenire nei confronti delle quattro banche». Donde il sotteso riferimento alla circostanza che la procedura applicata era già «in fase avanzata». In particolare, si ha riguardo al fatto che venne abbandonato il disegno di concepire misure di sostegno finanziario (previo utilizzo delle risorse del FITD) a favore dei sopramenzionati enti creditizi per procedere senza indugio alla loro risoluzione.

Ne consegue che la pronuncia della Corte di giustizia, evidenziando l'erronea linea comportamentale della Commissione, critica, sul piano delle concretezze, l'adozione di provvedimenti che hanno posto gli oneri delle perdite subite nei suddetti dissesti a carico degli azionisti e dei titolari di obbligazioni subordinate (art. 27, lett. b) del d. lgs. n. 180 del 2015); donde l'evidente esigenza di procedere al ripianamento delle stesse<sup>16</sup>. Va peraltro precisato che i costi di tali salvataggi sono stati fatti gravare, «in ultima analisi», sul sistema bancario che, come ha sottolineato la Banca d'Italia «alimenta con i suoi contributi, ordinari e straordinari, il Fondo di Risoluzione»<sup>17</sup>

4. Sulla base di quanto precede, c'è da domandarsi se i risparmiatori pregiudicati dal provvedimento adottato dalla Commissione, abbiano titolo per richiedere il risarcimento dei danni subiti.

Preliminarmente, occorre verificare se sia possibile imputare le conseguenze degli atti pregiudizievoli adottati dalla Commissione alla Banca d'Italia per avere quest'ultima agito come mera esecutrice di una volontà altrui e per non aver esercitato una adeguata reazione al fine di discostarsi dalle indicazioni della più volte citata Autorità europea. È appena il caso di sottolineare che la condotta della Banca d'Italia è pienamente coerente con la normativa UE in materia di aiuti di Stato; sicché, a fronte di un comportamento pienamente legittimo non sono possibili dubbi di sorta in ordine alla

---

<sup>16</sup>Cfr., al riguardo, il comunicato del 22 novembre della Banca d'Italia in ordine alle *Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, CariChieti, Cassa di Risparmio di Ferrara*, consultabile sul sito ufficiale della Banca d'Italia.

<sup>17</sup>Cfr., *Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, CariChieti, Cassa di Risparmio di Ferrara*, cit., p. 3.

configurabilità di esimenti a favore dell'organo di supervisione italiano<sup>18</sup>.

Al fine, dunque, di rinvenire la soluzione del problema riguardante la risarcibilità dei danni causati dall'intervento della Commissione, necessita aver riguardo al quadro normativo definito dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea (TFUE). Orbene, dal disposto di cui all'art. 266 di tale Trattato, discende la necessaria «esecuzione della sentenza della Corte di giustizia dell'Unione europea» e, dunque, degli atti ad essa conseguenziali. Rilevante, altresì, in *subiecta materia* è la previsione dell'art. 340, comma 2, TFUE, secondo cui nei casi di «di responsabilità extracontrattuale, l'Unione deve risarcire, conformemente ai principi generali comuni ai diritti degli Stati membri, i danni cagionati dalle sue istituzioni o dai loro agenti nell'esercizio delle loro funzioni».

Se ne deduce, che la normativa europea riconosce ai soggetti lesi dalle decisioni degli organi dell'Unione il potere di agire per ottenere il risarcimento dei danni subiti<sup>19</sup>, demandando, ai sensi dell'artt. 268 TFUE, alla Corte di giustizia la competenza in materia<sup>20</sup>.

Da quanto precede, è possibile ritenere che l'Autorità giudiziaria europea possa essere chiamata ad effettuare una difficile opera di contemperamento tra i diversi interessi in conflitto. Nello specifico, si ha riguardo al possibile contrasto che potrebbe insorgere tra le esigenze dei soggetti lesi (dai provvedimenti degli organi dell'Unione) e quelle della collettività (cui sono naturalmente preordinati gli atti dei medesimi). Va osservato, sul punto, che tra i valori *superiori* posti a tutela dei singoli, la giurisprudenza della Corte annovera «il principio di non discriminazione, di proporzionalità, di parità di

---

<sup>18</sup>Conformemente si rinvia al Ricorso proposto il 25 settembre 2019 – Fondazione Cassa di Risparmio di Pesaro e a./Commissione (Causa T-635/19) (2019/C 383/80), consultabile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62019TN0635:IT:PDF>. Sul punto, cfr. LOMBARDI, *La responsabilità delle autorità di sorveglianza del mercato finanziario: regola aurea o «All that glitters is not gold»?*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 10, 2016, 1409 ss.

<sup>19</sup>Sul punto, cfr., per tutti, CONDINANZI, MASTROIANNI, *Il contenzioso dell'Unione europea*, Torino, 2009, spec. p. 277.

<sup>20</sup>L'azione di danni è un rimedio autonomo, dotato di una propria funzione, distinto dalle altre azioni esperibili e sottoposto a condizioni di esercizio che tengano conto del suo oggetto specifico (cfr. Sentenza della Corte del 28 aprile 1971. *Alfons Lütticke GmbH contro Commissione delle Comunità europee*, Causa 4-69).

trattamento», cui si aggiunge il dovere di diligenza e del legittimo affidamento<sup>21</sup>. In particolare, la Corte ha affermato costantemente che la certezza del diritto esige una normativa *chiara e precisa*, dovendo orientare le condotte dei destinatari con piena cognizione di causa.

Di contro, come è stato osservato in dottrina, la *ratio* di una possibile limitazione di responsabilità delle Autorità di controllo va ravvisata nella esigenza di perseguire un efficace esercizio dei compiti ad esse attribuiti dalla legge. Ed invero, tale obiettivo potrebbe essere compromesso dal timore di incorrere in azioni risarcitorie anche per i soli casi di colpa lieve, donde la possibile costrizione delle medesime a forme di inattività<sup>22</sup>.

Venendo al caso di specie, i soggetti che ritengano lesa la propria posizione giuridica soggettiva a seguito della decisione della Commissione sul caso Tercas, potrebbero aver titolo per ottenere il riconoscimento nelle sedi opportune delle proprie ragioni. Occorre, tuttavia, evidenziare le difficoltà connesse alla prova dell'esistenza del nesso di causalità tra l'evento specifico e i danni subiti. Si è in presenza in questi casi di una sorta di *probatio diabolica* tenuto conto che i risparmiatori danneggiati dovranno essere in grado di dimostrare l'illiceità del comportamento della Commissione (la quale avrebbe dovuto violare una norma giuridica volta a conferire diritti ai singoli), nonché il pregiudizio effettivamente patito<sup>23</sup>. È evidente che la complessità di tale verifica potrebbe scoraggiare la proposizione di eventuali azioni risarcitorie da parte degli aventi diritto i quali dovrebbero provare, secondo i criteri indicati dalla giurisprudenza della Corte, che la violazione sia stata *manifesta e grave*<sup>24</sup>; condizione quest'ultima di difficile dimostrabili-

---

<sup>21</sup>Cfr., per tutte, Tribunale, 6 marzo 2003, Dole Fresh Fruit International, in causa T-56/00, Tribunale, 6 dicembre 2001, Emesa Sugar, in causa T-43/98, Tribunale, 27 giugno 1991, Stahlwerler, in causa T-120/89, Tribunale 24 ottobre 2000, Fresh Marine Company, in causa T-178/98, Tribunale 6 dicembre 2001, Emesa Sugar, in causa T-43/98.

<sup>22</sup>Cfr. D'AMBROSIO, *La responsabilità delle autorità di vigilanza: disciplina nazionale e analisi comparatistica*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, Padova, 2008, p. 285.

<sup>23</sup>Cfr., da ultimo, DOLMETTA-LENTINI, *La Corte di Giustizia sul caso Tercas. Primi scenari*, marzo 2021, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it)

<sup>24</sup>Cfr., per tutte, sebbene in riferimento alla configurabilità della responsabilità dello Stato, Corte di giustizia 4 luglio 2000, causa C-352/98, punto 43; 4 aprile 2017, causa C-337/15 P, punto 31.

tà in un ambito, come quello degli aiuti di Stato, caratterizzato dall'ampia discrezionalità delle Autorità competenti<sup>25</sup>.

In conclusione, può dirsi che la normativa europea contempla la possibilità di sperimentare azioni di risarcimento per i danni subiti a seguito di illecito comportamento degli organi dell'Unione; tuttavia, l'identificazione di rigidi criteri probatori che la giurisprudenza della Corte pone a carico degli attori rende difficile, a nostro avviso, la proposizione (e, dunque, l'accoglimento) di possibili ricorsi<sup>26</sup>. Conferma tale opinione, lo scarso numero di azioni risarcitorie conclusesi in senso favorevole al richiedente, secondo quanto risulta da un documento elaborato dalla stessa Commissione nel 2019<sup>27</sup>.

Sullo sfondo resta, poi, l'ulteriore problematica di verificare se l'Associazione Bancaria Italiana (ABI) abbia legittimazione attiva per avviare anch'essa - in relazione alle vicende di cui si è dato conto nel corso della presente nota - l'azione risarcitoria nei confronti della Commissione. Si fa presente che, come emerge dalla giurisprudenza europea, possono ricorrere alla Corte di giustizia solo i soggetti destinatari *direttamente e individualmente* dell'atto impugnato. Tale approccio restrittivo non ha impedito, in passato, di rinvenire un interesse ad agire da parte di taluni richiedenti in presenza di un provvedimento che li coinvolgeva «a causa di determinate qualità personali, ovvero di particolari circostanze atte a distinguerlo dalla generalità e quindi lo identifichi alla stregua dei destinatari»<sup>28</sup>. In tale logica, la giurisprudenza della Corte ha ritenuto che, ove il

---

<sup>25</sup>In riferimento alla discrezionalità della Commissione UE in materia di aiuti di Stato, cfr. LUCHENA, *Aiuti pubblici e vincoli comunitari*, Bari, 2006, p. 83 ss.

<sup>26</sup>Sottolinea GALLO, *Aiuti di Stato e risarcimento del danno*, in *Eurojus*, 3, 2019, p. 87 che «dalla giurisprudenza UE emerge il dato che finora il risarcimento è stato concesso, nei casi di decisioni illegittime della Commissione in materia di aiuti, solamente quando la violazione grave insiste su una questione di carattere procedurale». L'A. ritiene che la legittimazione attiva spetti: a) alla Banca popolare di Bari; b) al Fondo; c) ai risparmiatori e correntisti della Banca popolare di Bari; d) alle 4 bad banks; e) ai risparmiatori delle 4 bad banks; f) a tutte le altre banche che avrebbero potuto beneficiare dell'intervento del Fondo; g) a tutti i risparmiatori e correntisti di tutte le altre banche che avrebbero potuto beneficiare dell'intervento del Fondo.

<sup>27</sup>Il report è consultabile al seguente link: <https://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0219428enn.pdf>

<sup>28</sup>Sentenza della Corte del 15 luglio 1963, *Plaumann & Co. contro Commissione della Comunità economica europea*, Causa 25-62.

provvedimento oggetto di contestazione «riguardi un gruppo di soggetti individuati o individuabili nel momento in cui l'atto è stato adottato e in base a criteri tipici dei membri di tale gruppo», l'interesse ad agire può derivare dall'appartenenza ad un insieme ristretto di operatori economici destinatari della misura controversa<sup>29</sup>.

**Diego Rossano**

*Ordinario di Diritto dell'economia  
presso l'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"*

---

<sup>29</sup>Cfr. Corte di Giustizia delle Comunità Europee, sentenza (Seconda Sezione) del 23 aprile 2009; Ordinanza della Corte (Sesta Sezione) del 17 febbraio 2009, Galileo Lebensmittel GmbH & Co. KG contro Commissione delle Comunità europee; sentenze Piraiki-Patraiki e a./Commissione, cit., punto 31, nonché 22 giugno 2006, cause riunite C-182/03 e C-217/03, Belgio e Forum 187/Commissione, Racc. pag. I-5479, punto 60.



**CORTE D'APPELLO DI CAGLIARI**  
**II SEZIONE CIVILE**  
**SENTENZA DEL 10 MAGGIO 2019 N. 417**

[*omissis*] La causa è stata tenuta a decisione all'udienza collegiale del 05.10.2018 a seguito delle seguenti conclusioni rassegnate dalle parti:

Per l'appellante: accogliere l'appello e per l'effetto in totale riforma della sentenza impugnata dichiararsi nulla la clausola di determinazione degli interessi perché posta in violazione degli artt. 1346-1418-1419 c.c., nonché incompatibile con i principi di inderogabilità in tema di determinabilità dell'oggetto nei contratti formali e/o per violazione degli artt. 1283 e 1284 c.c. e L. 108/96 e per l'effetto revocarsi il decreto ingiuntivo opposto perché infondato; comunque ed in ogni caso dichiararsi nulla la clausola di determinazione degli interessi moratori perché posta in violazione degli artt. 1346-1418-1419 c.c. e/o per violazione degli artt. 1283-1284 c.c. e art. 3 delibera CICR 9.2.2000 e per violazione della legge 108/96 e quindi revocare il decreto ingiuntivo opposto non essendo gli appellanti debitori delle somme richieste o comunque dichiarare gli appellanti tenuti a rispondere della minor somma che verrà accertata in corso di causa; in via ancora più gradata accertare che nel corso del rapporto sono stati pretesi e ricevuti interessi superiori a quelli previsti dal tasso soglia di cui alla legge 108/96 e per l'effetto revocarsi l'opposto decreto ingiuntivo previa determinazione della minor somma dovuta all'opposta; il tutto con vittoria delle spese del doppio grado di giudizio.

Per l'appellata: rigetto integrale dell'appello e conferma della sentenza impugnata; vittoria delle spese di giudizio.

**SVOLGIMENTO DEL PROCESSO**

Con atto di citazione del 23.02.2012 [*omissis*], per sé e in qualità di legale rappresentante della società [*omissis*] s.a.s., proponeva opposizione avverso il decreto

ingiuntivo del Tribunale di Cagliari RG n. 2694, col quale gli si ingiungeva di pagare senza dilazione a favore della [omissis] s.r.l. la somma di € 168.973,05 oltre interessi legali, nonché spese del procedimento liquidate in €1.644,13, autorizzando in mancanza l'esecuzione provvisoria senza l'osservanza del termine previsto dall'art. 482 c.p.c.; ciò in virtù di un vaglia cambiario ciascuno con scadenza al 30.05.2008.

Gli attori deducevano che dal 2003 al 2012 avevano corrisposto, a fronte del finanziamento di €1.500.000,00, la somma di €1.355.838,43 di cui €1.073.106,30 assertivamente imputati in sorte capitale, €227.342,44 imputati a interessi ed €55.389,69 come ulteriori interessi di mora; che i titoli cambiari predetti trovavano titolo nel finanziamento di €1.500.000,00 concesso in pool dalla stessa Società [omissis] Spa con [omissis] spa, come risulta dalla scrittura privata del 24.02.2003 registrata a Cagliari il 25.02.2003.

Con tale documento, la Società Finanziaria [omissis] Spa, stipulava con la Soc. [omissis] S.a.s, un contratto di finanziamento in virtù del quale quest'ultima riceveva un finanziamento fruttifero di complessivi €1.500.000,00 e si impegnava alla restituzione della sorte capitale e degli interessi al tasso pattuito del 5,70% annuale, mediante versamento di dieci rate semestrali posticipate ammontanti ad € 174.149,43 ciascuna; la restituzione di tale somma veniva garantita personalmente da [omissis], che assumeva la qualità di avallante dei dieci vaglia cambiari di importo corrispondente alle singole rate pattuite nel contratto e rilasciati dalla società finanziaria. Parte attrice, inoltre, deduceva ed eccepiva che il contratto oggetto di causa prevedeva differenti e diversi metodi per la determinazione sia dell'interesse che del metodo di rimborso del capitale. Infatti veniva fissato un tasso del 5,70% in ragione d'anno ed il pagamento del capitale, degli interessi nonché degli interessi di preammortamento con rate semestrali ciascuna avente scadenza 30 giugno e 31 dicembre di ogni anno di riferimento senza fissare il relativo tasso di interesse semestrale equivalente; deduceva altresì che il rimborso con metodo generico dell'ammortizzazione non trovava riferimento scientifico e matematico per cui non erano individuabili le regole e i procedimenti di calcolo.

[Omissis] eccepiva, poi l'applicazione di interessi in violazione della L. 108/96 in riferimento agli interessi di mora addebitati nel finanziamento oggetto di causa pari ad €132.386,09 e già corrisposti per €55.389,69 e contestava che il tasso di mora del 8,70% previsto, da applicare sulle somme dovute dalla società a qualsiasi titolo risultava superiore al limite del tasso soglia di usura di riferimento dei 8,055% riportato dal D.M. 20.12.2002 per il 1° trimestre del 2003 categoria Mutui con garanzia reale e concludevano per la nullità di tale pattuizione per usura genetica. Pertanto concludeva per il ricalcolo degli addebiti effettuati in quanto frutto di tutta una serie di violazioni di leggi, quali nullità del contratto per violazione di legge e contrarietà agli artt.1283, 1284 e 1346 c.c., nonché difformità del tasso di interesse applicato rispetto a quello indicato nel contratto.

Si costituiva la società [omissis] S.r.l. contestando integralmente le doglianze di parte attrice.

La causa è stata istruita con prova documentale e CTU.

Il Tribunale di Cagliari con sentenza definitiva n.ro 249 del 25.01.2016 respingeva l'opposizione proposta da [omissis] e da [omissis] S.a.s., nei confronti di [omissis] s.r.l. in liquidazione, avverso il decreto ingiuntivo n.2694/11 emesso dal Tribunale di Cagliari in data 6.12.2011 che per effetto dichiarava definitivamente esecutivo; condannava gli opposenti, in solido tra loro, alla refusione, in favore della opposta, delle spese processuali che liquidava in complessivi €9.93313, oltre accessori come per legge e già calcolate le spese generali per €1.295,63 in assenza di spese vive documentate.

Ha proposto appello avverso detta pronuncia [omissis] per sé in qualità di legale rappresentante della [omissis] S.a.s.

Si è ritualmente costituita la [omissis] s.r.l. in liquidazione chiedendo il rigetto dell'appello.

#### MOTIVI DELLA DECISIONE

Con un primo motivo di gravame l'appellante censura la sentenza impugnata nella parte

in cui il primo giudice ha respinto la domanda tesa ad ottenere la declaratoria di nullità del contratto per violazione di legge per avere l'appellata addebitato interessi in maniera difforme dalle previsioni contrattuali e per essere le condizioni contrattuali generiche ed indeterminate nel criterio di calcolo degli interessi.

Deduce al riguardo l'appellante che l'art. 4 del contratto di finanziamento fissa un tasso del 5,70% in ragione d'anno ed il pagamento del capitale, nonché gli interessi di preammortamento, a mezzo di 10 rate semestrali posticipate, senza stabilire quale debba essere il relativo tasso di interesse semestrale equivalente; ed ancora afferma che il piano di ammortamento allegato al contratto difetterebbe di specificità scientifica sulla metodologia di calcolo perché adottato e sviluppato con la forma di ammortamento definita "ammortamento francese" che non consentirebbe di poter ben determinare gli importi fissi delle rate da rimborsare e dei relativi tassi periodici applicabili.

Il motivo di appello è infondato e va rigettato.

Dalla lettura del contratto di finanziamento prodotto in causa, all'art. 4 si legge: "il periodo di durata del finanziamento sarà di 5 anni oltre il periodo di ammortamento di anni uno. Il finanziamento sarà fruttifero di interessi calcolati al tasso fisso del 5,70% in ragione d'anno il pagamento del capitale e degli interessi a favore della SFIRS S.p.A. sarà regolato in 10 rate semestrali posticipate ciascuna di euro 174.149,43, Le rate semestrali di cui sopra, dovranno essere pagate al 30 giugno ed al 31 dicembre di ogni anno di finanziamento, a partire dal 31.12.2004 e fino al 31.06.2009."

Nel precedente articolo 3 del citato contratto di finanziamento si legge "La società finanziata restituirà la somma presa a mutuo col metodo dell'ammortizzazione e secondo il piano di ammortamento che, sottoscritto dalle parti, si allega al presente atto, sotto la lettera A9 per farne parte integrante e sostanziale."

Dall'esame del piano di rimborso allegato al contratto può rilevarsi che lo stesso presenta un metodo di ammortamento a rate costanti, anche detto ammortamento alla francese, essendo caratterizzato dalla costanza della rata per tutta la durata del

finanziamento, contenente una quota di rimborso del capitale erogato ed una quota di interessi, così come pattuiti, che va decrescendo man mano che si procede alla restituzione del debito in conto capitale.

Ritiene il Collegio, in condivisione con quanto statuito dal Tribunale, che non si ravvisa alcuna nullità del contratto di finanziamento oggetto di causa, atteso che non solo va riconosciuta la validità ed efficacia alla pattuizione relativa alla determinazione del saggio di interesse, ma va anche affermato che lo stesso presenta tutti i requisiti di determinatezza, essendosi potuto verificare che nel piano di ammortamento allegato al contratto sono stati espressi gli importi di tutte le rate costanti del mutuo nonché il costo complessivo di esso e l'importo complessivamente dovuto in restituzione così da non residuare alcun margine di indeterminatezza.

Con un secondo motivo di gravame l'appellante si duole per non avere il giudice di prime cure accolto la domanda di nullità del contratto per violazione della legge 108/96, senza dare alcuna motivazione ma solo richiamando le risultanze della espletata CTU.

Sostiene l'appellante che il contratto sarebbe da ritenere nullo nella parte in cui prevede (art. 6 del contratto di finanziamento) che "le somme a qualsiasi titolo dovute dalla società finanziata e dal garante in dipendenza del presente contratto, e non pagate alla scadenza, produrranno un interesse pari al tasso contrattuale, maggiorato di tre punti. Qualora l'andamento dei tassi portasse l'interesse di mora oltre il limite massimo stabilito ai sensi della legge 7/3/1996 n. 108 detto tasso sarà calcolato in misura pari al limite massimo consentito dalla legge".

Afferma quindi l'appellante che essendo stato sottoscritto il contratto di finanziamento in data 24.02.2003 ed essendo stato previsto in tale contratto un tasso di interesse di mora pari al 8,70% (tasso contrattuale 5,70% + 3 punti) tale tasso risulterebbe usuraio atteso che per il 1° trimestre 2003 la rilevazione dei tassi medi eseguita in base al D.M. 20/12/2002 indica nella percentuale del 8,055%<sup>11</sup> tasso soglia di cui alla legge 108/96.

Il motivo di appello è infondato e va rigettato.

Premesso che è principio costantemente sancito dalla giurisprudenza di merito e di legittimità che devono intendersi come usurari gli interessi che superino il limite previsto dalla legge al momento della loro pattuizione, a prescindere dal superamento del tasso soglia al momento della loro corresponsione, occorre accertare se l'introduzione di un meccanismo volto a limitare *ex ante* una determinazione degli interessi in contrasto con i limiti previsti dall'ordinamento possa inibire sul nascere il verificarsi del fenomeno usurario.

Ritiene la Corte che la clausola di salvaguardia contenuta nel contratto di finanziamento oggetto di causa, attesa la sua funzione di impedire l'applicazione di interessi in misura superiore al tasso soglia previsto dalla legge 108/96 esclude *ab origine* la possibilità di ravvisare una usurarietà a titolo originario.

A diverse conclusioni si sarebbe potuto giungere qualora in concreto, l'istituto mutuante, in violazione proprio della clausola di salvaguardia, avesse invece prelevato o richiesto interessi superiori a quelli consentiti.

Orbene dall'esame della disposta ed espletata Consulenza Tecnica contabile di ufficio, emerge in modo chiaro ed incontrovertibile che il tasso di interesse effettivamente applicato, richiesto e percepito dall'appellante, in tutto il periodo del finanziamento è risultato essere inferiore ai limiti imposti dalla legge 108/96, motivo per il quale il gravame è destituito di fondamento.

Con un terzo motivo di gravame l'appellante contesta la decisione del Tribunale laddove ha respinto la domanda espletata dall'attrice per sentire dichiarare la nullità del contratto per effetto di previsione di addebito di interessi anatocistici in ragione del contenuto dell'apposita clausola contrattuale redatta in forma scritta (art.6 del contratto di finanziamento), ritenuta conforme all'art. 3 della Delibera Cicr del 9.2.2000. Sostiene l'appellante che la clausola di cui sopra non sarebbe stata approvata con sottoscrizione in modo specifico, sebbene il contratto sia stato stipulato successivamente alla delibera Cicr, e quindi sarebbe da ritenere illegittima la richiesta di interessi moratori sulle rate di mutuo scadute già comprensiva degli interessi

convenzionali, costituendo un fenomeno anatocistico vietato dall'art. 1283 c.c.

Il motivo di appello è infondato e va rigettato.

Osserva il Collegio che, come statuito dalla Suprema Corte di Cassazione con sentenza n.ro 1140, a partire dall'entrata in vigore del T.U.B. non è più rimessa l'automatica capitalizzazione degli interessi, ma trova applicazione il principio generale di cui all'art. 3 della Delibera 9.2.2000 del Cicer, emessa in attuazione dell'art. 120 dello stesso TUB, il quale prevede che, nelle operazioni di finanziamento in cui il rimborso del premio avviene mediante il pagamento di rate con scadenze temporali predefinite, in caso di inadempimento del debitore l'importo complessivamente dovuto alla scadenza di ciascuna rata può, se contrattualmente stabilito, produrre interessi dalla data di scadenza e sino al momento del pagamento.

In definitiva la deroga al disposto dell'art. 1283 del c.c. sarà consentita esclusivamente se vi è in relazione ai contratti di mutuo bancario, apposita pattuizione anteriore al sorgere del credito per interessi.

È pacifico tra le parti in causa che nella specie trattasi di finanziamento pattuito in data successiva rispetto a quella di entrata in vigore della delibera Cicer e che nel contratto di finanziamento (art. 6) sia stato pattuito in modo ben chiaro che qualora corrisposte in ritardo, sulle le rate scadute si sarebbero calcolati gli interessi di mora sull'intera rata comprensiva di capitale e interesse convenzionale maturato.

È inconferente l'assunto dell'appellante che vorrebbe far ritenere nulla la clausola contenuta nell'art. 6 del contratto di mutuo perché a suo dire, consisterebbe in una clausola di natura vessatoria non approvata specificatamente dal soggetto finanziato.

Ritiene la Corte che è principio consolidato che la norma dell'art. 1341 c.c., non è applicabile quando il contratto si sia formato attraverso una valutazione compiuta volta per volta dalle parti, sì che il contenuto di esso rappresenti il risultato di trattative svolte fra le parti stesse per la composizione dei loro contrapposti interessi. Né, per configurare l'ipotesi prevista dalla norma basta che uno dei contraenti abbia

predisposto l'intero contenuto del contratto in modo che l'altra parte non possa che accettarlo o rifiutarlo nella sua interezza senza poter concorrere alla sua formazione, ma è necessario che lo schema sia predisposto, e le condizioni generali siano fissate, per servire ad una serie indefinita di rapporti (Cass. n. 1343 del 1976).

Più di recente si è ribadito che in tema di condizioni generali di contratto, l'efficacia delle clausole onerose, tra cui ben può rientrare la clausola che prevede le modalità di corresponsione degli interessi di mora in caso di mancato pagamento delle rate del finanziamento, è subordinata alla specifica approvazione per iscritto nei soli casi in cui le dette clausole siano inserite in strutture negoziali destinate a regolare una serie indefinita di rapporti, tanto dal punto di vista sostanziale, quanto dal punto di vista formale (ove, cioè, predeterminate nel contenuto a mezzo di moduli o formulari utilizzabili in serie). La mera attività di formulazione del regolamento contrattuale è da tenere distinta dalla predisposizione delle condizioni generali di contratto, non potendo considerarsi tali le clausole contrattuali elaborate da uno dei contraenti in previsione e con riferimento ad un singolo, specifico negozio, ed a cui l'altro contraente possa, del tutto legittimamente, richiedere di apportare le necessarie modifiche dopo averne liberamente apprezzato il contenuto (Cass. n. 12153 del 2006).

Nel caso di specie, si trattava di previsioni le quali, coniugate con la specificità dell'oggetto del contratto nei termini su indicati, evidenziano che la conclusione del contratto fra le parti è stata oggetto di trattativa e, quindi, si è collocata al di fuori dell'ambito delle fattispecie di cui agli artt. 1341 e 1342 c.c.

Con un quarto ed ultimo motivo di gravame l'appellante ha dedotto l'omessa pronuncia da parte del giudice di primo grado in relazione alla richiesta declaratoria di nullità della pattuizione relativa agli interessi moratori per effetto dell'usura sopravvenuta.

Il motivo di appello oltre che inammissibile è altresì infondato.

La domanda relativa alla declaratoria di nullità parziale per usura sopravvenuta è stata per la prima volta proposta in questo grado di giudizio ed è quindi da ritenersi inammissibile ex art. 345 c.p.c.



In ogni caso rileva il Collegio che dall'esame degli atti di causa e della documentazione prodotta, nonché dalle risultanze della CTU contabile non emerge alcuna usura sopravvenuta successivamente alla erogazione del mutuo avendo nello specifico l'Ausiliario verificato e attestato che il tasso di interesse comunque pattuito ed applicato dall'appellata è risultato essere sempre inferiore ai limiti di cui alla legge n.108/96.

Le spese di lite seguono il principio della soccombenza e liquidate come in dispositivo, vengono poste a carico degli appellanti; nella liquidazione dei compensi si sono tenuti conto i parametri previsti nel DM 55/2014 e successive integrazioni nonché il valore della controversia. Sussistono i presupposti previsti dall'art. 13 comma 1 quater del DPR 30.05.2002 per il sorgere dell'obbligo dell'appellante al versamento dell'ulteriore importo pari quello già versato a titolo di contributo unificato.

P.Q.M.

La Corte di Appello di Cagliari definitivamente pronunciando ogni contraria domanda, eccezione e richiesta disattesa così provvede:

- 1) Rigetta integralmente l'appello e per l'effetto conferma in ogni sua parte la sentenza del Tribunale di Cagliari n. 249/2016;
- 2) Condanna gli appellanti [omissis] in proprio e quale legale rappresentante della [omissis] s.a.s. a corrisponde all'appellata società [omissis]s.r.l. in Liquidazione le spese del presente giudizio che liquida in complessivi lauro 9.500,00, oltre a rimborso delle spese generali in misura del 15% dei compensi ed oltre ad IVA e CPA nella misura di legge se dovuti;
- 3) Dà atto della sussistenza dei presupposti previsti dall'art. 13 comma 1 quater del DPR 30.05.2002 per il sorgere dell'obbligo dell'appellante al versamento dell'ulteriore importo pari a quello già versato a titolo di contributo unificato.

Così deciso in Cagliari nella camera di consiglio del 15/04/2019.

## LA DETERMINABILITÀ DELL'OGGETTO DEL CONTRATTO

### NEI MUTUI «ALLA FRANCESE»\*

*(The determination of the object of the contract  
in a constant repayment loans)*

**SOMMARIO:** 1. Il fatto. - 2. La determinabilità e conoscibilità delle componenti del «prezzo del mutuo». - 3. L'interesse composto nei mutui c.d. alla francese. - 4. La determinatezza dell'oggetto nei contratti asimmetrici.

1. La pronuncia in esame si inserisce nell'alveo dei più recenti orientamenti giurisprudenziali concernenti i diversi profili di liceità dei mutui «alla francese»<sup>1</sup>. Salvo talune rilevanti eccezioni<sup>2</sup>, la giurisprudenza ha, a più riprese, confermato la liceità di tale tipologia di contratti bancari<sup>3</sup>, non sempre in accordo con la dottrina che ha approfondito le diverse implicazioni giuridiche derivanti da una corretta lettura dei metodi di matematica finanziaria usualmente utilizzati nella costruzione dei piani di ammortamento<sup>4</sup>.

---

\*Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup>Il mutuo «alla francese», detto anche «a rata costante», si caratterizza per l'obbligazione del mutuatario, che pagherà per tutta la durata del piano di ammortamento una rata periodica di pari importo complessivo, nella quale la componente di interessi sarà inizialmente maggiore e diminuisce progressivamente a favore della componente di capitale che va proporzionalmente aumentando nel tempo.

<sup>2</sup>Alcune pronunce, rimaste complessivamente isolate, ravvisano nella tecnica «alla francese» l'uso occulto dell'interesse composto nella quantificazione del corrispettivo del mutuo. Da ultimo Trib. Roma 5 maggio 2020 n. 6897, in <https://www.expartecreditoris.it/wp-content/uploads/2020/05/trib-roma-sent-n.-6897-del-05.05.2020.pdf>. Cfr. anche: Trib. Bari-Rutigliano, 29 ottobre, 2008, in *Contratti*, 221 ss.; Tribunale sez. II - Napoli, n. 1558 del 13 febbraio 2018, in <http://www.assoctu.it/giurisprudenza/sentenza/tribunale-di-napoli-n-1558/>; Corte App. di Torino, n. 544 del 21 maggio 2020, in [https://iusletter.com/wp-content/uploads/Corte-Appello-Torino-sentenza-n.-544\\_2020.pdf](https://iusletter.com/wp-content/uploads/Corte-Appello-Torino-sentenza-n.-544_2020.pdf).

<sup>3</sup>La giurisprudenza ha sostanzialmente affermato sia pure con diverse sfumature concettuali e taluni lodevoli approfondimenti tecnici che nel «sistema di ammortamento “alla francese” gli interessi vengono calcolati sulla quota capitale via via decrescente e per il periodo corrispondente a ciascuna rata. Detto piano di ammortamento non comporta, quindi, né un'indeterminatezza del tasso di interesse, né un'illecita capitalizzazione composta degli interessi, ma soltanto una diversa costruzione delle rate costanti in cui la quota degli interessi e quella di capitale variano al solo fine di privilegiare nel tempo la restituzione degli interessi rispetto al capitale, in ossequio al principio previsto dall'art. 1194 c.c.»; così Tribunale sez. XVII - Roma, 14/03/2019, n. 5583, in *DeJure*.

<sup>4</sup>Una parte della dottrina sostiene che il mutuo alla francese implichi una costruzione della rata basata su un calcolo dell'interesse composto, che, come tale potrebbe violare il divieto di anatocismo contenuto nell'art. 1283 c.c. In questo senso v. MARCELLI – PASTORE – VALENTE, *L'ammortamento alla francese. Matematica e diritto: quando la scienza vien piegata a negar se stessa*, in *Dir. banca merc. fin.*,

La Corte d'Appello di Cagliari, aderendo all'orientamento giurisprudenziale prevalente, ha rigettato integralmente i motivi di impugnazione fondati sulla violazione del divieto di anatocismo e sull'indeterminatezza dell'oggetto del contratto, con motivazioni a tratti condivisibili, ma che, comunque, avrebbero meritato un maggiore grado di approfondimento e una più ampia motivazione.

La controversia trae origine da un decreto ingiuntivo volto a recuperare il credito derivante da un mutuo «alla francese» a tasso fisso erogato dalla finanziaria [omissis] nei confronti di una Società in accomandita semplice, per un importo complessivo di € 1.500.000,00, la cui restituzione rateale è rimasta parzialmente inadempita. In particolare, le parti avevano stipulato un contratto di finanziamento fruttifero, garantito con alcuni vaglia cambiari avallati personalmente dall'accomandatario della società finanziata, per un interesse corrispettivo del 5,70% da rimborsarsi in rate semestrali di uguale importo.

A seguito dell'inadempimento del pagamento di alcune rate, il creditore agiva contro il mutuatario e l'avallante con decreto ingiuntivo per il recupero coattivo del credito pari a € 108.973,05 cui faceva seguito l'opposizione dei debitori con l'instaurazione di un processo ordinario di cognizione.

La causa veniva istruita con CTU contabile volta ad accertare l'esatta entità dei rapporti dare avere, a seguito della quale il Tribunale di Cagliari rigettava integralmente l'opposizione, condannando gli opposenti alla rifusione delle spese legali.

Il debitore proponeva appello avverso la predetta sentenza.

Le questioni esaminate dalla Corte D'appello sono sostanzialmente riconducibili a due aspetti del rapporto contrattuale che nella tesi dell'appellante sarebbe stato viziato da nullità per: a) violazione degli artt. 1283 - 1284 c.c. e della L. 108/96 nelle clausole

---

2019, 2, 249 ss.; MARCELLI – VALENTE, *Ammortamento alla francese: equivoci e pregiudizi*, nota a Tribunale di Roma, sent. 19 settembre 2019, in *Il Caso.it*, 2019, 1 ss.; MARCELLI – PASTORE – VALENTE, TAN, TAE e TAEG nei finanziamenti a rimborso in unica soluzione e nei finanziamenti a rimborso graduale, in *Banca borsa, tit. cred.*, n. 6, 2019, 913 ss.

contrattuali di determinazione degli interessi corrispettivi; b) violazione degli artt. 1346 – 1418 – 1419 c.c. connessa all'indeterminatezza delle modalità di quantificazione dell'interesse corrispettivo. Gli argomenti usati dagli appellanti riguardano, pertanto, i principali motivi di critica mossi tradizionalmente ai mutui «alla francese» già ampiamente esaminati dalla dottrina e dalla giurisprudenza.

2. Il primo profilo critico che emerge dalla sentenza in commento riguarda l'indeterminatezza dell'oggetto del contratto, ex art. 1346 c.c., che colpirebbe la quantificazione degli interessi corrispettivi nei mutui «alla francese». Anche tale profilo è stato già più volte esaminato dalla giurisprudenza in riferimento ai mutui a rata costante<sup>5</sup> con un orientamento che, in accordo con la dottrina prevalente<sup>6</sup>, tende a ritenere sufficientemente determinato l'oggetto del contratto quando nel testo contrattuale sia specificato il taeg e vi sia allegato il piano di ammortamento.

---

<sup>5</sup>Si sono espressi per l'assenza di implicite clausole anatocistiche e, dunque, per una sostanziale legittimità dei mutui «alla francese» numerosi tribunali, tra i quali, più di recente, senza pretese di completezza, si possono segnalare: Tribunale sez. VI - Milano, 27/06/2019, n. 6299; Tribunale sez. I - Torino, 03/04/2019, n. 1636; Tribunale sez. VI - Milano, 14/03/2019, n. 2490, Tribunale - Parma, 11/03/2019, n. 416; Tribunale sez. II - Parma, 21/02/2019, n. 305; Tribunale - Ferrara, 13/02/2019, n. 128; Tribunale sez. II - Parma, 29/01/2019, n. 154; Corte appello sez. I - Torino, 21/01/2019, n. 121; Tribunale sez. II - Parma, 10/01/2019, n. 57; Tribunale - Livorno, 03/01/2019, n. 5; Tribunale sez. I - Torino, 20/12/2018; Tribunale sez. XVII - Roma, 07/11/2018, n. 21351; Tribunale sez. III - Busto Arsizio, 10/10/2018, n. 1586; Tribunale sez. XVII - Roma, 09/08/2018, n. 16441; Tribunale sez. IV - Catania, 11/07/2018, n. 2948, tutte reperibili in *DeJure*.

<sup>6</sup>Ritengono che la pattuizione «alla francese» non determini di per sé nullità della determinazione degli interessi in quanto scevra da connotazioni anatocistiche CAMARDI, *Mutuo bancario con piano di ammortamento "alla francese", nullità delle clausole sugli interessi e integrazione giudiziale*, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2015, 1, 51 ss.; COLANGELO, *Interesse semplice, interesse composto e ammortamento francese*, in *Foro it.*, V, 2015, 470 ss.; ID., *Mutuo, ammortamento «alla francese» e nullità*, nota a Cass., 29 gennaio 2013, n. 2072, in *Foro It.*, 2014, I, 1246 ss.; SANGIOVANNI, *Tasso fisso e tasso variabile nei piani di ammortamento alla francese*, in *Corr. giur.*, 2016, 347 ss. (nota a Giudice di Pace, Santa Maria Capua Vetere 20 gennaio 2015); COLOMBO, *Gli interessi nei contratti bancari*, in *I contratti bancari*, a cura di E. Capobianco, Milano, 2016, 435 ss.; DE LUCA, *Interessi composti, preammortamento e costi occulti. Note sul mutuo alla francese e all'italiana*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 374 ss.; FARINA, *Interessi, finanziamento e piano di ammortamento alla francese: un rapporto problematico*, in *Contratti*, 2019, 445 ss.; RUTIGLIANO - FACCINCANI, *Brevi note per riconoscere, "si spera definitivamente", l'assenza di anatocismo nel mutuo con piano di ammortamento "alla francese"*, in *Banche & banchieri*, 2017, 333 ss.; COLOMBO, *Il cantiere sempre aperto degli interessi pecuniari nei contratti bancari: appunti su tassi parametrati all'euribor, pattuizioni floor e cap, tassi negativi, ammortamento alla francese e taeg/is*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2020, 256 ss. QUINTARELLI, *Leibniz e il mutuo feneratizio con ammortamento "alla francese" a rata fissa*, in *www.ilcaso.it*, 2020.

Occorre premettere che nel settore dei mutui bancari il cliente fonda – usualmente – la valutazione dell’offerta dei diversi competitors del mercato principalmente sull’entità del capitale finanziato, sul tasso di interesse corrispettivo, sulla durata del contratto e sull’importo delle singole rate con le relative scadenze periodiche di pagamento<sup>7</sup>. Gli altri aspetti relativi alle ulteriori prestazioni pecuniarie poste in capo al cliente o ai meccanismi di quantificazione dei diversi costi<sup>8</sup> del mutuo vengono generalmente considerati aspetti di dettaglio definibili successivamente in fase contrattuale.

Tuttavia, gli elementi summenzionati, pur essendo decisivi nella fase di valutazione delle proposte contrattuali, non definiscono in modo univoco ed esatto il costo reale del finanziamento, emergendo esso unicamente dall’esatta ripartizione della componente di capitale rimborsato e dell’interesse corrispettivo pagato all’interno di ciascuna singola rata del piano di ammortamento e dalla definitiva quantificazione dei costi accessori. Invero, a fronte di identici parametri come, ad esempio, la durata del mutuo o l’importo della rata o del capitale mutuato, per il mutuatario può cambiare considerevolmente il costo complessivo del finanziamento<sup>9</sup>. Infatti, sulla base del principio di scindibilità<sup>10</sup> dell’obbligazione restitutoria del capitale e del pagamento degli interessi, si possono concepire piani di ammortamento che distribuiscono la quota di interessi e di capitale contenuta nelle singole rate in maniera del tutto differente<sup>11</sup>. Le stesse clausole contrattuali contenenti la determinazione degli interessi corrispettivi spesso si prestano

---

<sup>7</sup>Fermi restando gli obblighi di pubblicità dei diversi costi delle operazioni di finanziamento derivanti dall’art. 116 del D.lgs 1° settembre 1993, n. 385, Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB).

<sup>8</sup>Tra i costi addebitati dagli enti finanziatori ai mutuatari vi è spesso ricompreso il «preammortamento» sulla cui legittimità sono state espresse diverse perplessità. Sul punto, con riferimento alla non esigibilità anticipata degli interessi corrispettivi, v. DE LUCA, *op. cit.*, 382 ss.

<sup>9</sup>Nello stesso senso v. FARINA, *cit.*, 446 ss.

<sup>10</sup>Il principio di scindibilità dell’obbligazione restitutoria è stato più volte affermato anche nella giurisprudenza più risalente di legittimità: Cass. n. 3479/71; Cass. n. 1724/77 e, più di recente, v. Cass. n. 2072/13; Cass. n. 11400/14, tutte in *Rep. Foro it.*

<sup>11</sup>Anche per tale ragione la giurisprudenza anche risalente ha sempre preteso che le clausole contrattuali aventi ad oggetto la determinazione degli interessi corrispettivi dovessero avere un contenuto assolutamente univoco (cfr. Cass., 2 febbraio 2007, n. 2317, in *Rep. Foro it.*, 2007; Cass., 19 maggio 2010, n. 12276, in *Rep. Foro it.*, 2010).

a diverse interpretazioni che rendono sul piano attuativo ipotizzabili differenti metodologie di calcolo degli interessi all'interno del piano di ammortamento.

In altre parole, anche all'interno di ciascuna macro categoria di sistema di finanziamento, che può essere concepita a rata «costante» o «variabile», con tasso «variabile» o «fisso», a durata «fissa» o «variabile», con o senza «*floor*» o «*cap*»<sup>12</sup>, come posto in evidenza dalla dottrina di settore che ha approfondito le implicazioni tecnico-contabili del corrispettivo all'interno dei contratti di mutuo<sup>13</sup>, possono mutare in modo significativo le modalità di calcolo dell'ammontare del corrispettivo pagato dal cliente in ragione delle formule di matematica finanziaria concretamente utilizzate per la costruzione del piano di ammortamento<sup>14</sup>. Specie se si considera che ciascuna delle tecniche finanziarie (di per sé lecite) appena enunciate possono essere variamente combinate<sup>15</sup> tra loro con modalità non sempre compatibili tra loro<sup>16</sup>.

La determinabilità del saggio di interesse convenuto tra le parti mediante l'indicazione numerica in termini percentuali è ritenuta un elemento formale essenziale nei mutui<sup>17</sup> ma, di per sé non è, dunque, sufficiente a rappresentare la convenienza del finanziamento rispetto ad offerte concorrenti. La prima problematica esaminata nella pronuncia in commento concerne la determinabilità dell'oggetto del contratto di mutuo

---

<sup>12</sup>Illustra le diverse caratteristiche dei mutui contenenti clausole «*cap*» e «*floor*» inquadrandole in un contesto di fisiologica liceità negoziale COLOMBO, *Il cantiere sempre aperto degli interessi pecuniari nei contratti bancari: appunti su tassi parametrati all'euribor, pattuizioni floor e cap, tassi negativi, ammortamento alla francese e taeg/is*, op. cit., 247 ss.

<sup>13</sup>Cfr. CACCIAFESTA, *Una proposta per superare il dialogo tra sordi in corso sull'ammortamento francese, con alcune osservazioni sul Taeg e sul Tan*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 373 ss.

<sup>14</sup>In particolare, si può verificare in concreto l'ipotesi in cui venga calcolata nella rata una quota di interessi non ancora maturati dando luogo a fondati dubbi di liceità di una simile pattuizione negoziale. Per l'invalidità dei mutui così congegnati v. DE LUCA, cit., 384.

<sup>15</sup>Sui diversi profili di illiceità che possono derivare dalla combinazione delle diverse tecniche di quantificazione delle rate del piano di ammortamento v. DE LUCA, cit., 373 s.

<sup>16</sup>Un esempio della difficile determinabilità dell'oggetto del mutuo contenente la combinazione del sistema «alla francese» con il tasso variabile e con il *floor* è ben evidenziata in Trib. Milano, 30 ottobre 2013, in *Banca, Borsa tit. cred.*, 2015, 45, con nota di CAMARDI. L'indeterminatezza è tale da condurre alla nullità la clausola contrattuale quando la combinazione dei diversi criteri di formulazione del piano di ammortamento possono portare a differenti risultati economici sulla base dei medesimi indici contrattuali.

<sup>17</sup>Per una determinabilità anche *per relationem* del tasso di interesse sia pure entro rigidi schemi predeterminati v. COLOMBO, *Gli interessi nei contratti bancari*, in *I contratti bancari*, op. cit., 449. *Contra*, sulla base di una necessità di trasparenza offerta dai soli numeri, VERDI, *Funzione della forma prescritta dall'art. 1284, terzo comma, c.c. e principio di trasparenza*, in *Giur. it.*, 2007, 2621 ss.

quando sia in esso espresso il tasso di interesse corrispettivo fisso e ad esso sia allegato un piano di ammortamento in cui vengano analiticamente indicati gli importi delle componenti di capitale e di interessi nelle singole rate.

La Corte ha ritenuto, nel caso in esame, che l'indicazione di tali aspetti nell'atto di mutuo e nei relativi allegati fossero idonei a determinare univocamente l'oggetto del contratto e, in particolare, consentissero al mutuatario di stabilire *ex ante* l'entità esatta delle prestazioni pecuniarie cui si obbligava con la sottoscrizione del contratto. L'univocità dei criteri escluderebbe anche, nel caso in esame, che vi fosse un margine di incertezza o di discrezionalità in capo alla banca con riguardo alle diverse modalità di quantificazione degli interessi corrispettivi o nella fase di composizione del piano di ammortamento<sup>18</sup>.

In linea di prima approssimazione, si può concordare con le conclusioni del giudice d'appello ritenendo che, all'epoca dei fatti, l'allegazione del piano di ammortamento al mutuo in cui è espressamente indicata la componente di interesse corrispettivo specificata per ciascuna rata consentisse una corretta valutazione della convenienza economica da parte del cliente. È anche il caso di porre in evidenza come l'allegazione negoziale del piano di ammortamento<sup>19</sup> renda nota al mutuatario la ripartizione della componente di capitale e di interessi nelle singole rate secondo il sistema «alla francese», così da determinare in modo esatto il *quantum* e la tempistica del pagamento del corrispettivo.

---

<sup>18</sup>Vale ricordare che «in tema di contratto di mutuo, affinché una clausola di determinazione degli interessi corrispettivi sulle rate di ammortamento scadute sia validamente stipulata ai sensi dell'art. 1346 c.c., è sufficiente che la stessa – nel regime anteriore all'entrata in vigore della L. 17 febbraio 1992 n. 154 – contenga un richiamo a criteri prestabiliti ed elementi estrinseci, purché obiettivamente individuabili, funzionali alla concreta determinazione del saggio di interesse; a tal fine occorre che quest'ultimo sia desumibile dal contratto con l'ordinaria diligenza, senza alcun margine di incertezza o di discrezionalità in capo all'istituto mutuante, non rilevando la difficoltà del calcolo necessario per pervenire al risultato finale, né la perizia richiesta per la sua esecuzione»; così: Cass., 27 novembre 2014, n. 25205, in *Rep. Foro it.*, 2014.

<sup>19</sup>Sulla natura negoziale del piano di ammortamento si vedano tra gli altri FARINA, cit., 445 ss.; si veda anche CAMARDI, cit., 54 s., la quale attribuisce la natura di accordo integrativo agli allegati tecnici. V. sul punto anche Cass., 19 aprile 2002, n. 7703, in *Rep. Foro It.*, 2002.



Tale conclusione sarebbe conforme a quanto già emerso nell'esperienza di altre fattispecie contrattuali, in cui gli elaborati tecnici (come ad esempio le tavole progettuali negli appalti) allegati al testo contrattuale divengono una componente essenziale nella determinazione dell'oggetto delle prestazioni contrattuali. Rimane, tuttavia, da comprendere se nel caso in esame vi fosse corrispondenza o, quantomeno, compatibilità tra i criteri di quantificazione del corrispettivo espressi nel contratto e quelli impiegati per la redazione del piano di ammortamento. Tale aspetto rimane del tutto in ombra nella pronuncia in esame mentre avrebbe meritato una specifica statuizione quand'anche la Corte avesse riscontrato una perfetta coincidenza tra il contenuto del testo contrattuale e i dati tecnici emergenti dall'allegato al contratto.

Occorre però ricordare che la compatibilità dei parametri contrattuali con l'elaborato tecnico allegato all'atto di mutuo deve essere valutata in concreto. Pertanto, in caso di indeterminatezza o di ambiguità delle modalità di calcolo del saggio di interesse nel contratto il piano di ammortamento assumerebbe una valenza integrativa di aspetti essenziali del contenuto contrattuale<sup>20</sup>. Inoltre, una simile discrasia potrebbe essere fonte di annullamento del contratto di mutuo ove si dimostri l'esistenza di un errore in capo al mutuatario, ovvero il dolo<sup>21</sup> della banca al momento della conclusione del contratto. Tali ipotesi potrebbero non essere nell'interesse del mutuatario ove rilevate nella prima fase dell'esecuzione del contratto di mutuo, in quanto il mutuatario si troverebbe a dover restituire l'intero capitale mutuato in un'unica soluzione. Mentre nella fase finale del rimborso del capitale l'eccezione di annullamento del contratto potrebbe paralizzare le azioni del mutuante volte al pagamento delle ultime rate del mutuo.

Può, quindi, affermarsi che non possano dirsi violate le regole di trasparenza per il fatto stesso di non aver esposto nell'atto di mutuo tutti i meccanismi di calcolo

---

<sup>20</sup>In questo senso DE LUCA, cit. 374, in particolare, con ampi riferimenti bibliografici, v. nota 6.

<sup>21</sup>Ove le clausole del mutuo non siano compatibili con la quantificazione delle rate contenute nel piano di ammortamento andrà valutata in concreto la buona fede o la sussistenza di un eventuale dolo del mutuatario; in tal senso CAMARDI, cit., 55.



dell'interesse rispondenti a complesse formule di matematica finanziaria<sup>22</sup>, che, peraltro, rimarrebbero incomprensibili ai non addetti ai lavori oltre che sostanzialmente irrilevanti sul piano della percezione dell'esatta quantificazione del corrispettivo ove correttamente espressa sia dal piano di ammortamento numerico, sia dal taeg.

La Corte d'Appello di Cagliari, ha ritenuto che il mutuo «alla francese» di per sé non presentasse alcun elemento di illegittimità in quanto in concreto fosse correttamente pubblicizzato<sup>23</sup> mediante l'indicazione in apposita clausola contrattuale del saggio di interesse e l'allegazione del piano di ammortamento. Tuttavia, per le ragioni anzidette può, comunque, rimanere oscuro, nel caso di specie, il regime finanziario concretamente applicato dalla banca per la determinazione della rata. Ma una generica contestazione circa l'indeterminatezza della metodologia di calcolo dell'interesse corrispettivo priva di specifiche indicazioni circa gli aspetti rimasti indeterminabili per il cliente supportate da un elaborato tecnico o da una specifica richiesta di CTU appare difficilmente condivisibile.

Invero, l'esistenza della clausola di determinazione dell'interesse corrispettivo a tasso fisso e la dettagliata indicazione del piano di ammortamento rendono il contenuto contrattuale sufficientemente determinato. In tal modo, il costo (*rectius*: il prezzo) del mutuo appare determinato (implicitamente anche nel sistema di calcolo della singola rata) affinché il cliente possa consapevolmente esprimere la propria volontà contrattuale. Ciò non significa che si possa affermare che il mutuo «alla francese» sia sempre esente da profili di nullità, che, al contrario, andranno valutati in concreto al fine di verificare se la costruzione del piano di ammortamento, ancorché sufficientemente dettagliata violi o meno norme imperative.

### 3. La sentenza in commento concerne, principalmente, la liceità del metodo di

---

<sup>22</sup>Tali aspetti si inseriscono, peraltro, nel ridottissimo potere di contrattazione del cliente bancario COLOMBO, *Gli interessi nei contratti bancari*, op.cit., 435 ss.

<sup>23</sup>Per la validità del mutuo «alla francese» ove correttamente pubblicizzato v. CAMARDI, cit., 56.

quantificazione degli interessi corrispettivi nei mutui bancari «alla francese». In particolare e con riferimento al caso in questione, occorre ricordare che nel settore dei mutui bancari si parla di «mutuo alla francese» o «all'italiana» per distinguere i sistemi di ammortamento con rimborso graduale mediante rate di importo costante a componente di capitale decrescente da quelli con rate a componente di capitale costante. È appena il caso di rilevare che il mutuo «alla francese» nel mercato finanziario italiano è assai più diffuso del mutuo «all'italiana» che, al contrario, trova sempre minore applicazione. Queste espressioni non compaiono nei relativi contratti, in quanto sono di derivazione gergale e sono, quindi, prive di efficacia distintiva e qualificatoria<sup>24</sup>, se non addirittura fuorvianti sul piano economico-giuridico per i potenziali clienti *retail*.

Tale sistema di ammortamento ha trovato un largo gradimento del mercato in quanto nella definizione delle singole rate la quota di interessi, nella fase iniziale, è maggiore e va via via diminuendo con speculare aumento della quota del capitale restituito. Si rileva correttamente a questo proposito come l'ammortamento «all'italiana» comporti per il mutuatario un esborso complessivo minore rispetto ai mutui «alla francese»<sup>25</sup> e che la convenienza dell'operazione relativa a questi ultimi andrebbe ricercata nell'importo costante della rata che risponderebbe meglio all'andamento reddituale (generalmente) crescente del mutuatario. Va aggiunto che, nell'ammortamento «all'italiana» il valore decrescente delle rate, specie nei rimborsi a lunga durata, comporta che le rate iniziali di importo maggiore vengano pagate quando il denaro non ha ancora subito la fisiologica svalutazione della moneta. Al contrario, il rimborso a rata costante, sebbene nel complesso sia nominalmente più oneroso, può rivelarsi, in concreto, più conveniente in ragione della svalutazione del denaro con cui vengono rimborsate le rate nella seconda fase dell'ammortamento. Si potrebbe, dunque, sostenere che, ad

---

<sup>24</sup>L'espressione «alla francese», riferita ai mutui bancari, è dotata di scarsa capacità distintiva dal punto vista giuridico, «atteso che non pare esistere nella prassi un unico tipo di ammortamento alla "francese"» così ABF Milano, 5 maggio 2015, n. 3569/15, in <https://www.arbitrobancariofinanziario.it/decisioni/2015/05/Dec-20150505-3569.PDF>. Cfr. sul punto anche CECCHETTO, *Ammortamento alla francese e forma scritta nei contratti bancari, questioni vecchie e nuove*, in *Foro Pad*, 2014, I, 227.

<sup>25</sup>Nello stesso senso DE LUCA, cit., 372.

esempio, in un mutuo trentennale «alla francese» caratterizzato da forti periodi di elevata inflazione, la maggiore quota di interessi pagata dal mutuatario venga più che compensata dalla svalutazione della moneta rispetto alle somme versate in un mutuo di pari durata «all'italiana». Per tale ragione, non potendosi prevedere l'andamento pluriennale dell'inflazione, non può dirsi con certezza – *ex ante* – se si rivelerà più conveniente per il mutuatario un mutuo «alla francese» o uno «all'italiana».

Sulla base di questo assunto, appare quanto mai inidoneo a proteggere i diritti del mutuatario l'ipotizzato ricalcolo giudiziario del mutuo con il metodo «all'italiana»<sup>26</sup>, quando, nel corso del giudizio, si riveli nulla la clausola di determinazione degli interessi basata sul computo «alla francese», considerato che il medesimo ricalcolo potrebbe rivelarsi *ex post* più gravoso per il cliente.

Per tali ragioni, la tematica della trasparenza contrattuale relativa alle specifiche modalità di calcolo degli interessi corrispettivi nei mutui bancari assume una particolare rilevanza ove si consideri che solo attraverso l'esplicitazione dei diversi sistemi matematici utilizzati per la formazione del piano di ammortamento il cliente può confrontare le diverse offerte sul mercato scegliendo quella (soggettivamente) più conveniente.

Va, però, detto da subito che l'accettazione del *quantum* del corrispettivo del mutuo, ancorché espresso in modo trasparente e determinato, non comporta – ovviamente – l'automatica liceità delle clausole che contengono le modalità di calcolo del saggio di interesse ove il contenuto precettivo delle medesime contrasti con norme imperative quale è l'art. 1283 c.c., ovvero quando essa dovesse prevedere il pagamento di interessi non ancora maturati e, comunque, non ancora scaduti<sup>27</sup>. Pertanto, l'individuazione del metodo matematico utilizzato per la quantificazione dell'interesse

---

<sup>26</sup>Il ricalcolo giudiziario con il metodo «all'italiana» del mutuo contenente una clausola di determinazione degli interessi basata sul computo «alla francese» costituisce il caso esaminato criticamente da CAMARDI, cit., in particolare 61 ss. Con diverse argomentazioni critiche sul punto, cfr. anche DE LUCA, cit., 373.

<sup>27</sup>Ritiene non del tutto infondato, in tali casi, il dubbio di violazione del divieto di anatocismo DE LUCA, cit., 388.

corrispettivo rappresenta l'elemento che consente di stabilire, in concreto, se il contratto preveda un calcolo anatocistico o una richiesta di pagamento anticipato degli interessi. Le pratiche anatocistiche nei mutui «alla francese» rappresentano, in giurisprudenza, una problematica assai meno sentita rispetto alle violazioni dell'art. 1283 c.c. nei contratti di conto corrente e della disparità dei periodi di capitalizzazione diffusamente praticati dalle banche<sup>28</sup>, sebbene il tema ricorra sempre più di frequente all'attenzione dei giudici di merito.

I mutui «alla francese» sono stati oggetto di numerose pronunce giurisprudenziali<sup>29</sup> tese a sancirne – in modo uniforme, salvo talune eccezioni già segnalate – la validità rispetto alle istanze di declaratoria di nullità per violazione del divieto di anatocismo<sup>30</sup> ex art. 1283 c.c. Si può leggere in molte di esse che il metodo di ammortamento «alla francese» comporta che «gli interessi vengano calcolati unicamente sulla quota capitale via via decrescente e per il periodo corrispondente a quello di ciascuna rata» e, pertanto, esso «non comporta alcuna capitalizzazione degli interessi»<sup>31</sup>. Nello stesso solco si pongono le pronunce dell'ABF, che hanno ritenuto valide le clausole concernenti la pattuizione «alla francese» in quanto tale<sup>32</sup>.

La disputa concerne la liceità del sistema «alla francese» e vede contrapposti coloro che ritengono legittima la costruzione di una rata secondo tale tecnica, che rende-

---

<sup>28</sup>In questo senso COLOMBO, *Gli interessi nei contratti bancari*, op. cit., 464.

<sup>29</sup>La giurisprudenza di merito ha generalmente sancito la legittimità dei piani di ammortamento concepiti con tecnica «alla francese», escludendo l'esistenza in essi di ogni ipotesi di anatocismo, da ultimo v. Tribunale, Roma, sez. XVII, 04/12/2020, n. 17383; Tribunale, Ivrea, 26/09/2020, n. 723; Tribunale, Civitavecchia, 25/09/2020, n. 818; Tribunale, Lecce, 15/09/2020, n. 1949, in *DeJure*.

<sup>30</sup>L'anatocismo era tradizionalmente ritenuto legittimo nei rapporti bancari ed era ritenuto un uso pacificamente accettato anche dalla clientela. La stessa Cassazione aveva, infatti, rilevato che «nel campo delle relazioni tra istituti di credito e clienti, in tutte le operazioni di dare ed avere, l'anatocismo trova generale applicazione in quanto sia le banche sia i clienti chiedono e riconoscono (nel vario atteggiarsi dei singoli rapporti attivi e passivi che possono in concreto realizzarsi) come legittima la pretesa degli interessi da conteggiarsi alla scadenza non solo sull'originario importo della somma versata, ma sugli interessi da questa prodotti, e ciò anche a prescindere dai requisiti richiesti dall'art. 1283 c.c.»; così: Cass., 15 dicembre 1981, n. 6631, in *Riv. dir. comm.*, II, 1982, 89 ss.

<sup>31</sup>Così, *ex plurimis*, Tribunale sez. I - Torino, 03/04/2019, n. 1636, in <https://www.expartecreditoris.it/wp-content/uploads/2019/05/trib.-torino-sent.-n.-29-del-07.01.2019.pdf>.

<sup>32</sup>Tra le più recenti, ABF – Collegio di Napoli, 15 ottobre 2019, n. 23130; ABF – Collegio di Bari, 3 ottobre 2019, n. 22440; ABF – Collegio di Bari, 9 ottobre 2019, n. 22669 cc., tutte in <https://www.arbitrobancariofinanziario.it/decisioni>.

rebbe il mutuo (apparentemente ed eventualmente) più oneroso rispetto a quello «all'italiana» e taluni studiosi che vedono nella maggiore onerosità in parola la conseguenza diretta di una pratica anatocistica<sup>33</sup>.

In realtà, la qualificazione di un ammortamento del tipo «alla francese» non è indicativo della tecnica di matematica finanziaria concretamente impiegata dalla banca erogante per il calcolo dell'interesse corrispettivo contenuto in ciascuna rata, essendo essa indicativa unicamente della ripartizione della quota di interessi computata in ciascuna rata costante secondo un importo decrescente. Ben potendo darsi il caso in cui, ad esempio, in ragione della durata del piano di rimborso o della quantificazione della rata, gli interessi dovuti per il periodo già trascorso di debenza possano essere computati in misura minore rispetto a quella effettivamente dovuta così che la differenza venga suddivisa nelle rate successive e, a sua volta, assoggettata ad interessi corrispettivi aventi per ciò natura «anatocistica». Diversamente, si potrebbe trattare di interessi maggiori rispetto a quelli di volta in volta dovuti che, come tali, non sarebbero realmente «dovuti», in quanto inseriti anticipatamente ed ultroneamente quale componente della singola rata<sup>34</sup>.

Ne consegue che non è necessariamente vero che nel metodo di capitalizzazione «alla francese» gli interessi vengano calcolati sulla (sola) quota capitale via via decrescente e per il periodo corrispondente a ciascuna rata. Ove il metodo matematico utilizzato in concreto per la determinazione della rata porti al pagamento anticipato di interessi corrispettivi ovvero comporti la formazione «composta» di essi, si ritiene che tali aspetti debbano essere esplicitati in sede contrattuale in ossequio ai generali principi di trasparenza e correttezza contrattuale o di causalità delle attribuzioni patrimoniali, sia affinché sia possibile verificare l'eventuale violazione di norme imperative. Tra le quali possono essere ricomprese il già menzionato divieto di anatocismo (art. 1283 c.c.),

---

<sup>33</sup>Pone in evidenza le ragioni dei maggiori costi della tecnica «alla francese»: DE LUCA, cit., 378 s.

<sup>34</sup>Sul punto cfr. MARCELLI – PASTORE – VALENTE, *L'ammortamento alla francese. Matematica e diritto: quando la scienza vien piegata a negar se stessa*, op. cit., 256 ss.

l'obbligo di pattuizione scritta di interessi (art. 1284 c.c.), la determinabilità dell'oggetto del contratto (art. 1346 c.c.) o del divieto di pagamento dell'indebito (artt. 821 e 2041 c.c.), richiamate dall'attrice nelle conclusioni rassegnate nella controversia in questione.

Tuttavia, per quanto si può apprendere dal testo della sola sentenza in commento, nessuno di tali aspetti è stato specificamente lamentato dalla mutuataria con riferimento al metodo finanziario utilizzato in concreto dalla banca erogante e l'eventuale CTU richiesta sul punto, ancorché percipiente, avrebbe avuto – forse – natura esplorativa.

Sotto questo profilo, si deve concordare che l'ammortamento «alla francese» non generi sempre e in astratto un effetto anatocistico, ove ci riferisca al metodo di ripartizione degli interessi corrispettivi nel piano di ammortamento in misura decrescente nella rata costante. È giustamente «rimasta complessivamente isolata in giurisprudenza la tesi secondo cui la modalità più diffusa di ammortamento (e cioè quella “alla francese”) sarebbe di per se stessa in contrasto con l'art. 1283 c.c.»<sup>35</sup>. Il piano di ammortamento «alla francese» sarebbe perfettamente legittimo<sup>36</sup> anche in quanto «più ossequioso del dettato dell'articolo 1194 c.c., in quanto prevede, correttamente, un criterio di restituzione del debito che privilegia sotto il profilo cronologico l'imputazione più ad interessi che a capitale»<sup>37</sup>.

Rimane, tuttavia, sempre necessaria una verifica concreta della corretta formulazione delle clausole contrattuali contenenti il sistema di quantificazione dell'interesse corrispettivo e del connesso piano di ammortamento<sup>38</sup>, al fine di poter escludere la sussistenza di un calcolo anatocistico dell'interesse corrispettivo.

---

<sup>35</sup> Così: COLOMBO, *Gli interessi nei contratti bancari*, op. cit., 483.

<sup>36</sup> La domanda di nullità per anatocismo ha condotto ad alcune condanne degli attori per lite temeraria *ex* art. 96 cpc; cfr. Trib. Verona, n. 758 del 24 marzo 2015, in <http://www.assoctu.it/giurisprudenza/sentenza/tribunale-di-verona-n-758/>.

<sup>37</sup> Così: Tribunale sez. III - Perugia, 05/02/2019, n. 183, in *Dejure*.

<sup>38</sup> Circa la natura giuridica del piano di ammortamento vi è chi ha escluso che esso possa avere funzione integrativa dell'accordo contrattuale; in questo senso FARINA, cit., 456 ss.

4. Nella controversia che ha dato origine alla pronuncia in esame, la mutuataria non si è potuta giovare delle norme poste a tutela del «consumatore», in quanto essa è una società di persone qualificabile come «professionista». Discutibile appare, invece, lo *status* dell'avallante del titolo cambiario, che sottoscrive in garanzia le obbligazioni del mutuatario, potendo essere alternativamente qualificato come «consumatore» o «professionista». Una maggiore considerazione della distinzione soggettiva<sup>39</sup> tra la società di persone e i propri soci nella prospettiva della tutela concedibile al «consumatore» nel nostro ordinamento avrebbe consentito al Giudice di appello di pervenire ad una diversa soluzione. Tuttavia, in casi simili, la Corte di Giustizia ha escluso la natura consumeristica dell'amministratore di società avallante, ritenendo che «una persona fisica che abbia stretti vincoli professionali con una società, quali la gerenza o una partecipazione di maggioranza in essa, non può essere considerata consumatore ai sensi di tale disposizione qualora avalli una cambiale emessa per garantire le obbligazioni incombenti a detta società in base a un contratto relativo alla concessione di un finanziamento»<sup>40</sup>. Nello stesso senso, sia pure concedendo al giudice di merito un maggiore margine di discrezionalità si è orientata la Cassazione<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup>La giurisprudenza di legittimità ha ritenuto applicabile il foro del consumatore al contratto di fideiussione stipulato da una persona fisica in favore di una società; in questo senso Cass. 13 dicembre 2018, n. 32225, <https://sentenze.laleggepertutti.it/sentenza/cassazione-civile-n-32225-del-13-12-2018>; cfr. conformemente, da ultimo, Cass. Ord., 16 gennaio 2020, n. 742, in [https://images.go.Wolterskluwer.com/Web/WoltersKluwer/%7Bf69a2e95-4ed8-4605-8685-818b8f649c42%7D\\_cassazione-civile-ordinanza-742-2020.pdf](https://images.go.Wolterskluwer.com/Web/WoltersKluwer/%7Bf69a2e95-4ed8-4605-8685-818b8f649c42%7D_cassazione-civile-ordinanza-742-2020.pdf). In tal senso si era già espressa la Corte di Giustizia dell'Unione Europea ritenendo che l'applicabilità della disciplina del consumatore debba essere valutata in concreto con riguardo allo *status* delle parti del contratto di fideiussione e non del (diverso) contratto di finanziamento cui la fideiussione accede (cfr. ordinanza del 19.11.2015, causa C-74/15 Tarcau contro Banca Comercială Intesa Sanpaolo Romania SA e altri, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62015CO0074&from=IT>).

<sup>40</sup>Così: sentenza della Corte (Prima Sezione), 14 marzo 2013, nella causa C-419/11, nel procedimento Česká spořitelna, a.s. contro Gerald Feichter, in <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=135027&doclang=IT>.

<sup>41</sup>V. Cassazione civile sez. III, 13/12/2018, n. 32225 «la nozione di “consumatore”, ai sensi dell'art. 2, lett. b), della direttiva 93/13, ha un carattere oggettivo. Essa deve essere determinata alla luce di un criterio funzionale consistente nel valutare se il rapporto contrattuale in esame rientri nell'ambito di attività estranee all'esercizio di una professione (v. ord. C-74/15, punto 27 e giurisprudenza citata). Spetta al giudice nazionale, investito di una controversia relativa a un contratto idoneo a rientrare nell'ambito di applicazione di tale direttiva, verificare, tenendo conto di tutte le circostanze della fattispecie e di tutti gli



Nel caso in esame, l'avallante è amministratore e socio solidalmente e illimitatamente responsabile delle obbligazioni sociali, pertanto, con difficoltà avrebbe potuto giovare della tutela consumeristica. Occorre, però, segnalare un'ormai non più recente tendenza normativa, per ora riservata principalmente<sup>42</sup> alla figura del «consumatore», tesa ad ampliare la qualità e la quantità di informazioni (anche pre-) contrattuali che tradizionalmente dovevano essere rilasciate sulla base delle (sole) norme sulla buona fede e sulla trasparenza di cui agli artt. 1337 e 1346 c.c. Più specificamente, ad esempio, si ritiene che il contraente debole possa esprimere un «consenso informato» solo quando gli siano state fornite le informazioni concernenti tutti i diversi aspetti del contenuto contrattuale e di tutti gli effetti ad esso riconducibili. Sul piano generale è espressione di tale principio l'art. 2 del Codice del consumo<sup>43</sup>, che pone tra i diritti fondamentali dei consumatori il diritto ad «una adeguata informazione e ad una corretta pubblicità» e «alla correttezza, alla trasparenza ed all'equità nei rapporti contrattuali»<sup>44</sup>.

Si ricordi, poi, che, con specifico riguardo ai contratti con i consumatori, le singole clausole «devono sempre essere redatte in modo chiaro e comprensibile» (artt. 34, II comma e 35 I comma)<sup>45</sup>. Inoltre, il successivo art. 36, II comma, lett. c) sanziona con la

---

elementi di prova, se il contraente in questione possa essere qualificato come "consumatore" ai sensi della suddetta direttiva». La Cassazione ha ritenuto, tuttavia, rilevanti ai fini dell'accertamento di merito dello *status* di consumatore «due circostanze che devono essere oggetto di valutazione: la eventuale qualità di amministratore della società garantita assunto dal fideiussore e la detenzione di una partecipazione non trascurabile al capitale sociale di tale società».

<sup>42</sup>La Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese (2003/361/CE), afferma, nell'allegato, all'art. 2, par. 3, che nella «categoria delle PMI si definisce microimpresa un'impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di EUR».

<sup>43</sup>D.L., 06 settembre 2005 n. 206, «Codice del consumo, a norma dell'articolo 7 della legge 29 luglio 2003, n. 229».

<sup>44</sup>Tale norma, attualmente contenuta nell'art. 2 del Codice del Consumo, era già contenuta nell'art. 1, della legge 30 luglio 1998, n. 281, concernente la «disciplina dei diritti dei consumatori e degli utenti», così come modificata dalla legge 24 novembre 2000, n. 340, dal decreto legislativo 23 aprile 2001, n. 224, e dall'articolo 11 della legge 1° marzo 2002, n. 39.

<sup>45</sup>Tale norma, attualmente contenuta nell'art. 35 del Codice del Consumo, era già contenuta nell'art. 1469 *quater* c.c., sulla base della novella introdotta con l'art. 25, della Legge 6/2/1996 n. 52, e sarebbe stata, pertanto, applicabile alla fattispecie oggetto della controversia ove il cliente avesse avuto una connotazione consumeristica. Sulla rilevanza della disciplina consumeristica nei mutui bancari v. COLOMBO, *Il cantiere sempre aperto degli interessi pecuniari nei contratti bancari: appunti su tassi*



nullità di protezione quelle clausole che abbiano l'effetto di «prevedere l'adesione del consumatore come estesa a clausole che non ha avuto, di fatto, la possibilità di conoscere prima della conclusione del contratto».

I predetti indici normativi costituiscono i prodromi della disciplina che, nel settore finanziario, caratterizza i rapporti di credito al consumo sulla scorta delle più recenti direttive europee volte a riequilibrare le asimmetrie informative poste a tutela del contraente debole nei contratti bancari, non più limitate nelle loro applicazione al solo «consumatore», ma, in alcuni casi, estese anche alla «microimpresa» al fine di favorire il corretto funzionamento dei meccanismi concorrenziali nel mercato<sup>46</sup>.

Invero, la figura del (semplice) «consumatore» nei rapporti contrattuali dei mercati finanziari sta sempre più mostrando la sua insufficienza e va perdendo un'autonoma rilevanza a favore di una nozione ampia di «cliente», che prescindendo dal concetto stesso di persona fisica per ricomprendervi anche i «professionisti», nel dichiarato intento di garantire stabilità e una maggiore tutela e al mercato finanziario<sup>47</sup>.

Un importante spunto interpretativo può derivare da una norma (anch'essa *ra-*

---

*parametrati all'Euribor, pattuizioni floor e cap, tassi negativi, ammortamento alla francese e TAEG/ISC*, op. cit., 2020, 265 ss.

<sup>46</sup>Si parla sempre più spesso della categoria del «cliente» finanziario connotata da un'intrinseca debolezza, resa omogenea dalla specificità e dalla complessità dei prodotti venduti in questo peculiarissimo segmento del mercato. In questo senso, CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, 7; Id., *Dalla trasparenza alla best execution: il difficile percorso verso il giusto prezzo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 476.

<sup>47</sup>Sul «cliente», quale possibile figura unificatrice della categoria del consumatore e del professionista nei mercati finanziari, sia consentito il rinvio a MOTRONI, *Nuovi limiti all'autonomia negoziale nei contratti finanziari*, in *Riv. dir. imp.*, 2017, 609 ss. Valga poi richiamare in estrema sintesi, con riguardo alla più vasta categoria del «contratto asimmetrico», 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, 788; ID., *Regolazione del mercato e interessi di riferimento: dalla protezione del consumatore alla protezione del cliente?*, in *Riv. dir. priv.*, 2010, 3, 24 ss.; ID., *Il contratto del duemila*, Torino, 2011, 86 s. Per un'esauriente ricostruzione della differente prospettiva evocata dall'espressione «terzo contratto», coniata da PARDOLESI, Prefazione a COLANGELO, *L'abuso di dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti. Un'analisi economica e comparata*, Torino, 2004, XIII, si veda *amplius*, tra gli altri, con ampi richiami bibliografici in nota: NONNE, *La nullità nei contratti del consumatore come modello per il c.d. terzo contratto*, in *Cont. imp.*, 2016, 987 ss.; GITTI - VILLA (a cura di), *Il terzo contratto*, Bologna, 2008; ZOPPINI, *Il contratto asimmetrico tra parte generale, contratti di impresa e disciplina della concorrenza*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2008, 536 ss.

*tionem temporis* non applicabile al caso in esame) contenuta nell'art. 21 Cod. Cons., secondo cui è «considerata ingannevole una pratica commerciale che contiene informazioni non rispondenti al vero o, seppure di fatto corretta, in qualsiasi modo, anche nella sua presentazione complessiva, induce o è idonea ad indurre in errore il consumatore medio (e la «microimpresa»<sup>48</sup>) riguardo ad uno o più dei seguenti elementi e, in ogni caso, lo induce o è idonea a indurlo ad assumere una decisione di natura commerciale che non avrebbe altrimenti preso: (...) d) il prezzo o il modo in cui questo è calcolato o l'esistenza di uno specifico vantaggio quanto al prezzo». Si consideri che tale norma «si applica alle pratiche commerciali scorrette tra professionisti e consumatori poste in essere prima, durante e dopo un'operazione commerciale relativa a un prodotto, nonché alle pratiche commerciali scorrette tra professionisti e *microimprese*<sup>49</sup> (...)».

Del pari, il dettato dell'art. 6, lett. g), della direttiva 2008/48/CE<sup>50</sup>, trasfuso negli artt. 121 ss. del TUB, con specifico riferimento ai contratti di credito ai consumatori, prevede che le modalità di calcolo dell'interesse siano rese palesi nel contratto con l'obbligo di indicare «il tasso annuo effettivo globale e l'importo totale che il consumatore è tenuto a pagare, illustrati mediante un esempio rappresentativo che deve riportare tutte le ipotesi utilizzate per il calcolo di tale tasso». In sede di attuazione, tale norma ha novellato il TUB con l'art. 125 *bis*, comma 6<sup>51</sup>. Si potrebbe, inoltre, ritenere che un'eventuale differenza tra il tasso dichiarato nel contratto e il tasso effettivo praticato dalla banca integri una violazione dell'art. 117, n. 4 e n. 7, TUB, con conseguenze ben più

---

<sup>48</sup>Aggiunta dell'autore.

<sup>49</sup>Ai sensi dell'art. 18, lett. d-bis), del Codice del Consumo le «microimprese» sono «entità, società o associazioni che, a prescindere dalla forma giuridica, esercitano un'attività economica, anche a titolo individuale o familiare, occupando meno di dieci persone e realizzando un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a due milioni di euro (...)». La «microimpresa» è divenuta ormai una categoria sempre più utilizzata nelle normative consumeristiche; sul punto v. TRUBIANI, *La microimpresa dentro e fuori il Codice del consumo (Prima parte)*, in *Studium iuris*, 2016, 9, 998 ss.

<sup>50</sup>Direttiva 2008/48/Ce del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 aprile 2008 «relativa ai contratti di credito ai consumatori che abroga la direttiva 87/102/CEE».

<sup>51</sup>L'art. 125 *bis*, comma 6, del TUB, prevede che siano «nulle le clausole del contratto relative a costi a carico del consumatore che, contrariamente a quanto previsto ai sensi dell'articolo 121, comma 1, lettera e), non sono stati inclusi o sono stati inclusi in modo non corretto nel TAEG pubblicizzato nella documentazione predisposta secondo quanto previsto dall'articolo 124. La nullità della clausola non comporta la nullità del contratto».

onerose per il mutuante.

Risulta, infatti, evidente che il tasso di interesse e i relativi criteri di calcolo nel caso in esame costituiscono esattamente il prezzo di vendita del denaro mutuato e dei servizi connessi. Nella fattispecie in esame il mutuatario «microimpresa» avrebbe potuto oggi lamentare la mancata corretta indicazione del «prezzo o il modo in cui questo è calcolato». Valga, però, richiamare le difficoltà interpretative che impedirebbero l'applicazione diretta ai rapporti contrattuali di norme poste a presidio della concorrenza la cui applicazione apparirebbe formalmente riservata alla sola AGCM.

Il diritto del «cliente» o «utente» di conoscere non solo il *quantum* della prestazione, ma anche le ragioni e i meccanismi di quantificazione del corrispettivo, andrebbe latamente inquadrato nel fenomeno che vorrebbe una sempre maggiore informazione del destinatario finale dei prodotti e dei servizi. Il quale non solo deve conoscere il costo effettivo per formare una volontà compiuta circa la stipulazione del contratto, ma deve conoscere, nello specifico, la provenienza dei prodotti, la loro intrinseca conformazione e tutte le caratteristiche di essi affinché il consenso possa dirsi validamente prestato.

Ciò porterebbe ad una uniformazione della normativa e, conseguentemente, del contenuto dei modelli contrattuali utilizzati dagli intermediari finanziari, superando il rigido schema normativo che vede contrapposti il «consumatore» al «professionista». Con giovamento non solo per la clientela ma anche per un efficiente funzionamento dei meccanismi concorrenziali nel mercato, là dove i destinatari finali dei prodotti e servizi finanziari possano più consapevolmente scegliere il prodotto e il servizio effettivamente (soggettivamente) più conveniente.

Il modello di sanzione per la mancata indicazione dei meccanismi di calcolo degli interessi potrebbe essere individuata nella nullità di protezione come conseguenza degli effetti della mancata trasparenza delle clausole contenenti la determinazione dell'interesse corrispettivo e il meccanismo di etero integrazione di cui all'art. 120 TUB.

È appena il caso di rilevare, da ultimo, che gli aspetti che attengono alla validità

del contratto (indeterminatezza o violazione di norme imperative) sono - ovviamente - differenti rispetto ai profili riguardanti il corretto adempimento o la violazione dei parametri negoziali in sede di quantificazione delle rate. Invero, ove in fase di esecuzione del contratto la banca abbia modificato le modalità di calcolo originariamente previste nell'atto di mutuo – dando luogo in concreto ed in violazione degli accordi contrattuali e percependo così somme senza giusta causa – tale comportamento andrà ascritto all'inesatta esecuzione del contratto e non alla validità del medesimo.

**Raimondo Motroni**

*Ricercatore di Diritto dell'economia  
presso l'Università degli Studi di Sassari*