Il mercato tra analisi e regolamentazione

a cura di Francesco Bottoni

eum

eum

Il mercato tra analisi e regolamentazione

a cura di Francesco Bottoni

eum

Economia e Diritto

1

Collana del Dipartimento di Economia e Diritto

Direttori di collana
Bartolacci Francesca (francesca.bartolacci@unimc.it)
Riccetti Luca (luca.riccetti@unimc.it)

Comitato scientifico
Beccalli Elena (elena.beccalli@unicatt.it)
Castellano Rosella (rosella.castellano@unitelmasapienza.it)
Gallegati Mauro (mauro.gallegati@univpm.it)
Gherardi Silvia (silvia.gherardi@unitn.it)
Guercini Simone (simone.guercini@unifi.it)
Olivieri Gustavo (golivieri@luiss.it)
Palumbo Francesco (francesco.palumbo@unina.it)
Perfetti Ubaldo (ubaldo@studioperfetti.eu)
Sicca Luigi Maria (luigimaria.sicca@unina.it)
Timpano Francesco (francesco.timpano@unicatt.it)

Isbn 978-88-6056-882-3 (print)
Isbn 978-88-6056-883-0 (PDF)
Prima edizione: dicembre 2023
©2023 eum edizioni università di macerata
Palazzo Ciccolini, via XX settembre, 5 – 62100 Macerata
info.ceum@unimc.it
http://eum.unimc.it

Indice

7 Il mercato tra analisi e regolamentazione. Profili introduttivi
di Francesco Bottoni

Barbara Malaisi
13 Libertà di iniziativa economica e "nuovi" limiti al suo esercizio: alcune brevi considerazioni

Tommaso Febbrajo
25 *Web marketing* e trasparenza della pubblicità

Miria Ricci
39 Siti comparatori nel mercato assicurativo e pratiche commerciali scorrette: il caso "Facile.it"

Francesca Bartolacci, Michela Soverchia
63 Coniugare redditività, benessere sociale e protezione ambientale: le società benefit

Stefano Deriu, Barbara Fidanza, Clio Ciaschini, Claudio Socci
87 La produzione e la numerosità delle imprese al tempo del COVID-19: il caso della regione Marche

Massimo Biasin, Emanuela Giacomini, Gianluca Valeri
119 Market Discipline in the Banking Sector: Evidence from the IFRS 9 Adoption

Domenica Tropeano
147 Financialization and the financial cycle after the GFC crisis: the role of the Federal Reserve

168 Note sugli autori

Il mercato tra analisi e regolamentazione. Profili introduttivi

di Francesco Bottoni

L'art. 41 della Costituzione, di recente oggetto di riforma[1], riconosce la libertà di iniziativa economica privata purché non si svolga in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana. Tale norma non contempla ma presuppone necessariamente il mercato il quale, tra le varie possibili accezioni, si sostanzia in un'area istituzionalizzata di relazioni economiche[2].

Di questo viene spesso posta in rilievo l'attitudine a pervadere l'intera società in quanto capace di influenzare le stesse relazioni sociali, creare esigenze conformi ai beni che produce e invadere le capacità critiche degli individui[3]. Tale attitudine è testimoniata altresì dall'estensione dei meccanismi e dei principi propri del mercato in ambiti dai quali questi erano stati in pre-

[1] In argomento tra gli altri, oltre al contributo di Barbara Malaisi presente nel volume, Alpa (2022); Pellecchia (2022); Maffezzoni (2023); Montaldo (2022); Jona (2023).

[2] Sulle varie accezioni, Ferrarese (1992). In particolare, il mercato può essere inteso come luogo fisico all'interno del quale si svolgono gli scambi, come spazio dell'agire umano tendenzialmente sottratto all'intervento dei pubblici poteri, come spazio nel quale l'azione del singolo costituisce espressione di razionalità economica e, infine, quale entità capace di produrre un ordine complessivo di relazioni economiche. Secondo Zito (2010), se tutte le accezioni pongono questioni di carattere giuridico, l'ultima appare quella più feconda ai fini di un'analisi sul tema della regolazione.

[3] Ferrarese (1992); Perlingieri (2020: p. 195). Il paradigma contemplato dall'art. 41 Cost. è connotato da un ambito oggettivo ben definito e inidoneo a ricomprendere, secondo l'orientamento prevalente, ogni attività dalla quale possa derivare un vantaggio economico a chi la pone in essere. In argomento, Baldassarre (1971); Niro (2006).

cedenza tenuti fuori. Tra questi, possono menzionarsi il settore dell'istruzione e quello culturale[4].

L'attenzione al mercato richiede la consapevolezza della stretta connessione con gli strumenti negoziali a disposizione degli operatori, in considerazione dell'esercizio del potere di autonomia al suo interno e dello stretto legame con la libertà di concorrenza[5]. L'interdipendenza tra mercato e contratto comporta che le vicende di quest'ultimo influiscono direttamente sul primo, al punto da indurre a sostenere che è poco rilevante distinguere le regole della contrattazione da quelle del mercato[6].

Se l'autonomia privata e il contratto si mostrano sufficienti a fondare il mercato, ciò non costituisce invece condizione sufficiente ad assicurare che le relazioni tra gli operatori costituiscano sempre espressione di scelte liberamente e consapevolmente assunte. L'esercizio di autonomia può infatti condurre alla costituzione di posizioni di potere negoziale idonee a incidere negativamente sul funzionamento del mercato in modo da ledere la capacità, in capo ad alcuni operatori, di determinarsi autonomamente[7].

L'esigenza di perseguire finalità che il funzionamento spontaneo del mercato non potrebbe assicurare e la debolezza strutturale che impedisce allo stesso di sopravvivere in presenza di una completa autodeterminazione richiede un intervento esterno, tradizionalmente affidato al diritto in quanto agente idoneo,

[4] De Grauwe (2018, pp. 18 s.).

[5] È peraltro discussa l'autonoma suscettibilità di tutela dell'autonomia negoziale ai sensi dell'art. 41 Cost. Rileva che la tutela costituzionale della libertà negoziale risulta fondata solo in quanto strumentale alla realizzazione situazioni soggettive espressamente tutelate dalla Costituzione Niro (2006: p. 852). Secondo Corte Cost. (1991), la Costituzione tutela l'autonomia contrattuale in via meramente indiretta quale strumento della libertà di iniziativa economica ma pone limiti rilevanti a tale libertà. In senso contrario, Perlingieri (2020: pp. 44 s.). Evidenzia un rinnovato interesse per una lettura incline a una garanzia costituzionale della libertà contrattuale Breccia (2011, pp. 70 s.). Sull'autonomia privata quale principio immanente del sistema ed espressione di un diritto fondamentale della persona, Bianca (2013: pp. 237 s.).

[6] Secondo Perlingieri (2020: p. 196) non è pensabile un mercato senza scambio e senza contratto. In particolare, l'autonomia contrattuale crea il mercato ed è a sua volta assicurata dall'esistenza dello stesso. Il contratto rappresenta lo strumento per la circolazione dei beni e dei servizi, oltre che per l'esercizio di attività di impresa.

[7] Zito (2010: p. 810).

tra l'altro, a sanzionare l'inosservanza delle regole. Si osserva in particolare che attraverso il diritto si consente per un verso al mercato di mantenere il proprio carattere autodeterminato e, d'altra parte, lo stesso diritto consente di incidere sulla realtà economica introducendo finalità e principi ulteriori rispetto al puro calcolo[8].

Ai limiti connaturati all'analisi dello specifico settore sul quale si intende intervenire, dovuti ai profili di complessità che quest'ultimo presenta, si aggiungono le questioni relative all'idoneità degli strumenti impiegati. Spesso, infatti, il diritto si trova a dover rincorrere una realtà in costante movimento e fenomeni che emergono e si sviluppano rapidamente.

Si mostra emblematica, a tale ultimo riguardo, in settori di notevole complessità tecnica e in mercati connotati da continua e rapida evoluzione, l'attribuzione ad Autorità indipendenti di ampi poteri di regolazione[9]. Se tale conferimento è dovuto all'impossibilità, in capo al legislatore, di rimanere al passo con i tempi[10], le conseguenze non appaiono trascurabili.

In particolare, nel caso degli strumenti da ultimo indicati il principio di legalità in senso sostanziale, il quale si manifesta attraverso la tipica forma di esercizio del potere regolamentare[11], finisce per subire un'attenuazione ma ciò sarebbe del tutto in linea con l'esigenza di assicurare il perseguimento di fini che la stessa legge predetermina. In tale direzione, la giurisprudenza amministrativa ha osservato che il particolare tecnicismo di un determinato settore comporta la necessità di assegnare alle Autorità il compito di prevedere e adeguare costantemente il contenuto delle regole tecniche all'evoluzione del sistema.

[8] Ferrarese (1992: p. 72).

[9] Sulle varie accezioni del termine regolazione, quale specie della più ampia attività di conformazione dell'attività dei privati a opera del pubblico potere, Zito (2010: p. 810).

[10] Clarich (2022).

[11] Il principio di legalità non impone unicamente l'indicazione dello scopo che l'Autorità amministrativa è tenuta a perseguire ma altresì, in funzione di garanzia, la predeterminazione del contenuto e delle condizioni dell'esercizio dell'attività. Tuttavia, nell'ipotesi degli atti di regolazione adottati dalle Autorità amministrative di settore la legge, normalmente, non indica un contenuto dettagliato, né descrive in modo prescrittivo le condizioni e i limiti di esercizio della relativa attività. Così Cons. Stato, (2015).

Diversamente, una predeterminazione legislativa connotata da rigidità costituirebbe un ostacolo al perseguimento di tali scopi. Da ciò deriverebbe altresì la conformità alla Costituzione, in relazione agli atti regolatori in esame, dei poteri impliciti desumibili dal complesso della disciplina in quanto strumentali all'esercizio dei poteri tipizzati. All'attenuazione del principio di legalità sostanziale corrisponde un rafforzamento del medesimo principio inteso in senso procedurale, mediante la partecipazione dei soggetti interessati alla formazione dei relativi atti[12].

Si tratta di un punto di equilibrio che ha suscitato riserve, rilevandosi che al legislatore non può essere demandato un ruolo "quasi strumentale, secondario, eventuale, addirittura successivo dal punto di vista temporale rispetto a quello dell'Autorità di regolazione"[13].

I contributi presenti nel volume, nell'ambito dei diversi settori disciplinari giuridici ed economici, si sviluppano all'interno del quadro sinteticamente descritto. Con l'avvertenza che la diversità tra i settori disciplinari ai quali gli Autori appartengono, la specificità della tematica di riferimento e dell'approccio metodologico adottato ha condotto a un risultato che, in parte, è connotato da eterogeneità.

Nello specifico, il contributo di Barbara Malaisi analizza la portata dell'Art. 41 Cost. per effetto della modifica attuata con legge costituzionale, avuto particolare riguardo all'attitudine di quest'ultima a innovare rispetto ai limiti all'iniziativa economica privata ricostruiti dalla Corte costituzionale.

Il contributo di Tommaso Febbrajo analizza la regolamentazione giuridica del fenomeno dell'influencer marketing, con particolare riferimento alle regole previste in materia di pubblicità commerciale.

Il contributo di Miria Ricci esamina l'attività dei siti comparatori nel mercato assicurativo, mediante la specifica disamina di una vicenda sottoposta prima al vaglio dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) e, successivamente, del giudice amministrativo.

12 *Ibidem*. In argomento, Clarich (2022).

13 Ramajoli (2022: p. 29).

Il contributo di Francesca Bartolacci e Michela Soverchia prende in considerazione l'effettività delle misure volte a incentivare le società benefit (SB) le quali, nello svolgere un'attività economica, perseguono altresì finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente.

Il contributo di Stefano Deriu, Barbara Fidanza, Clio Ciaschini e Claudio Socci ha ad oggetto gli effetti economici delle politiche di contenimento dell'emergenza Covid e l'individuazione di eventuali avvii di processi strutturali di rinnovamento nelle attività produttive chiave, semplicemente accelerati dalla pandemia.

Il contributo di Massimo Biasin, Emanuela Giacomini e Gianluca Valeri analizza l'idoneità dello standard IFRS 9, emanato dall'International Accounting Standards Board (IASB) ed entrato in vigore il primo gennaio 2018, a migliorare la possibilità, per gli investitori, di valutare in maniera trasparente l'ammontare e la tipologia dei crediti delle istituzioni bancarie e la conseguente esposizione al rischio di queste ultime.

Infine, il contributo di Domenica Tropeano approfondisce il ruolo assunto dalla banca centrale degli Stati Uniti e dalle politiche monetarie da questa poste in essere nel periodo compreso tra la grande crisi finanziaria del 2008 e la crisi Covid-19.

Al termine del lavoro, desidero ringraziare gli Autori che hanno voluto contribuire a questo progetto editoriale multidisciplinare, condividendone la natura e il tema. Un sentito ringraziamento va altresì al Dipartimento di Economia e Diritto che ha promosso l'iniziativa e finanziato la pubblicazione di questo volume, destinato alla nuova Collana di Dipartimento.

Bibliografia

G. Alpa (2022), *Note sulla riforma della Costituzione per la tutela dell'ambiente e degli animali*, «Contratto e impresa/Europa», pp. 361-369

A. Baldassarre (1971), voce *Iniziativa economica privata*, in *Enciclopedia del Diritto*, XXI, Milano, Giuffrè, p. 588

M. Bianca (2013), *Alcune riflessioni sul concetto di meritevolezza degli interessi*, in *Studi in onore di A. Cataudella*, a cura di E. del Prato, Napoli, Esi, I, pp. 223-248

U. Breccia (2011), sub *Art. 1322*, nel *Commentario al Codice civile*, diretto da Gabrielli, *Dei contratti in generale*, a cura di E. Navarretta, A. Orestano, I, Torino, Utet

M. Clarich (2022), voce *Energia*, in *Enciclopedia del Diritto*, *Funzioni amministrative*, Milano, Giuffrè, p. 507

Corte Cost. (1991), 15 maggio 1990, «Rassegna di Diritto civile», p. 613

Cons. Stato (2015), 20 marzo 2015, n. 1532, «Il Consiglio di Stato», p. 760

P. De Grauwe (2018), *I limiti del mercato. Da che parte oscilla il pendolo dell'economia?*, Bologna, Il Mulino

M.R. Ferrarese, *Diritto e mercato. Il caso degli Stati Uniti*, Torino, Giappichelli, 1992, pp. 17 ss.

E. Jona (2023), *La libertà di iniziativa economica e la protezione dell'ambiente e della salute*, «federalismi.it», 2/2023, pp. 104-119

F.M. Maffezzoni (2023), *Riflessioni sui "nuovi" limiti ed orientamenti dell'iniziativa economica privata (intorno al "nuovo" art. 41 Cost.)*, «federalismi.it», 5/2023, pp. 53-78

R. Montaldo (2022), *La tutela costituzionale dell'ambiente nella modifica degli artt. 9 e 41 Cost.: una riforma opportuna e necessaria?*, «federalismi.it», 13/2022, pp. 187-212

R. Niro (2006), sub *Art. 41*, nel *Commentario alla Costituzione*, a cura di R. Bifulco, A. Celotto e M. Olivetti, Torino, Utet, pp. 851-852

E. Pellecchia (2022), *Ambiente, generazioni future, imprese sostenibili: riflessioni a margine della modifica degli artt. 9 e 41 Cost.*, «Rivista di Diritto agrario», pp. 711-726

P. Perlingieri (2020), *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, IV, *Attività e responsabilità*, Napoli, Esi

M. Ramajoli (2022), *Attività regolatoria e norme attributive dei poteri: alcune considerazioni*, «Rivista della Regolazione dei Mercati», pp. 25-36

A. Zito (2010), voce *Mercati (regolazione dei)*, in *Enciclopedia del Diritto, Annali*, III, Milano, Giuffrè, pp. 805-816

Barbara Malaisi

Libertà di iniziativa economica e "nuovi" limiti al suo esercizio: alcune brevi considerazioni

Abstract. la legge costituzionale n. 1/2022 ha aggiunto salute e ambiente ai già previsti limiti alla libertà di iniziativa economica di cui all'art. 41, esplicitando nel disposto quanto già consolidato a livello giurisprudenziale. Il saggio indaga brevemente opportunità e limiti di tale addizione, comunque riconoscendo alla novella costituzionale un valore orientativo e identitario rispetto ai temi toccati.

Keywords. Costituzione, rapporti economici, riforme costituzionali, libertà di iniziativa, bilanciamento.

1. *Libertà di iniziativa economica privata e Costituzione*

Il Titolo III della Parte Prima della Costituzione italiana ospita, come noto, quell'insieme di disposizioni concernenti in via generale i rapporti economici che, complessivamente considerate, vengono rubricate sotto la definizione di "Costituzione economica".

Nel sistema disegnato dal Costituente, fondato sui tre pilastri del libero mercato, del monopolio pubblico e dell'autoproduzione, il primo costituisce il principio e la regola[1]. L'art. 41, in particolare, vera e propria norma di riferimento in relazione allo statuto costituzionale dei rapporti economici – tanto importante da aver addirittura spinto taluna dottrina a paventarne l'immodificabilità, in quanto diritto inviolabile dell'uomo garantito dall'art. 2 della Costituzione[2] – sancendo la libertà di inizia-

[1] Di Gaspare (2015: p. 87).

[2] Lo ricorda, criticamente, Galgano (1974), il quale parla invece della libertà

tiva economica privata, implicitamente presuppone il mercato ed esplicitamente limita l'esercizio del diritto disponendo che esso non possa "svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana", utilizzando una formulazione letterale per taluni aspetti tanto vaga da aver generato, nel tempo, un acceso dibattito sia in ordine alla natura dell'iniziativa economica stessa, sia in relazione alla sua ampiezza rispetto ai limiti indicati[3]. Dunque, una previsione che si sostanzia nella fondamentale possibilità di intraprendere liberamente una determinata attività imprenditoriale, purché l'esercizio di questa non confligga con altri interessi costituzionalmente rilevanti rispetto ai quali è necessario individuare di volta in volta il punto di corretto bilanciamento[4], collocato al crocevia di esigenze di giustizia sociale, di sviluppo economico e della persona umana[5].

L'iniziativa economica privata, cioè, intesa nel suo duplice aspetto di avvio e di successivo svolgimento dell'iniziativa in questione, si presenta come libertà dell'individuo che si sostanzia in una situazione giuridica soggettiva sottoposta a specifiche limitazioni e suscettibile di "essere indirizzata e coordinata a fini sociali", all'interno di uno schema chiaramente riconoscibile di rapporti genericamente prefigurati tra autorità e libertà. Essa è proclamata "libera" in quanto espressione, in ambito economico, di quello sviluppo della persona umana che l'art. 3 della Carta fondamentale propugna e impegna la Repubblica a favorire, mediante la rimozione di quegli ostacoli che lo impediscono, ma, al medesimo tempo, soggiace al rispetto – inteso alla stregua di un limite "insuperabile" in relazione a ogni attività economica, come ha chiarito la Corte nella sentenza n. 548/90 – di interessi fondamentali dell'individuo, quali la sicurezza, la libertà e la dignità umana.

economica privata come della "meno garantita" fra quelle riconosciute dalla Carta fondamentale.

[3] Cfr. Niro (2006: p. 854), la quale ricorda anche, relativamente al limite dell'utilità sociale, le parole di Einaudi in Costituente, che lo definì addirittura inconoscibile, in quanto formula espressiva di una norma indeterminata e indeterminabile.

[4] Sul punto, *ex multis*, cfr. Baldassarre (1971); Niro (2006: pp. 846 ss.); Cassetti (2021a: pp. 279 ss.).

[5] Cfr. Saja (1990: p. 9).

L'art. 41, nel corso degli anni, è stato fatto oggetto di numerose letture e riletture, ad opera sia della dottrina, sia della giurisprudenza, da un lato al fine di chiarire la natura compromissoria della libertà in oggetto[6], contenuta in una disposizione che è frutto di un dibattito fortemente condizionato da diverse ideologie politiche confliggenti (liberale, cattolica e comunista-socialista), le quali finiscono per emergere tutte quante esplicitamente nel testo, per dare, così, ad esso una connotazione "anfibiologica"[7] e indeterminata; dall'altro, al fine di adeguare l'interpretazione del disposto costituzionale all'irrompere del diritto della concorrenza nell'ordinamento nazionale.

Particolarmente rilevante appare la modifica dell'articolo attuata con la legge costituzionale n. 1/2022, che, oltre a positivizzare la tutela dell'ambiente all'interno dell'art. 9 Cost., ne integra il disposto, ampliando alla salute e all'ambiente i già esistenti limiti alla libertà di iniziativa economica privata. Il legislatore costituzionale interviene sul secondo comma dell'articolo 41 Cost., aggiungendo all'attuale previsione – in base alla quale, come noto, l'iniziativa economica privata è libera e non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana – l'ulteriore vincolo che essa non possa svolgersi in modo tale da recare danno alla salute e all'ambiente. Per di più, prevede l'aggiunta, al terzo comma dello stesso articolo, della possibile destinazione e coordinamento dell'attività economica pubblica e privata anche ai fini ambientali, oltre a quelli sociali. Quest'ultima previsione, in particolare, appare di particolare importanza nell'ottica di una ridefinizione dell'intervento pubblico nell'economia, nel senso che si chiarirà più oltre.

L'approvazione di tale riforma, dunque, configura salute e ambiente quali ulteriori limiti espliciti alla libertà di iniziativa economica privata, a testimonianza del fatto che le tematiche che investono aspetti legati in senso ampio alla salvaguardia dell'ecosistema e del benessere umano vengono espressamente

6 Cfr. Delli Priscoli e M. F. Russo (2016).
7 Così Cheli (1960, pp. 303 ss.).

considerati significativi rispetto allo svolgimento di attività economicamente rilevanti.

A ben vedere, la giurisprudenza costituzionale ha già tracciato solchi piuttosto definiti in tale direzione, operando in diverse occasioni un bilanciamento tra la libertà di iniziativa economica privata, da un lato, e la salvaguardia della salute e dell'ambiente, dall'altro. Com'è ampiamente noto, non esiste una gerarchia prefissata dei diritti e degli interessi costituzionalmente protetti, il cui punto di equilibrio è disposto dal legislatore in conformità agli obiettivi che intende perseguire, salvo il controllo su di esso sempre esperibile ad opera della Consulta. In questo specifico caso, ci si è posti l'interrogativo se, alla luce delle pronunce già rese da quest'ultima sull'argomento, paia effettivamente necessario integrare il disposto della Costituzione, ovvero sia già bastevole fare riferimento alle acquisizioni giurisprudenziali anzidette e oramai consolidate.

Nell'importante sentenza n. 85/2013 del giudice costituzionale sul caso Ilva, punto 9, si legge chiaramente che "tutti i diritti fondamentali tutelati dalla Costituzione si trovano in rapporto di integrazione reciproca e non è possibile pertanto individuare uno di essi che abbia la prevalenza assoluta sugli altri. La tutela deve essere sempre «sistemica e non frazionata in una serie di norme non coordinate ed in potenziale conflitto tra loro» (sentenza n. 264 del 2012). Se così non fosse, si verificherebbe l'illimitata espansione di uno dei diritti, che diverrebbe "tiranno" nei confronti delle altre situazioni giuridiche costituzionalmente riconosciute e protette, che costituiscono, nel loro insieme, espressione della dignità della persona. Per le ragioni esposte, non si può condividere l'assunto (…) secondo cui l'aggettivo «fondamentale», contenuto nell'art. 32 Cost., sarebbe rivelatore di un «carattere preminente» del diritto alla salute rispetto a tutti i diritti della persona. Né la definizione data da questa Corte dell'ambiente e della salute come «valori primari» (sentenza n. 365 del 1993, citata dal rimettente) implica una "rigida" gerarchia tra diritti fondamentali. La Costituzione italiana, come le altre Costituzioni democratiche e pluraliste contemporanee, richiede un continuo e vicendevole bilanciamento tra princìpi e diritti fondamentali, senza pretese di assolutezza per nessuno di

essi. La qualificazione come "primari" dei valori dell'ambiente e della salute significa pertanto che gli stessi non possono essere sacrificati ad altri interessi, ancorché costituzionalmente tutelati, non già che gli stessi siano posti alla sommità di un ordine gerarchico assoluto. Il punto di equilibrio, proprio perché dinamico e non prefissato in anticipo, deve essere valutato – dal legislatore nella statuizione delle norme e dal giudice delle leggi in sede di controllo – secondo criteri di proporzionalità e di ragionevolezza, tali da non consentire un sacrificio del loro nucleo essenziale". L'introduzione della salute e dell'ambiente nel testo dell'art. 41 parrebbe invece, secondo autorevole dottrina, configurare una vera e propria "gerarchia di valori all'interno dei singoli limiti apponibili alla libertà di impresa"[8], gerarchia che recherebbe al suo vertice esattamente quelli ora citati.

2. *La riforma costituzionale tra opportunità e necessità*

Alla luce di quanto detto, considerando che, di fatto, salute e ambiente sono già interessi fondamentali tutelati – l'uno esplicitamente, l'altro per via interpretativa e giurisprudenziale – dalla Costituzione, e pertanto già capaci di operare, come si evince dal passaggio sopra rammentato, come limiti all'iniziativa economica privata, non è peregrino chiedersi se una modifica testuale alla Carta fosse realmente necessaria e, in caso positivo, quale possa esserne considerata la *ratio*. Pur allineandoci, come si chiarirà tra breve, alla dottrina che ritiene superflua, da un punto di vista della reale capacità della riforma di orientare in modo sensibilmente diverso e più preciso la risoluzione di eventuali conflitti tra la libertà di iniziativa economica e la tutela dell'ambiente rispetto a quanto avvenuto finora, riteniamo che una qualche utilità essa la possegga comunque, sebbene sia di portata più simbolica che concreta.

[8] In questi termini, Cassetti (2021b: p. 4), la quale sottolinea come il bilanciamento tra attività d'impresa da un lato e tutela della salute e dell'ambiente dall'altro sia ormai ben radicato nella giurisprudenza costituzionale e sia stato riconfermato "all'indomani della introduzione nell'art. 117 Cost. comma 2, lett. s) del compito affidato in via esclusiva allo Stato di tutelare 'l'ambiente, l'ecosistema e i beni culturali'", p. 3.

Le disposizioni costituzionali in tema di rapporti economici possono essere considerate come quelle che, tra tutte, hanno mostrato la più significativa flessibilità ermeneutica e una profonda adattabilità al mutare nel tempo del contesto economico-sociale. I cambiamenti che, dall'entrata in vigore della Costituzione ad oggi, hanno interessato le dinamiche di mercato, specialmente in seguito all'irrompere nel quadro normativo nazionale del diritto europeo, hanno necessariamente condotto a una interpretazione adeguatrice delle norme di cui trattasi senza che ciò abbia comportato una modifica testuale delle stesse. In questo senso, fondamentale si è rivelato il ruolo attualizzante del Giudice delle leggi, che ha consentito il costante adattamento delle norme fondamentali ai diversi scenari economici, politici e istituzionali, pur nella conservazione della lettera originale[9].

La modifica costituzionale dell'art. 41 – e, in particolare, del terzo comma di esso, su cui poco ci si è soffermati – produce un ulteriore avanzamento nella riflessione riguardante l'intervento pubblico nell'economia, andando a creare un fondamento costituzionale alla funzionalizzazione delle attività economiche a fini ambientali, oltre che sociali, ciò che taluno ha letto alla stregua di una vera e propria rivoluzione in grado di modificare profondamente l'assetto della Costituzione economica del Paese[10]. Pur trattandosi, anche in tal caso, di una previsione già esplorata in via giurisprudenziale dalla Corte, occupatasi in passato anche di questioni inerenti il bilanciamento tra attività di programmazione e regolazione pubblica e tutela dell'ambiente[11], riteniamo non si possa disconoscere il fatto che l'esplicita menzione in Costituzione dei fini ambientali sia idoneo a prefigurare specifiche e ben individuabili finalità delle quali i pubblici poteri potranno avere titolo a imporre il perseguimento mediante la predisposizione di norme a questo adeguatamente orientate. L'obiettivo

[9] Come rileva Pini (2019: pp. 8 s.), "in questo campo, più ancora che in altri, il dato testuale sembra aver subito un profondo e radicale mutamento di prospettiva, consistente nella (e forse conseguente alla) transizione da un sistema ad economia mista e imperniato sull'interventismo pubblico ad uno incentrato sulla libera concorrenza".

[10] F. De Leonardis (2021: p. 795). In senso decisamente più cauto e meno entusiastico, Cassetti (2022, pp. 199 ss.).

[11] Cfr., *ex multis*, sent. Corte cost. n. 267/2016.

della salvaguardia dell'ambiente – che ricomprende in sé, solo per citarne alcuni, quelli della sostenibilità, dell'economia circolare, della transizione ecologica –, in altre parole, legittimerebbe l'intervento positivo nell'economia ove necessario al fine di tutelarne l'integrità, anche, come dispone il novellato art. 9 della Carta, "nell'interesse delle future generazioni". Mercato e ambiente vengono a trovarsi in una condizione di interrelazione reciproca, nell'ottica di non pregiudicare la fruizione delle risorse naturali alle generazioni e future e di non depauperarle oltremisura, in quanto già scarse. In tale direzione va il *Green Deal* elaborato dalla Commissione europea nel 2019, che mira a orientare le politiche e la normazione degli Stati membri mediante obiettivi intermedi progressivamente conseguibili di transizione ecologica.

Vi è, poi, un elemento di carattere testuale a cui prestare attenzione, non sembrando affatto irrilevante ai fini della costruzione di un quadro interpretativo complessivo e coerente della riforma con i principi costituzionali, in particolare quelli personalistico e solidaristico. Come rilevato da acuta dottrina, infatti, con la revisione compiuta sul terzo comma dell'art. 41, non si è proceduto a giustapporre i "fini ambientali" a quelli sociali, ma si è aggiunto l'aggettivo "ambientali" a quello già presente nel testo, andando in tal modo a creare una sorta di endiadi in cui le due tipologie di fini non vanno lette come alternative l'una all'altra, bensì come declinazioni da considerarsi congiuntamente nell'indirizzo e coordinamento dell'attività economica pubblica e privata ad opera della legge. In altri termini, i fini ambientali non costituiscono un obiettivo autonomo, ma sono indissolubilmente legati a quelli sociali: il legislatore, nell'approntare politiche pubbliche in tema di ambiente, non può esimersi dal valutare, allo stesso tempo, anche gli aspetti legati allo sviluppo sociale, in particolare tenendo conto delle "esigenze di giustizia, dell'equità nell'allocazione dei costi e di eguaglianza sostanziale"[12]. In questo senso, è ragionevole ritenere che la triade economia – ambiente – sviluppo sociale possa condurre alla

[12] Così Cecchetti (2022: p. 147).

predisposizione di "politiche della complessità"[13] che siano in grado di inverare quella tutela dell'ambiente, della biodiversità e degli ecosistemi ora scolpiti nell'articolo 9 della Costituzione, senza venire meno a quel fondamentale principio antropocentrico che impernia l'intera Carta[14].

Da un punto di vista critico, va rilevato come la riforma non espliciti elementi o percorsi procedimentali che possano costituire validi parametri rispetto ai quali sindacare, in un modo diverso dalla non manifesta irragionevolezza o non arbitrarietà, le scelte effettuate in sede legislativa, ragion per cui l'inserimento della tutela dell'ambiente in Costituzione nel modo in cui esso è stato realizzato pare rispondere più a logiche manifesto di natura simbolica – che semplicemente pongono in capo alla Repubblica il generico compito di salvaguardare l'ambiente, avendo riguardo alle generazioni future – che non a un concreto intento di fissare percorsi formali in relazione ai quali puntualmente validare la bontà delle politiche pubbliche di volta in volta messe in atto[15].

3. *Conclusioni*

Pur accogliendo la visione di larga parte della dottrina costituzionalistica[16], orientata nel senso di considerare la novella del 2022 come di portata ridotta, manchevole, quando non del tutto superflua o potenzialmente dannosa, tuttavia, si può anche rilevare come l'esplicitazione testuale di "nuovi" limiti, unitamente alla modifica dell'art. 9, conduca a prendere chiaramente visione di una volontà politica dichiarata a livello costituzionale, della quale chiunque può prendere facilmente atto, mentre ciò non accade quando è la giurisprudenza a spiegare, definire, ampliare o precisare la portata interpretativa di una disposizione, come è accaduto nel caso della tutela dell'ambiente e del bilanciamento

[13] *Ibidem*.

[14] Sull'insuperabilità di tale principio, cfr. Montaldo (2021: pp. 445 ss.).

[15] In questo senso, Cecchetti (2022); Severini e Carpentieri (2021: pp. 2 e 5); Cozzi (2021: p. 3399); Cassetti (2022: p. 201).

[16] Oltre ai riferimenti in nota già citati, cfr. Frosini (2021); Di Plinio (2021); Guerra e Mazza (2021: p. 137).

dei vari diritti e interessi a essa connessi e con essa confliggenti. L'impatto sulle politiche pubbliche dell'inserimento dei "fini ambientali" nel terzo comma dell'art. 41 potrebbe dunque rivelarsi, nel prossimo futuro, se non dirimente, per le ragioni già espresse, comunque significativo, poiché la revisione in commento accende un riflettore sulle tematiche considerate e sembra sollecitare la cittadinanza a un controllo maggiore sull'operato dei pubblici poteri rispetto ad esse.

Se per la dottrina, la giurisprudenza e gli operatori del diritto poco o nulla cambia, in quanto si tratta di tematiche già acquisite in via interpretativa dal previgente testo costituzionale, per i non addetti ai lavori l'inserimento espresso dei temi ambientali nella Carta può invece avere un valore orientativo e, considerata la crescente sensibilità comune sul tema, favorire un processo di rinnovato riconoscimento, soprattutto delle generazioni più giovani, nei principi costituzionali e di più forte adesione ad essi. In ogni caso, è vero che, come da taluno giustamente sostenuto, pur non comportando la riforma in esame uno stravolgimento dell'impianto costituzionale, essa pone "una logica di indirizzo e promozione verso forme di equilibrio tra ambiente ed impresa che si rivelino più idonee allo sviluppo sostenibile della moderna società economica, secondo una prospettiva evolutiva di – ancora oggi – utilità sociale"[17].

Bibliografia

A. Baldassarre (1971), *Iniziativa economica*, in *Enc. Dir.*, XXI, Milano, Giuffrè

L. Cassetti (2021a), *Articolo 41*, in F. Clementi, L. Cuocolo, F. Rosa, G.E. Vigevani (a cura di), *La Costituzione italiana. Commento articolo per articolo, Principi fondamentali e Parte I – Diritti e doveri dei cittadini (Articoli 1-54)*, Bologna, il Mulino, pp. 267-272

L. Cassetti (2021b), *Salute e ambiente come limiti "prioritari" alla libertà di iniziativa economica?*, «federalismi.it», 16, giugno 2021, pp. 2-7 <https://www.federalismi.it/nv14/articolo-documento.cfm?Artid=45599>, novembre 2023

[17] Così Grifoni (2022: p. 18).

L. Cassetti (2022), *Riformare l'art. 41 della Costituzione: alla ricerca di "nuovi" equilibri tra iniziativa economica privata e ambiente?*, «federalismi.it», 4/2022, pp. 188-201, <https://www.federalismi.it/nv14/articolo-documento.cfm?Artid=46676>, novembre 2023

M. Cecchetti (2022), *Virtù e limiti della modifica degli articoli 9 e 41 della Costituzione*, «Corti supreme e salute», 1/2022, pp. 127-154

E. Cheli (1960), *Libertà e limiti dell'iniziativa economica privata nella giurisprudenza della Corte costituzionale e della dottrina*, «Rassegna di diritto pubblico», pp. 303 ss.

A.O. Cozzi (2021), *La modifica degli artt. 9 e 41 Cost. in tema di ambiente: spunti dal dibattito francese sulla Carta dell'ambiente del 2004 tra diritti e principi*, «DPCE Online», 49, 4, p. 3391-3430, <https://www.dpceonline.it/index.php/dpceonline/article/view/1429/1407>, novembre 2023

F. De Leonardis (2021), *La transizione ecologica come modello di sviluppo di sistema: spunti sul ruolo delle amministrazioni*, «Diritto amministrativo», n. 4/2021, pp. 779-812

L. Delli Priscoli, M. F. Russo (2016), *Liberalizzazioni e diritti fondamentali nella diversa prospettiva delle Corti europee e nazionali*, «DIMT, Diritto Mercato Tecnologia», 6, 1, pp. 78-107, <https://www.dimt.it/wp-content/uploads/2016/05/images_pdf_DelliPriscoliRusso.pdf>, novembre 2023

G. Di Gaspare (2015), *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Padova, Cedam

G. Di Plinio (2021), *L'insostenibile evanescenza della costituzionalizzazione dell'ambiente*, «federalismi.it», 16/2021, pp. 2-8, <https://www.federalismi.it/nv14/articolo-documento.cfm?Artid=45632>, novembre 2023

T.E. Frosini (2021), *La Costituzione in senso ambientale. Una critica*, «federalismi.it», 16/2021, pp. 2-4 <https://www.federalismi.it/nv14/articolo-documento.cfm?Artid=45598>, novembre 2023

F. Galgano (1974), *Art. 41*, in G. Branca (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Bologna-Roma, Zanichelli – Il foro italiano, pp. 1 ss.

D. Grifoni (2022), *Il concetto di "utilità ambientale" nell'art. 41 Cost. Riflessioni a seguito della Legge costituzionale n. 1/2022*, «Ambiente-Diritto.it», 21, 3, pp. 1-18, <https://www.ambientediritto.it/dottrina/il-concetto-di-utilita-ambientale-nellart-41-cost/>, novembre 2023

Y. Guerra, R. Mazza (2021), *La proposta di modifica degli articoli 9 e 41 Cost.: una prima lettura*, «Quaderni costituzionali», 4/2021, pp. 109-144

R. Montaldo (2021), *Il valore costituzionale dell'ambiente, tra doveri di solidarietà e prospettive di riforma*, «Quaderni costituzionali», 2/2021, pp. 441-459

R. Niro (2006), *Art. 41*, in R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Torino, Utet, pp. 846-863

O. Pini (2019), *Giurisprudenza costituzionale e statuto dei rapporti economici: "interpretazione adeguatrice" ed evoluzione ordinamentale*, «dirittifondamentali.it», 2/2019, <http://dirittifondamentali.it/2019/11/05/giurisprudenza-costituzionale-e-statuto-dei-rapporti-economici-interpretazione-adeguatrice-ed-evoluzione-ordinamentale/>, novembre 2023

F. Saja (1990), *Costituzione economica*, in *La Costituzione economica a quarant'anni dall'approvazione della carta fondamentale. Atti del Convegno*, Milano, 6-7 Maggio 1988, Milano, Giuffrè, pp. 3-10

G. Severini, P. Carpentieri (2021), *Sull'inutile, anzi dannosa modifica dell'articolo 9 della Costituzione*, «Giustizia Insieme», settembre 2021, <https://www.giustiziainsieme.it/it/diritto-e-processo-amministrativo/1945-sull-inutile-anzi-dannosa-modifica-dell-articolo-9-della-costituzione>, novembre 2023

Tommaso Febbrajo

Web marketing e trasparenza della pubblicità

Abstract. Il saggio si occupa del fenomeno dell'influencer marketing, ossia quella tipologia di marketing basato sull'ascendente che alcuni protagonisti dei social network esercitano sul potere di acquisto di utenti e consumatori. Dopo avere ricostruito la disciplina di riferimento, viene analizzato il caso c.d. "Alitalia", che ad oggi rappresenta uno degli interventi più significativi svolti dall'Autorità garante della concorrenza del mercato nei confronti della pubblicità occulta svolta dagli influencer.

Keywords. tutela dei consumatori, influencer marketing, pubblicità occulta, social media marketing, digital chart.

1. *Il fenomeno dell'*influencer marketing*: cenni introduttivi*

Per *influencer* si intende un "Personaggio di successo, popolare nei social network e in generale molto seguìto dai media, che è in grado di influire sui comportamenti e sulle scelte di un determinato pubblico"[1].

[1] In <https://www.treccani.it/vocabolario/influencer_res-728101ee-89c5-11e8-a7cb-00271042e8d9_(Neologismi)>, ottobre 2023. Più in generale, v. la definizione di "web marketing", di cui alla Enciclopedia Treccani: "Attività di marketing attuata in rete, possibilmente coordinata con le strategie di promozione e vendita tradizionali. L'avvento delle nuove tecnologie ha fatto proliferare il numero dei canali di comunicazione: se da un lato la maggior parte di essi ha un costo di accesso limitato o del tutto gratuito, dall'altro ognuno richiede una declinazione del messaggio commerciale che implica un adattamento alla rete dei contenuti e del tono comunicativo. In tale contesto, il consumatore diviene in parte anche produttore di ciò che consuma e l'utente finale diventa parte attiva anche nella produzione delle informazioni, secondo la filosofia del web 2.0" (<https://www.treccani.it/enciclopedia/web-marketing_%28Lessico-del-XXI-Secolo%29/>, ottobre 2023). Sull'argomento, cfr. Franceschelli (2019: pp. 122 ss.).

Con questa definizione si suole, in altre parole, definire diverse categorie di soggetti, tutte accomunate dalla capacità di influenzare i comportamenti commerciali degli utenti della rete[2].

Tra le diverse costruzioni del fenomeno, corrisponde ad una metodologia unanimemente riconosciuta, quella di distinguere gli *influencer* in base a due elementi: a) l'origine e la fonte della loro popolarità in rete; b) le dimensioni del loro seguito.

Per quanto riguarda l'origina della popolarità, occorre ricordare che la notorietà dell'*influencer* non deve essere fine a sé stessa ma deve indurre gli utenti della rete a "seguire" il personaggio inserendosi in un meccanismo grazie al quale tutto il materiale pubblicato dal personaggio pubblico raggiunge, attraverso i canali social, gli utenti. Non può quindi parlarsi semplicemente di "notorietà" o "popolarità" del personaggio dovendosi questa accompagnare anche ad una sorta di "consenso" presso il pubblico.

Questo consenso può derivare o dalla particolare professione del personaggio (campione sportivo, attore, personaggio pubblico in genere, ecc.). In questo caso si suole parlare di *celebrities*, con ciò intendendo personaggi che hanno costruito la loro notorietà nei rispettivi settori di competenza e che in rete catalizzano e sfruttano a fini commerciali la propria popolarità. Accanto a queste figure, vi sono, poi, *influencer* che hanno creato il proprio consenso nella rete stessa, attraverso i canali offerti dei social media. In questo caso l'*influencer* non impiega la propria popolarità acquisita altrove per campagne di marketing sui social media. Il contenuto avente una finalità commerciale si fonde con i contenuti originali che hanno decretato il successo e la notorietà del personaggio sulla rete. È il caso dei cosiddetti "*blogger*", "*vlogger*", "*youtubers*" o delle c.d. "*Social media stars*", personaggi che sono riusciti a costruire "consenso" solo attraverso contenuti pubblicati sui social media.

Per quanto riguarda le dimensioni del seguito, convenzionalmente si distingue tra: a) *mega influencer*, i quali vantano milioni di followers; b) *macro influencer*, che annoverano tra i 100

[2] Per una rigorosa ricostruzione dei profili giuridici dei social networks, v. Perlingieri (2014: p. 21 ss.); e, più di recente, Perlingieri (2017: *passim*).

e 500.000 followers; c) *micro influencer*, seguiti da un minimo di 10 a un massimo di 100.000 followers; d) *nano influencer*, ossia utenti che hanno profili seguiti da un minimo di 1000 ad un massimo di 10.000 followers.

Una recente indagine ha rivelato che il 59,7% dei marketer lavora con *influencer* che hanno meno di 30.000 followers. Si è stimato, infatti, che questa dimensione del seguito garantisce più alti tassi di coinvolgimento dei destinatari delle campagne pubblicitarie[3].

Si parla, invece, di *influencer marketing* con riferimento al seguente fenomeno: "diffusione su blog e social network di foto, video e commenti da parte di *influencer* che mostrano sostegno o approvazione (*endorsement*) per determinati brand e prodotti, dietro compenso o altra utilità"[4].

L'*influencer marketing* è, dunque, una tipologia di marketing basata sull'ascendente che alcuni protagonisti dei social network esercitano sul potere di acquisto di altri utenti consumatori.

È bene precisare che non tutti i contenuti, dedicati o che facciano menzione o esprimano apprezzamento per un brand, costituiscono comunicazione commerciale. Commenti spontanei, opinioni, preferenze (da qualunque soggetto provengano) in quanto libera espressione del pensiero, non sono messaggi commerciali. Si parla, al riguardo, di "*puri contenuti editoriali*" col che intendendosi commenti, opinioni, preferenze frutto di libera espressione del pensiero o racconti spontanei e disinteressati del vissuto quotidiano del personaggio di turno, pubblicati con lo scopo di informare, educare, condividere, intrattenere, ecc.

[3] Ruotolo e Andreoletti (2018: p. 361): "Sono moltissimi i brand che ingaggiano una o più persone quali 'influencer'/'opinion leader' per divulgare un messaggio aziendale presso i propri follower".

[4] Agcm, Provv. n. 28167/2020, Insanity Page – pubblicità occulta Barilla. Nel provv. Agcm n. 27787/2019 (il c.d. "caso Alitalia"), si fornisce la seguente descrizione del fenomeno dell'influencer marketing: "diffusione su blog, vlog e social network (come Facebook, Instagram, Twitter, Youtube, Snapchat, Myspace) di foto, video e commenti da parte di blogger e influencer che mostrano sostegno o approvazione (endorsement) per determinati brand, generando un effetto pubblicitario. Tale forma di comunicazione, inizialmente utilizzata da personaggi di una certa notorietà, si sta diffondendo presso un numero considerevole di utenti dei social network anche con un numero di follower non particolarmente elevato. Questa modalità di promozione pubblicitaria richiede elevati standard di chiarezza e trasparenza".

Il contenuto diviene commerciale (e dunque parte di una campagna di *influencer marketing*) solo quando il personaggio noto riceve a titolo di corrispettivo per il suo contributo, denaro o "altra utilità".

I dati registrano un sempre maggior interesse da parte degli operatori del settore per questa tipologia di promozione. Secondo una ricerca condotta in Italia nel 2019 dall'*Osservatorio nazionale influencer marketing* (Onim)[5] il 67% degli intervistati dichiara di aver realizzato tra uno e tre progetti di *influencer marketing* nel 2018; il 67,22% si dichiara soddisfatto dei risultati e il 67,5% hai in programma di aumentare il budget dedicato all'*influencer marketing* in futuro.

2. *La disciplina di riferimento*

Il fenomeno dell'*influencer marketing* è disciplinato da una regolamentazione che si articola su un duplice livello. Il primo livello concerne la disciplina statale ed in particolar modo le regole previste in tema di pubblicità commerciale dal Codice del consumo (d. lgs. 206/2005) e dal d.lgs. 2007/145 in tema di pubblicità ingannevole (che recepisce la Direttiva 2005/29/CE).

Va subito detto che, in questo contesto, non vi sono regole specifiche che prendono espressamente a riferimento il fenomeno dell'*influencer marketing*. La disciplina, tuttavia, pone delle regole generali che devono trovare applicazione in qualunque contesto e, pertanto, anche in relazione alla pubblicità effettuata in rete.

Si pensi, ad esempio, al principio generale secondo cui "la pubblicità deve essere palese, veritiera e corretta" (art. 1, comma 2, d. lgs. 145/2007). Nella medesima direzione, l'art. 22, comma 2, c. cons. prevede che una pratica commerciale debba considerarsi un'omissione ingannevole quando il professionista

[5] Ricerca consultabile su <https://www.onim.it/report/>, ottobre 2023. L'Osservatorio nasce con l'obiettivo di informare e fare divulgazione sui temi legati all'Influencer Marketing, proponendo *best practice* e dati sulla situazione del mercato italiano. La *mission* dell'Onim è infatti educare e fare corretta informazione sul tema dell'Influencer Marketing, proponendo un approccio analitico.

"non indica l'intento commerciale della pratica stessa". Ed ancora, sono considerati in ogni caso ingannevoli le seguenti pratiche commerciali: "impiegare contenuti redazionali nei mezzi di comunicazione per promuovere un prodotto, qualora i costi di tale promozione siano stati sostenuti dal professionista senza che ciò emerga dai contenuti o da immagini o suoni chiaramente individuabili per il consumatore" [art. 23, comma 1, lett. m), c. cons.].

Per quanto concerne i rimedi e le tutele, la disciplina attribuisce all'Autorità garante della concorrenza del mercato[6] il potere di disporre, in caso di pratica commerciale scorretta, i seguenti provvedimenti: a) la sospensione provvisoria, laddove sussista particolare urgenza, della pratica commerciale della cui correttezza vi siano serie ragioni per dubitare (art. 27, comma 3, c. cons.; art. 8 reg.); b) l'inibizione definitiva, in esito ad apposita istruttoria[7], della pratica commerciale risultata scorretta, vietandone la diffusione, quando non ancora portata a conoscenza del pubblico, ovvero la continuazione, se già iniziata (art. 27, commi 2 e 8, c. cons.; art. 17, comma 1, lett. b, reg.); c) la pubblicazione, integrale o per estratto, Della delibera che accerta la scorrettezza della pratica commerciale, ovvero la pubblicazione di un'apposita dichiarazione rettificativa; E ciò, al fine di impedire che la pratica commerciale scorretta continui a produrre effetti (art. 27, comma 8, c. cons.; art. 18 reg.); d) l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 5000 ad euro 5 milioni, da commisurarsi alla gravità e alla durata della violazione (art. 27, comma 9, c. cons.); e) interventi volti ad eliminare gli effetti della pratica commerciale risultata scorretta (art. 27, comma 2, c. cons.).

[6] La scelta del legislatore di affidare all'Agcm la repressione delle pratiche commerciali scorrette è stata salutata dalla maggior parte degli autori come "naturale", e quindi opportuna: De Cristofaro (2007: pp. 64 s.); Ciatti (2007: pp. 279 s.); Clarich (2010: pp. 696 s.). In senso critico verso tale scelta, invece, Di Cataldo (2011: p. 808).

[7] Sui poteri istruttori dell'Autorità, cfr. Simone (2010: p. 675).

Vi sono, poi, due strumenti aventi una finalità deflattiva del contenzioso, i quali, cioè, mirano ad eliminare la pratica commerciale scorretta senza che l'istruttoria si concluda e la sanzione venga irrogata. Si tratta della c.d. "*moral suasion*" e dei cc.dd. "impegni". Il "Regolamento sulle procedure istruttorie in materia di pratiche commerciali scorrette" – approvato dall'Agcm con delibera 1° aprile 2015, n. 25411 – prevede che, prima ancora dell'avvio dell'istruttoria, l'Autorità, tranne che in ipotesi di "particolare gravità", possa, laddove sussistano fondati motivi per ritenere che una determinata pratica commerciale sia scorretta, invitare per iscritto il professionista che l'ha posta in essere a rimuoverne i profili di possibile scorrettezza (art. 4, comma 5, reg., c.d. *moral suasion*): l'avvenuta eliminazione, da parte del professionista, di detti profili porta all'archiviazione del procedimento, senza neppure l'apertura formale della fase istruttoria (art. 5, comma 1, lett. d, reg.)[8].

L'art. 27, comma 7, c. cons. prevede inoltre che, tranne che in ipotesi di "manifesta scorrettezza e gravità della pratica commerciale" imputata al professionista, quest'ultimo possa proporre l'assunzione di "impegni" ritenuti idonei a far venire meno i profili di illegittimità della pratica commerciale in contestazione: la loro accettazione da parte dell'Autorità determina la chiusura del procedimento, senza accertamento dell'infrazione (art. 27, comma 7, c. cons.; art. 9 reg.).

I poteri di intervento della Autorità sono volti alla tutela non già dei singoli consumatori concretamente lesi da una pratica commerciale scorretta, bensì del mercato, e con esso, da un lato, dei consumatori collettivamente considerati, dall'altro lato, sempre collettivamente, dei concorrenti corretti che su tale mer-

[8] I procedimenti archiviati a seguito di esito positivo dell'azione di *moral suasion* esercitata dall'autorità sono stati 59 nell'anno 2019 (contro un totale di 89 procedimenti definiti), 63 nell'anno 2018 (contro un totale di 90 procedimenti definiti), 76 nell'anno 2017 (contro un totale di 117 procedimenti definiti), 51 nell'anno 2016 (contro un totale di 112 procedimenti definiti).

cato operano[9]. Tuttavia, come attenta dottrina osserva[10], nella prassi la definizione dei procedimenti avanti alla Agcm si è talora risolta, in concreto, anche in un beneficio diretto per i consumatori individualmente considerati. Ed infatti, negli ultimi anni si è assistito al progressivo proliferare di "impegni" in forza dei quali il professionista si obbliga non solo a desistere, per il futuro, dalla pratica commerciale relativamente alla quale l'Autorità ha avviato il procedimento istruttorio, ma altresì a porre in essere condotte volte ad eliminare, totalmente o almeno in parte, gli effetti negativi che la stessa dovesse aver anteriormente già prodotto in danno di singoli consumatori[11].

Il secondo "livello" di regolamentazione riguarda la disciplina "privata" predisposta dall'Istituto per l'autodisciplina pubblicitaria (IAP).

L'istituto, dato il continuo evolversi delle piattaforme online e il crescente fenomeno delle pubblicità e delle sponsorizzazioni nel mondo digitale, hai introdotto una serie di linee guida dedicati alla comunicazione online: il "*Regolamento Digital chart*" che dal 29 aprile 2019 è entrato a far parte del Codice di autodi-

[9] Granelli (2021: p. 827). B. Blasco (2017: p. 231), secondo la quale "all'esito, tuttavia, di un esame più approfondito emerge quale dato inequivocabile che la normativa qui in esame non altrettanto pienamente salvaguarda e disciplina quei rapporti interindividuali che nascono fra imprese e consumatori, lasciando di fatto irrisolto il nodo della reale efficacia degli strumenti attribuiti a quei consumatori contraenti, pregiudicati nella libertà di scelta dall'insorgenza di una pratica scorretta, i quali, purtroppo, nel silenzio della normativa sul punto, possono solo utilizzare quegli ordinari strumenti codicistici in generale previsti in caso di patologie negoziali".

[10] Granelli (2021: p. 828).

[11] Si cita, a questo proposito il caso di una società, attiva nel settore della commercializzazione on-line di prodotti cosmetici, che era sospettata di aver posto in essere una pratica commerciale scorretta per avere pubblicizzato taluni prodotti detergenti e cosmetici dalla stessa posti in vendita, impropriamente vantandone capacità antivirali e di contrasto al Covid-19, nonché capacità disinfettanti e di prevenzione di infezioni respiratorie e del contagio dal nuovo coronavirus. L'Autorità ha accettato l'impegno del professionista (tra gli altri) di rimborsare ai consumatori il denaro dagli stessi speso per l'acquisto di detti prodotti (provv. 22 settembre 2020, n. 28360). In un caso analogo riguardante la Vodafone Italia – sospettata di aver posto in essere una pratica commerciale scorretta per aver organizzato un concorso a premi tra i propri clienti con modalità atte a trarli in inganno – l'Autorità ha accettato l'impegno del professionista (tra gli altri) di riconoscere agli stessi un rimborso atto a rimuovere "tutte le potenziali conseguenze negative subite dai clienti impattati dalla pratica" (provv. 22 settembre 2020, n. 28358).

sciplina pubblicitaria[12]. Il regolamento prende in considerazione tutte le più diffuse forme di comunicazioni commerciali diffuse attraverso internet: non soltanto l'*influencer marketing*, ma anche i c.d. a) *user generated content*; b) *in-feed units* (contenuti redazionali); c) risultati di ricerca sponsorizzati (*paid search units*); d) contenuti raccomandati (*recommendation widgets*); e) app con contenuto pubblicitario (*in app advertising*); f) giochi promozionali (*advergame*).

Il regolamento recepisce nel nostro ordinamento le linee guida elaborate dalla EASA (*European advertising standards alliance*), una organizzazione no profit istituita a Bruxelles nel 1992, i cui membri sono gli istituti di autodisciplina di diversi Stati, molti dei quali appartenenti all'Unione Europea e all'*European free trade Association* (EFTA)[13].

L'obiettivo principale del *Digital chart* è quello di garantire la riconoscibilità del messaggio pubblicitario. Di fronte ad ogni contenuto pubblicato in rete, l'utente deve essere messo nella condizione di capire, in maniera piuttosto immediata, se si tratti di un messaggio pubblicitario ovvero di un "puro contenuto editoriale".

Per fare ciò, il *Digital chart* indica, per ogni tipologia di comunicazione pubblicitaria, gli accorgimenti che devono essere obbligatoriamente adottati al fine di rendere palese la natura commerciale del messaggio.

3. *Il* Digital chart *e la trasparenza della pubblicità*

Queste nel dettaglio le previsioni previste dal *Digital chart* per le diverse tipologie di messaggio commerciale. In caso di "*endorsement*", ossia di accreditamento di un prodotto di un brand effettuato dall'*influencer* in virtù di un rapporto di committenza, deve essere inserita in modo ben visibile nella parte iniziale del post voti di altra comunicazione i seguenti *disclaimer*: "*#ad,*

[12] Il testo completo è scaricabile al link <https://www.iap.it/codice-e-altre-fonti/regolamenti-autodisciplinari/regolamento-digital-chart/>, ottobre 2023.

[13] Sull'argomento, cfr. P. Testa (2017: p. 502).

#adv, #sponsorizzato, #sponsoredby, #inserzioneapagamento, #pubblicità, #advertising".

Nel caso in cui, invece, Endorsement derivi dal semplice invio occasionale da parte dell'inserzionista di propri prodotti a titolo gratuito, in modo ben visibile dovrà essere inserita la dicitura: "*#prodottofornitoda+brand, #suppliedby+nome del brand; #questo prodotto mi è stato inviato/regalato da+nome del brand*".

Nel caso in cui un video prodotto e diffuso in rete abbia natura di comunicazione commerciale, devono essere inserite, con modalità di immediata percezione, nella descrizione del video e nelle scene iniziali avvertenze che ne rendano evidente la finalità promozionale (a titolo esemplificativo: "*brand presenta*", oppure "*in collaborazione con brand*").

Nel diverso caso di invio occasionale di prodotti gratuiti o per un modico valore, e tali prodotti vengono citati, utilizzati o inquadrati nel video, quest'ultimo dovrà contenere in apertura un *disclaimer*, verbale o scritto, del seguente tenore: "*questo prodotto mi è stato inviato da brand; prodotto inviato da brand*".

Particolarmente significativa è anche la previsione che riguarda gli inviti ad eventi. Spesso, infatti, i brand invitano a cerimonie di presentazione di nuovi prodotti *influencer* del settore, facendosi carico di tutte le spese del soggiorno, spesso in location prestigiose ed esclusive, confidando in un ritorno pubblicitario tramite i loro contenuti pubblicati sui social network. In questo caso tutti i post e le altre comunicazioni diffuse in rete dall'*influencer* che diano notizia di un prodotto o brand in relazione all'evento, dovranno informare il pubblico "che la partecipazione è avvenuta su invito dell'inserzionista". L'inserzionista dovrà informare l'*influencer*, in modo chiaro e inequivoco, al momento dell'invito, dell'esistenza di tale obbligo di informazione.

4. *Il "caso Alitalia"*

Uno degli interventi più significativi svolti dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato nei confronti della pubblicità occulta svolta da *influencer* riguarda il c.d. "caso Ali-

talia"[14]. Questi i fatti. Nel 2017 diversi *influencer* postavano su Instagram contenuti in cui indossavano delle T-shirt con il logo Alitalia senza indicare in alcun modo che si trattasse di una iniziativa pubblicitaria commissionata dalla stessa società di trasporto.

L'Autorità nell'avviare il procedimento riteneva che le immagini postate su Instagram dai professionisti nella loro qualità di *influencer*, fotografati nella loro vita quotidiana con immagini in cui appare il logo Alitalia impresso sui loro capi di abbigliamento, potessero essere interpretate dai *follower*-consumatori come condivisione spontanea e disinteressata della vita quotidiana del personaggio noto al pubblico, non essendo inserito nel post alcun tipo di avvertenza o chiarimento circa la natura pubblicitaria di tali contenuti.

Il procedimento si chiudeva senza l'irrogazione di alcuna sanzione. Tutti gli influencer coinvolti, infatti, proponevano, ai sensi dell'art. 27, comma 7, cod. cons., l'assunzione di "impegni" idonei a far venire meno i profili di illegittimità della pratica commerciale in contestazione. Tale articolo prevede che "ad eccezione dei casi di manifesta scorrettezza e gravità della pratica commerciale, l'Autorità può ottenere dal professionista responsabile l'assunzione dell'impegno di porre fine all'infrazione, cessando la diffusione della stessa o modificandola in modo da eliminare i profili di legittimità. L'Autorità può disporre la pubblicazione della dichiarazione dell'impegno in questione a cura e spese del professionista. In tali ipotesi, l'Autorità, valutata l'idoneità di tali impegni, può renderli obbligatori per il professionista e definire il procedimento senza procedere all'accertamento dell'infrazione". Nello stesso senso si pronuncia l'art. 9, Regolamento sulle procedure istruttorie in materia di tutela del consumatore (delibera Agcm 1 aprile 2015, n. 25411)[15].

Gli impegni assunti da Alitalia sono particolarmente rilevanti perché hanno fissato uno standard a cui si è fatto riferimento

[14] Provv. Agcm n. 27787/2019.

[15] I procedimenti istruttori definiti attraverso lo strumento degli "impegni" sono stati 14 nell'anno 2019 (su un totale di 89 procedimenti definiti), 21 nell'anno 2018 (su un totale di 90 procedimenti definiti), 24 nell'anno 2017 (su un totale di 117 procedimenti definiti).

anche nei casi successivi per valutare la correttezza della comunicazione commerciale pubblicata online. Gli impegni si articolano su tre piano distinti: 1) l'invio da parte delle funzioni apicali della società alle articolazioni aziendali coinvolte nella gestione dell'influencer marketing, di una comunicazione formale che raccomanda di attenersi al più rigoroso rispetto della normativa in materia di pratiche commerciali scorrette, con particolare riferimento all'adozione di tutte le cautele necessarie per evitare il verificarsi di casi di pubblicità occulta; 2) l'adozione di specifiche *Linee Guida* volte a chiarire e fissare le regole di condotta cui gli *influencer* che intrattengano rapporti con la società devono attenersi e che costituiranno parte integrante di ogni accordo di collaborazione commerciale stipulato con i singoli *influencer*. In caso di violazione delle regole di condotta da parte di questi ultimi, Alitalia prevedrà contrattualmente l'applicazione di misure sanzionatorie graduate in funzione della natura e del valore del contratto sottoscritto, rimettendo alla propria discrezionalità la sola quantificazione della clausola sanzionatoria in questione che sarà inserita nei contratti conclusi successivamente all'adozione delle Linee Guida. In particolare, il contratto dovrà prevedere meccanismi di deterrenza e sanzionatori in caso di violazione da parte dell'*influencer* delle linee guida che potranno consistere, in via alternativa o cumulativa: a) nella riduzione del rimborso spese o del corrispettivo dovuto; b) nell'applicazione di una penale contrattuale di importo variabile; c) nella risoluzione del contratto e risarcimento del danno. Le Linee Guida saranno articolato in tre sezioni e illustreranno il principio di trasparenza pubblicitaria, chiarendo come tale principio trovi applicazione alle comunicazioni diffuse tramite i social network (con indicazione delle specifiche avvertenze da inserire nei post) ed esplicitando, altresì, le conseguenze del mancato rispetto delle regole così fissate; 3) l'inserimento, nei contratti di *co-marketing* per la concessione della licenza del marchio Alitalia e nei futuri contratti di licenza del marchio a fini promozionali, di una clausola standard che preveda l'obbligo per i partner commerciali di adottare tutte le misure e le cautele necessarie per evitare il verificarsi di fenomeni di pubblicità occulta e richiamare l'*influencer* all'assunzione di corrette modalità di comportamento. In ba-

se alla suddetta clausola, ove venisse a conoscenza di condotte scorrette, Alitalia applicherà la seguente procedura: Alitalia invierà un *warning* formale al partner commerciale per segnalare la condotta scorretta individuata e invitarlo a farla cessare, nonché a vigilare in modo più accurato sull'osservanza da parte degli influencer del divieto di pubblicità occulta; qualora il partner non si attivi (o si tratti di un partner che è già stato destinatario di un *warning*), Alitalia applicherà una penale, commisurata al valore economico del contratto e alla gravità della violazione, riservandosi, nei casi più gravi, il diritto di risolvere il contratto con facoltà di richiedere il risarcimento del danno.

L'Autorità ha ritenuto che gli impegni assunto da Alitalia declinino i principi sottesi alla normativa in tema di pubblicità trasparente, coinvolgendo tutte le professionalità interessate: dalle funzioni apicali della società alle aree preposte alla gestione dell'*influencer marketing*, ai testimonial ingaggiati (attraverso l'adozione di specifiche Linee Guida) e ai partner commerciali legati ad Alitalia da contratti di co-marketing per la concessione della licenza dell'omonimo marchio (attraverso l'inserimento di una apposita clausola standard). Si tratterebbe di misure adeguate a superare i profili censurati in avvio e idonee altresì a determinare una prassi aziendale strutturalmente e permanentemente attenta al tema. In particolare, l'Autorità ritiene che rappresenti una misura in grado di responsabilizzare l'intera struttura aziendale quella relativa all'invio, da parte dei vertici della società alle funzioni aziendali preposte alla gestione dell'influencer marketing, di una comunicazione che raccomanda il rispetto della normativa a tutela dei consumatori e l'adozione di ogni misura idonea a scongiurare casi di pubblicità occulta. Inoltre, di ampio impatto risulta la proposta di adottare specifiche Linee Guida che, illustrando il principio di trasparenza pubblicitaria e chiarendone l'applicazione alle comunicazioni diffuse tramite social network, definiscono le regole di condotta degli influencer in modo vincolante, attraverso l'inserimento delle stesse nella contrattualistica di Alitalia e la previsione di misure sanzionatorie a carico di chi violi le direttive ricevute. Nella stessa ottica va valutata positivamente anche l'iniziativa di inserire nei contratti per la concessione della licenza del marchio

Alitalia una clausola standard che impone ai partner commerciali di adoperarsi attivamente per evitare il verificarsi di casi di pubblicità occulta, pena l'applicazione di una penale o anche la risoluzione del contratto da parte di Alitalia[16].

Analoghi "impegni" sono stati assunti anche da tutti gli *influencer* coinvolti nella vicenda, i quali si sono impegnati a rispettare le Linee Guida in tutte le loro attività promozionali future. Più precisamente, si sono impegnati ad inserire nei post contenenti l'immagine o la menzione di prodotti ricevuti in omaggio i *disclaimer* previsti dal Digital Chart e ad inserire nei post pubblicati nell'ambito di un rapporto di collaborazione con il brand, gli *hashtag* che fanno riferimento al rapporto di committenza.

Il carattere particolarmente esaustivo e dettagliato degli impegni assunti sia dal committente che dagli *influencer* nella vicenda Alitalia, ha fatto sì che gli stessi siano stati considerati dagli operatori del settore una sorta di *best practices* da seguire pedissequamente per avere la garanzia di attuare campagne pubblicitarie sui social media rispettose della disciplina della trasparenza e, più in generale, del divieto di pratiche commerciali scorrette.

Bibliografia

B. Blasco (2017), *Falsità della recensione in internet, astroturfing e scorrettezza delle pratiche commerciali*, «I Contratti», 2, pp. 160 ss.

A. Ciatti (2007), *La tutela amministrativa e giurisdizionale*, in De Cristofaro (2007a), pp. 80 ss.

M. Clarich (2010), *Le competenze delle autorità indipendenti in materia di pratiche commerciali scorrette*, «Giurisprudenza commerciale», I, pp. 44 ss.

G. De Cristofaro, a cura di (2007a), *Le "pratiche commerciali sleali" tra imprese consumatori. La Direttiva 2005/29/Ce e il diritto italiano*, Torino, Giappichelli

[16] Provv. Agcm n. 27787/2019, par. 43.

G. De Cristofaro (2007b), *L'attuazione della Direttiva 2005/29/Ce nell'ordinamento italiano: prospettive*, in De Cristofaro (2007a), pp. 65 ss.

V. Di Cataldo (2011), *Pratiche commerciali scorrette e sistemi di enforcement*, «Giurisprudenza commerciale», 38, 6, pp. 803-827

V. Franceschelli (2019), *Fake news e social networks: riflessi sul diritto d'autore e concorrenza*, «Il Diritto industriale», pp. 90 ss.

C. Granelli (2021), *Pratiche commerciali scorrette: le tutele*, in *Enc. diritto, I Tematici*, I, *Contratto*, diretto da G. D'Amico, Milano, Giuffrè, pp. 12 ss.

C. Perlingieri (2014), *Profili civilistici dei social networks*, Napoli, Esi

C. Perlingieri (2017), *Social Networks and Private Law*, Napoli, Esi

V. Ruotolo, M. A. Andreoletti (2018), *I destini incrociati di antitrust e e-commerce: dalle iniziative della Commissione europea alla recente sentenza della Corte di giustizia*, «Diritto del commercio internazionale», 1° giugno 2018, 2, pp. 168 ss.

S. Simone (2010), *Le istruttorie dell'Agcm in materia di pratiche commerciali scorrette: profili procedurali*, «Obbligazioni e contratti», pp. 28 ss.

P. Testa (2017), *Il parere del professionista. Comunicazione digitale e obbligo di trasparenza*, «Il Diritto industriale», 5, pp. 187 ss.

Miria Ricci

Siti comparatori nel mercato assicurativo e pratiche commerciali scorrette: il caso "Facile.it"

Abstract. Il progresso tecnologico e l'utilizzo di Internet da parte di un numero sempre maggiore di individui costituiscono due delle principali cause alla base della rilevanza acquisita dai c.d. siti comparatori, piattaforme *web* che consentono di ottenere preventivi relativi a polizze e prestiti; in alcuni casi consentono di concludere il contratto con le imprese di assicurazione e con le imprese finanziarie. I siti comparatori sono utili per i consumatori, a condizione che siano gestiti con correttezza e trasparenza; i consumatori, da parte loro, devono essere consapevoli dei limiti nella elaborazione dei preventivi e dei rischi nell'utilizzo di tali strumenti. Al fine di tutelare i consumatori intervengono le Authorities, attraverso la conduzione di indagini sul mercato e l'avvio di procedure per accertare eventuali illeciti. Lo scritto analizza un caso in tema di pratiche commerciali scorrette, esaminato dalla Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, che ha avviato una procedura in seguito alla segnalazione di un comportamento degli operatori considerato scorretto in base alle norme vigenti in tema di tutela dei consumatori e ha sanzionato il gruppo Facile per la modalità di operatività del sito Facile.it per pratiche commerciali ingannevoli e aggressive. L'analisi si inserisce nel tema del volume collettaneo per quanto riguarda l'opportunità e la necessità di una attività di vigilanza da parte delle Autorità di controllo sulle società operanti nel mercato, pur nel quadro costituzionale della libertà di iniziativa economica, al fine di sanzionare i comportamenti illeciti e di garantire un'ampia tutela dei consumatori.

Keywords. siti comparatori, pratiche commerciali scorrette, pratiche commerciali aggressive, pratiche commerciali ingannevoli, assicurazioni.

1. *Attività e rilevanza dei siti comparatori*

Lo scritto si propone di analizzare, tramite la presentazione di un caso recente, i comportamenti di operatori del merca-

to assicurativo che hanno violato alcune norme del Codice del consumo[1] a tutela dei consumatori e che hanno reso necessario l'intervento dell'Autorità indipendente di settore.

Lo spunto per il lavoro, in particolare, è fornito da un interessante provvedimento dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), che ha sanzionato il gruppo Facile.it per pratiche commerciali scorrette.

Oggetto del provvedimento è l'attività di alcune società del gruppo esercitata tramite il sito "Facile.it", che opera quale "sito comparatore".

Nel corso degli ultimi anni, i c.d. siti comparatori hanno acquisito sempre maggiore rilevanza, avuto particolare riguardo al mercato assicurativo. Si tratta di siti che consentono di impostare una ricerca, tramite l'utilizzo di parole chiave e l'inserimento di dati, al fine di selezionare le soluzioni più adeguate alla richiesta, in termini di convenienza economica o di altre caratteristiche specifiche. I consumatori si affidano a tali siti per valutare la scelta dell'impresa di assicurazioni e del contratto[2].

Il ricorso ai siti comparatori è aumentato nel tempo poiché i mercati hanno subito un profondo mutamento, influenzato dall'utilizzo delle tecnologie che hanno cambiato il modo di interagire dei soggetti. Tra i settori che hanno accolto per primi le opportunità del ricorso al digitale si può menzionare il mercato finanziario e in particolare proprio quello assicurativo[3], ove il ricorso a tecnologie che facilitano le transazioni *on line* è sempre più ampio; per questo motivo sono molto utilizzati i siti comparatori, piattaforme *web* che permettono di ottenere dei preventi-

[1] Decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206 "Codice del consumo, a norma dell'art. 7 della legge 29 luglio 2003, n. 229", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 235 del 8 ottobre 2005, Supplemento ordinario n. 162.

[2] I siti di comparazione consentono di minimizzare due problemi connessi al processo decisionale, ossia l'eccesso di informazioni da una parte e la scarsità di conoscenze dall'altra; il loro crescente utilizzo, in relazione al quale si può parlare di «una sorta di "comparamania" di informazioni e/o di prodotti» è collegato alla digitalizzazione dei servizi finanziari e al fatto che un numero sempre crescente di consumatori è in grado di utilizzare i canali digitali (M. T. Paracampo 2016: pp. 499 s.).

[3] Il settore assicurativo è stato interessato da subito al cambiamento causato dall'utilizzo dei siti comparatori, pur se, «dopo un primo boom di sviluppo» sono emersi dubbi in merito ai profili di trasparenza e di affidabilità delle procedure di confronto (Paracampo 2016: pp. 502 ss.).

vi relativi a polizze e prestiti e in alcuni casi anche di concludere il contratto, qualificandosi, in quest'ultima ipotesi, come canali di distribuzione assicurativa[4].

In particolare, occorre precisare che i siti comparatori sono registrati nella categoria dei *broker*, ma sono diversi da questi ultimi per alcuni aspetti rilevanti: in primo luogo, i *broker* hanno una collocazione territoriale delimitata, mentre i siti sono presenti su tutto il territorio nazionale; inoltre, i *broker* concordano un compenso con le compagnie basato sulle provvigioni, mentre i siti hanno rapporti economici con queste ultime molto diversi (le imprese di assicurazioni possono essere partner, oppure convenzionate, oppure soltanto comparate; inoltre, vi sono accordi diversi in merito alle ipotesi di conclusione dei contratti)[5].

I siti comparatori che interessano in questa sede, ossia quelli che si occupano di assicurazioni, sono piattaforme basate su Internet che consentono ai consumatori di confrontare *on line* i preventivi delle polizze offerte da diverse imprese di assicurazioni; tuttavia, non sono identici ai c.d. "motori di ricerca", poiché i siti comparatori lavorano su prodotti standardizzati per la comparazione[6]. Lo strumento "Internet", infatti, amplia la possibilità di reperire informazioni in merito a uno o più contratti di assicurazione e di sottoscrivere gli stessi contratti, ma opera su schemi contrattuali pressoché uguali per tipologie, ossia, appunto, standardizzati; inoltre, garantisce una tutela generalizzata normalmente minima[7].

La crescente importanza dei siti comparatori ha reso necessario, al fine della tutela dei consumatori, l'intervento delle Authorities.

[4] D. Porrini (2017: p. 358). Per quanto concerne il profilo della distribuzione assicurativa, per alcuni riferimenti essenziali si veda il §2 del presente scritto.

[5] Porrini (2017: pp. 361 s.).

[6] Ivi, pp. 362 s. Con riferimento all'oggetto della comparazione, l'Autrice segnala, inoltre, che i primi siti comparatori privati e commerciali hanno avuto ad oggetto le polizze RC auto; per quanto riguarda, invece, le polizze vita, il confronto on line è più difficile (Ivi, p. 363). La «dimensione standardizzata e fungibile dei prodotti oggetto di comparazione» è stata individuata sin da subito quale principale differenza rispetto ai motori di ricerca già esistenti per il mercato immobiliare o per altri beni di consumo (A.A. Dolmetta e U. Malvagna 2015: p. 1).

[7] In merito a questo profilo sia consentito il rinvio sul tema a M. Ricci (2018: p. 255).

L'Autorità Europea di Vigilanza delle Assicurazioni e dei Fondi Pensione (EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority) ha pubblicato nel gennaio 2014 il *Report on Good Practices on Comparison Websites* per promuovere l'adozione, da parte dei siti comparatori, di condotte che garantiscano la correttezza della comparazione e la trasparenza delle informazioni rese al pubblico[8].

I siti comparatori possono rappresentare un grande beneficio per i consumatori, in quanto utili per avere accesso a molte informazioni, a condizione che siano gestiti in modo corretto. Secondo l'EIOPA, i siti di comparazione Internet dei prodotti assicurativi dovrebbero adottare delle "buone pratiche". Si promuove maggiore trasparenza, semplicità d'uso e correttezza di comportamento; infatti le "buone pratiche" riguardano le seguenti aree: informazioni relative al sito e alla sua gestione; livello di copertura effettiva del mercato; presentazione delle informazioni; criteri utilizzati per ottenere i ranking; frequenza dell'aggiornamento delle informazioni; gestione dei potenziali conflitti di interesse.

Il Rapporto EIOPA è costituito da un insieme di indicazioni il cui rispetto non è obbligatorio, poiché privo di forza di legge; piuttosto, affianca la normativa ed è auspicabile che sia rispettato dai siti[9].

A livello nazionale, nel 2014 l'IVASS ha condotto un'indagine sui siti comparatori operanti nel mercato assicurativo italiano[10] per analizzare la trasparenza delle informazioni fornite

[8] Il report pubblicato da EIOPA nel 2014 è consultabile sul sito EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority, al link <https://register.eiopa.europa.eu/Publications/Reports/Report_on_Good_Practices_on_Comparison_Websites.pdf>, luglio 2023.

[9] Il Report era finalizzato alla redazione di regole di comportamento per i siti comparatori in un momento storico in cui non erano ancora state emanate norme specifiche sul tema e si poneva già l'esigenza di tutelare i consumatori; inoltre, l'EIOPA è intervenuta nel 2015 pubblicando un documento destinato alle Autorità di vigilanza nazionali (Paracampo 2016: pp. 504 s.). Quest'ultima pubblicazione è reperibile al link <https://register.eiopa.europa.eu/Publications/Opinions/Opinion_on_sale_%20via_the_internet(published).pdf>, luglio 2023.

[10] L'indagine IVASS è consultabile sul sito EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority, al link <https://www.ivass.it/consumatori/azioni-tutela/indagini-tematiche/documenti/Indagine_sui_siti_comparativi_nov_2014.

al pubblico, i criteri di confronto dei dati e l'esistenza di eventuali conflitti di interesse che potrebbero incidere sul risultato della comparazione. L'IVASS ha evidenziato nel *report* le stesse criticità analizzate dall'EIOPA[11] ed in seguito ha elaborato un documento, denominato "Cinque consigli per i consumatori"[12], per sottoporre ancora una volta all'attenzione dei consumatori la necessità di essere informati per operare scelte consapevoli.

Nello stesso anno, inoltre, l'AGCM ha avviato due procedure parallele per accertare eventuali pratiche commerciali scorrette di due siti operanti in Italia, che si sono concluse con impegni vincolanti per le parti[13].

Tali interventi sono funzionali a far rispettare ai siti comparatori le regole di trasparenza indispensabili a fare in modo che la loro attività sia utile al consumatore per compiere una scelta consapevole. L'AGCM ha anche evidenziato, tuttavia, il vantaggio che deriva ai consumatori da un confronto rapido, che potrebbe avere effetti sul mercato, con eventuale riduzione dei prezzi[14].

Indicazioni interessanti sul tema, inoltre, sono contenute nelle relazioni annuali IVASS, documenti utili per approfondire molti profili riguardanti il mercato assicurativo.

Le ultime due relazioni presentate, che si segnalano ai fini del presente studio, sono la Relazione annuale sull'attività svolta dall'IVASS nel 2021, presentata il 28 giugno 2022 a Roma[15]

pdf>, luglio 2023. Nell'analisi dell'IVASS sono stati analizzati sei siti che forniscono servizi di comparazione nel settore assicurativo: Chiarezza.it, Comparameglio.it, Facile.it, Segugio.it, 6Sicuro.it, Supermoney.it.

11 Porrini (2017: p. 365).

12 Il documento è consultabile sul sito IVASS – Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni, al link <https://www.ivass.it/consumatori/azioni-tutela/indagini-tematiche/documenti/Cinque_consigli_per_i_consumatori.pdf>, luglio 2023.

13 Si tratta dei casi seguenti: Procedimento: PS9212 – Facile.it, Comparatore RC Auto – provvedimento n. 25420; Procedimento PS9518 – 6Sicuro.it, Comparatore RC Auto – provvedimento n. 25421.

14 Dal punto di vista della concorrenza del mercato i siti comparatori hanno un impatto da diversi punti di vista: rendono possibile l'accesso a una mole considerevole di informazioni da parte dei consumatori, consentono l'accesso sul mercato a un numero maggiore di imprese, semplificano il processo di incontro tra imprese e consumatori e possono favorire l'abbassamento dei prezzi (Porrini 2017: pp. 367 ss.).

15 Relazione annuale sull'attività svolta dall'IVASS nel 2021 consultabile sul sito IVASS – Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni, al link <https://www.ivass.it/

e la Relazione annuale sull'attività svolta dall'IVASS nel 2022, presentata il 19 giugno 2023[16]. In particolare, nelle relazioni annuali IVASS sono contenute analisi del mercato assicurativo, dell'evoluzione del contesto normativo europeo e nazionale, dell'azione di vigilanza prudenziale e degli aspetti di vigilanza che coinvolgono la tutela del consumatore.

2. *Contesto normativo di riferimento e delimitazione del tema*

Il contesto normativo di riferimento per il caso in esame è complesso e articolato.

L'argomento oggetto di analisi richiama molteplici profili di indubbio interesse, tra i quali la tutela del consumatore, la disciplina della concorrenza antimonopolistica, la tutela dei dati personali, la normativa in materia finanziaria e assicurativa, le norme sui contratti e il profilo della distribuzione assicurativa.

In primo luogo, rileva l'ambito della tutela del consumatore, poiché in questo contesto il soggetto che utilizza il sito comparatore, sia in qualità di mero utilizzatore del sito stesso, che di assicurando, può essere qualificato come consumatore. Nel caso in esame, il comportamento delle società oggetto di indagine è analizzato dall'AGCM dal punto di vista della disciplina contenuta nel Codice del consumo e in particolare delle pratiche commerciali scorrette[17].

pubblicazioni-e-statistiche/pubblicazioni/relazione-annuale/2022/index.html>, luglio 2023.

16 Relazione annuale sull'attività svolta dall'IVASS nel 2022, consultabile sul sito IVASS – Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni, al link <https://www.ivass.it/pubblicazioni-e-statistiche/pubblicazioni/relazione-annuale/2023/index.html>, luglio 2023.

17 Le pratiche commerciali scorrette sono disciplinate dagli articoli 20 ss. del Codice del consumo; si segnala che recentemente il d. lgs. 7 marzo 2023, n. 26, che ha recepito la c.d. "Direttiva Omnibus" (Direttiva (UE) 2019/2161), ha introdotto modifiche al Codice del consumo, in vigore dal 2 aprile 2023 (ad eccezione delle norme in materia di riduzione dei prezzi, applicabili dal 1° luglio 2023) e, in particolare, ha modificato gli artt. 21, 22, 23, 27 cod. cons. La pratica commerciale è scorretta quando, in contrasto con il principio della diligenza professionale, falsa o è idonea a falsare in misura apprezzabile il comportamento economico del consumatore medio che raggiunge o al quale è diretta. Il Codice del consumo identifica le pratiche commerciali ingannevoli e le pratiche commerciali aggressive. Ai sensi dell'art.

Tuttavia, pare utile un cenno anche ad altri temi che, pur essendo meritevoli di attenzione, non possono essere approfonditi in questa sede.

Il tema richiama, come detto, il diritto della concorrenza antimonopolistica e in particolare l'istituto delle intese restrittive della concorrenza. Nel caso in esame è stata, infatti, accertata una intesa segreta tra le imprese che gestiscono i siti comparatori, oltre alle pratiche commerciali scorrette. In questo ambito, occorre tener conto delle norme che riguardano le funzioni dell'AGCM.

Vi sono stati però anche dei provvedimenti che hanno individuato una intesa restrittiva della concorrenza tra imprese esercenti attività assicurativa[18].

L'esame di questi casi evidenzia la rilevanza della tutela del consumatore anche nella disciplina della concorrenza. Questi profili, tuttavia, sembra che siano stati più raramente oggetto di attenzione poiché non è stato approfondito, come invece meriterebbe, il profilo della concorrenzialità del mercato e del rischio dell'utilizzo delle piattaforme per porre in essere comportamenti anticompetitivi.

I siti comparatori, inoltre, richiedono dati personali per poterli elaborare e per fornire i preventivi al consumatore; tali dati sono quindi utilizzati dai siti e ciò richiama profili di tutela dei dati personali e di tutela della riservatezza. Dato che tali siti operano sul mercato e raccolgono informazioni, sono soggetti alla normativa generale sulla tutela dei dati personali[19]. Si segnala,

20 cod. cons., le pratiche commerciali scorrette sono vietate. Sul tema si rinvia, per i contributi più recenti, a G. De Cristofaro (2023); per approfondimenti in merito alle singole fattispecie, si veda: F. Massa (2023: pp. 171 ss. e pp. 199 ss.); L. La Rocca (2023: pp. 221 ss. e pp. 237 ss.).

18 Tra i casi recenti, si segnala un provvedimento dell'AGCM che, in particolare, ha individuato un accordo tra alcune imprese di assicurazione, finalizzato ad applicare minori sconti in periodo di pandemia (procedimento n. I856, provvedimento n. 30150 del 2022, reperibile sul sito AGCM – Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, al link <https://www.agcm.it/dotcmsCustom/getDominoAttach?urlStr=192.168.14.10:8080/41256297003874BD/0/A2439A548AD6DFE0C1258852004B75FA/$File/p30150.pdf>, luglio 2023).

19 La tutela dei dati personali è stata oggetto di una normativa innovativa nel nostro ordinamento con l'emanazione della legge 31 dicembre 1996, n. 675, «Tutela delle persone e di altri soggetti rispetto al trattamento dei dati personali» e della legge

inoltre, che i dati in ambito assicurativo sono oggetto di specifica attenzione ed è demandata all'IVASS la predisposizione con proprio provvedimento delle procedure e delle modalità di funzionamento della banca dati dei sinistri, le modalità di accesso alle informazioni raccolte dalla banca dati per gli organi giudiziari e le pubbliche amministrazioni, nonché i limiti per l'accesso alle informazioni da parte delle imprese di assicurazione[20].

L'operatività dei siti comparatori si colloca nel mercato finanziario e nel mercato assicurativo, regolamentati da discipline di settore approfondite; si collegano, inoltre, le norme in materia di contratti finanziari. Occorre quindi considerare le norme contenute nel Codice delle assicurazioni private (d. lgs. 7 settembre 2005, n. 209) e nel Testo unico della Finanza (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58).

31 dicembre 1996, n. 676, «Delega al Governo in materia di tutela delle persone e di altri soggetti rispetto al trattamento dei dati personali», di attuazione della direttiva comunitaria n. 95/46/CE del 24 ottobre 1995; con tali leggi il diritto alla riservatezza e il diritto all'identità personale sono stati oggetto di una tutela specifica, che si aggiunse a quella già contenuta nella Costituzione. Si intendeva tutelare il diritto alla riservatezza e, allo stesso tempo, garantire la libera circolazione delle informazioni, necessaria nella società moderna. La normativa è stata nel tempo modificata ed aggiornata. Attualmente, la normativa di riferimento nel diritto dell'Unione europea è contenuta nel Regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 aprile 2016 «Regolamento generale sulla protezione dei dati» (GDPR) e nell'ordinamento italiano nel d.lgs. 30 giugno 2003, n. 196, «Codice in materia di protezione dei dati personali», modificato in seguito all'emanazione dello stesso Reg. (UE) 2016/679 dal d.lgs. 10 agosto 2018, n. 101, «Disposizioni per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 aprile 2016, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati)».

20 La normativa sul punto è contenuta nell'art. 120 d. lgs. 196/2003, che rinvia per ulteriori prescrizioni all'art. 135 del d. lgs. n. 209 del 2005 (codice delle assicurazioni private), norma nella quale, oltre alla banca dati dei sinistri, sono istituite due banche dati denominate "anagrafe testimoni" e "anagrafe danneggiati". Ai sensi dell'art. 135, co. 3, c.a.p., l'Autorità di settore ha emanato, sentiti il Ministero dello sviluppo economico (l'attuale Ministero delle imprese e del made in Italy) e il Ministero dell'interno e, per quanto concerne i profili di tutela della riservatezza, il Garante per la protezione dei dati personali, il Regolamento IVASS n. 23 del 1° giugno 2016, nel quale si definiscono le modalità di organizzazione, di funzionamento e di consultazione delle banche dati; per quanto riguarda le modalità di esercizio dei diritti degli interessati, il Regolamento rinvia all'art. 7 del d.lgs. 196 del 2003.

Nel quadro normativo, occorre anche tener conto del principio costituzionale della libertà di iniziativa economica privata, espresso nell'art. 41 della Costituzione che, tra l'altro, è stato recentemente modificato e integrato dal riferimento alla sostenibilità[21], ambito al quale anche il settore finanziario e assicurativo pone sempre maggiore attenzione.

Sembra utile un cenno anche a un altro profilo, ossia alla conclusione del contratto tramite strumenti telematici.

Seppure il caso Facile.it riguardi in modo specifico la comparazione di tariffe e la richiesta ed elaborazione di preventivi, occorre evidenziare che l'attività dei siti comparatori consiste nel fornire informazioni agli assicurandi affinché, auspicabilmente, sottoscrivano un contratto.

La conclusione del contratto può avvenire in modalità telematica e in diretto collegamento all'utilizzo del sito comparato oppure in un secondo momento, mediante l'ausilio fornito da un agente o dal contatto diretto con l'impresa di assicurazione. Questo secondo caso riguarda la modalità tradizionale di conclusione del contratto, che tuttavia può essere integrata da modalità di conclusione del contratto a distanza, quali l'invio per mail o per posta cartacea di documenti firmati in originale, oppure il consenso prestato nel corso di un contatto telefonico, solitamente accompagnato da una registrazione (autorizzata dal cliente) della telefonata o di parte di essa.

Nel caso del contratto concluso tramite Internet, invece, si prospettano altri problemi e si segnalano profili che meritano attenzione. In primo luogo, si pone il problema delle informazioni fornite al consumatore, della chiarezza e comprensibilità delle stesse; in secondo luogo, ci si interroga sulla competenza dell'assicurando in materia. Ci si chiede, quindi, se nel momento in cui il consumatore stipula il contratto tramite Internet abbia effettuato una scelta in modo consapevole. Inoltre, potendo in questa sede solo accennare ad alcuni profili problematici, si pensi al fatto che, come accennato in precedenza, i contratti stipulati tramite Internet sono necessariamente contratti standardizzati, poiché non c'è un ampio margine di trattativa con l'impresa

[21] Sul tema si veda il contributo di R. Bifulco (2022), pp. 7 ss.

di assicurazione: si può scegliere tra varie tipologie di contratto, ma non si può intervenire sul testo contrattuale.

Vero è, tuttavia, che la possibilità di stipulare il contratto tramite strumenti telematici è consentita ormai da anni e molti consumatori possiedono la competenza e gli strumenti per acquisire le informazioni necessarie per effettuare la scelta adeguata alle proprie esigenze.

In estrema sintesi, si segnala che la validità del contratto concluso tramite strumenti telematici è ammessa nel nostro ordinamento dai provvedimenti che hanno ammesso la validità del documento non cartaceo, privo di firma autografa, come formalmente equivalente alla firma privata.

È stato infatti sancito il principio in base al quale sono validi e rilevanti a tutti gli effetti di legge i contratti conclusi con strumenti informatici o telematici. Tale principio è stato introdotto nel nostro ordinamento dalla legge 15 marzo 1997, n. 59 e successivamente disciplinato in altri provvedimenti, fino all'emanazione del Codice dell'amministrazione digitale (d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82) e della normativa che prevede la c.d. firma digitale, strumento che garantisce l'autenticità del documento[22].

I siti comparatori, come accennato, possono fornire l'opportunità di stipulare il contratto attraverso il loro sito. Nel caso in cui si tratti di contratti di assicurazione, gli stessi siti comparatori, come accennato, costituiscono canali di distribuzione dell'offerta assicurativa, poiché svolgono attività di promozione e di distribuzione per conto delle imprese di assicurazione, le quali, quindi, utilizzano tali siti per collocare i loro prodotti sul mercato. I siti comparatori sono quindi soggetti alla normativa sulla distribuzione assicurativa[23]. Si segnala che la normativa

[22] Bianca (2022: pp. 416 s.). Ai sensi del Codice dell'amministrazione digitale, per firma digitale si intende: «un particolare tipo di firma qualificata basata su un sistema di chiavi crittografiche, una pubblica e una privata, correlate tra loro, che consente al titolare di firma elettronica tramite la chiave privata e a un soggetto terzo tramite la chiave pubblica, rispettivamente, di rendere manifesta e di verificare la provenienza e l'integrità di un documento informatico o di un insieme di documenti informatici» (art. 1, co. 1, lett. s), d. lgs. 7 marzo 2005, n. 82).

[23] Tale profilo è evidenziato nella maggior parte dei contributi sul tema dei siti comparatori, a conferma della sua rilevanza e centralità nell'analisi; tra i molti Autori, è segnalato da Porrini (2017: pp. 363 s.); Paracampo (2016: pp, 510 ss.); M.

in materia è costituita, per quanto concerne i provvedimenti principali, a livello europeo, dalla Direttiva (UE) 2016/97 sulla distribuzione assicurativa (*Directive on Insurance Distribution* – IDD)[24], recepita in Italia con il d. lgs. n. 68 del 21 maggio 2018. Quest'ultimo provvedimento ha inserito delle modifiche al d. lgs. 7 settembre 2005, n. 209, Codice delle assicurazioni private, in vigore dal 1° ottobre 2018. La direttiva (UE) 2016/97 contempla una nozione piuttosto ampia di distribuzione assicurativa[25] e, di conseguenza, di soggetti considerati "distributori" e sottoposti alla disciplina[26].

3. *Il caso "Facile.it": l'avvio dell'istruttoria e le condotte analizzate*

Il caso oggetto di analisi, di cui si è occupata l'Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato, riguarda il gruppo composto dalle società Facile.it S.p.A. (di seguito "Facile.it"), Facile.it Broker di Assicurazioni S.p.A. e Facile.it Mediazione Creditizia S.p.A. (tutte di seguito congiuntamente denominate "Facile").

L'attività che rileva nel provvedimento in esame, esercitata da Facile.it attraverso il sito di comparazione <www.facile.it>,

Giachetti Fantini (2018: p. 80 ss.).

[24] La Direttiva (UE) 2016/97 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 gennaio 2016, entrata in vigore il 23 febbraio 2016, ha sostituito la direttiva (UE) 2002/92 in materia di intermediazione assicurativa (Insurance Mediation Directive). Per approfondimenti si rinvia a P. Corrias (2017: pp. 9 ss.); P. Corrias (2018: pp. 158 ss.); I. Sabbatelli (2018: pp. 203 ss.); G. Berti De Marinis (2023: pp. 265 ss.).

[25] La definizione di «distribuzione assicurativa» della Direttiva (UE) 2016/97 è la seguente: «le attività consistenti nel fornire consulenza, proporre contratti di assicurazione o compiere altri atti preparatori relativi alla conclusione di tali contratti, ovvero collaborare, segnatamente in caso di sinistri, alla loro gestione ed esecuzione, inclusi la fornitura di informazioni, relativamente a uno o più contratti di assicurazione, sulla base di criteri scelti dal cliente tramite un sito Internet o altri mezzi e la predisposizione di una classifica di prodotti assicurativi, compresi il confronto tra il prezzo e il prodotto, o lo sconto sul premio di un contratto di assicurazione, se il cliente è in grado di stipulare direttamente o indirettamente un contratto di assicurazione tramite un sito Internet o altri mezzi» [art. 2, § 1, n. 1)].

[26] Si considera "distributore di prodotti assicurativi", ai sensi dell'art. 2, § 1, n. 8 della direttiva IDD «qualsiasi intermediario assicurativo, intermediario assicurativo a titolo accessorio o impresa di assicurazione».

consiste nella comparazione e nella elaborazione di preventivi in merito a vari servizi di fornitura: tra i molti, telefonia, conti correnti e di deposito, *pay tv*, energia elettrica, gas.

L'ambito che interessa in questa sede è quello assicurativo. Facile.it Broker di Assicurazioni S.p.A. è iscritta al Registro Unico Intermediari tenuto da IVASS, svolge attività di intermediazione assicurativa attraverso la gestione del sito <www.facile.it>; inoltre, è la società holding del gruppo che comprende le società Facile.it S.p.A. e Facile.it Mediazione Creditizia[27].

Il procedimento istruttorio n. PS11856 è stato avviato all'inizio del 2021[28] nei confronti delle società del gruppo per tre diverse tipologie di condotte relative ai prestiti personali e alle polizze assicurative.

Per quanto riguarda le condotte relative ai prestiti personali l'AGCM ha analizzato due profili.

In primo luogo, si segnalava che il sito facile.it avrebbe fornito informazioni non veritiere; inoltre, non avrebbe messo a disposizione dei consumatori informazioni importanti sugli aspetti economici dei finanziamenti, riguardanti in particolare il fatto che l'offerta pubblicizzata potrebbe essere oggetto di variazioni nel momento della sottoscrizione del contratto di finanziamento.

In secondo luogo, si imputava al sito facile.it di presentare in modo insistente la polizza assicurativa in abbinamento al prestito nella fase di verifica della fattibilità dell'offerta selezionata dall'utente, a differenza della modalità in cui lo stesso sito segnalava la polizza nella fase precedente, ossia quella del processo di comparazione, nel corso della quale si evidenziava un abbinamento facoltativo.

Per quanto concerne le condotte relative ai prestiti personali e alle polizze assicurative RC auto, le società del gruppo Facile, tramite il *call center,* avrebbero contattato consumatori che non

[27] La società Facile.it Mediazione Creditizia è iscritta all'albo dei Mediatori Creditizi tenuto presso l'Organismo Agenti e Mediatori.

[28] Provvedimento n. 29838, avviato il 2 febbraio 2021, adottato dall'AGCM il 5 ottobre 2021, reperibile sul sito AGCM – Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, all'URL <https://www.agcm.it/dotcmsdoc/allegati-news/PS11856%20chiusura.pdf> il testo del relativo comunicato stampa è consultabile alla URL <https://www.agcm.it/media/comunicati-stampa/2021/10/PS11856>, luglio 2023.

hanno richiesto servizi, per condizionarli nelle scelte di acquisto.

Infine, per quanto attiene alle condotte relative alle polizze assicurative RC auto, in particolare in riferimento alle polizze di Prima Assicurazione S.p.A., il sito facile.it non indicherebbe che non si tratta di una impresa di assicurazione, ma di un intermediario di prodotti assicurativi.

Il procedimento istruttorio n. PS11856 è stato avviato nei confronti delle società del gruppo per presunta violazione degli articoli 20, 21, 22, 24 e 25 del Codice del consumo.

In seguito agli accertamenti ispettivi, Facile ha manifestato la volontà di modificare i propri comportamenti, presentando impegni finalizzati a rimuovere i profili di scorrettezza delle condotte oggetto del procedimento; tuttavia, gli impegni presentati non sono stati accolti[29].

Successivamente, conclusa la fase istruttoria da parte dell'AGCM, sono state inoltrate richieste di pareri all'IVASS, all'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazione e alla Banca d'Italia, consegnati nel corso del mese di settembre 2021.

Dalle evidenze acquisite si è rilevato che:

a) per quanto attiene alla prima condotta, l'utente può richiedere un preventivo accedendo alla *homepage* del sito, ma nel riepilogo non viene evidenziato che i preventivi stessi non sono definitivi e che le condizioni economiche di ogni offerta possono essere, quindi, oggetto di modifica da parte della finanziaria;

b) in riferimento alla seconda condotta, nel momento in cui un utente confronta i prestiti sul sito, viene offerta la possibilità di abbinamento della polizza assicurativa; continuando nella richiesta, tuttavia, l'utente viene invitato con sempre maggiore insistenza a selezionare la polizza;

c) per quanto riguarda la terza condotta, riguardante i finanziamenti, il provvedimento precisa che il *call center* supporta gli utenti che ne abbiano fatto richiesta nella fase di inserimento dei dati per la preparazione di un preventivo e nella successiva

[29] Facile ha presentato impegni, ai sensi dell'art. 27, co. 7, cod. cons., in data 29 marzo 2021, chiedendo una audizione, che si è svolta il 15 aprile 2021. Nonostante gli impegni, successivamente all'audizione, siano stati integrati, l'Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato ha rigettato gli stessi impegni nella riunione del 15 giugno 2021.

fase di verifica della correttezza dei dati stessi, al fine di poter confermare il preventivo e verificare la fattibilità del prestito; può anche segnalare l'esistenza di un altro preventivo che era stato preparato in precedenza. L'utente che ne abbia fatto richiesta viene contattato dal *call center* un certo numero di volte, poi non viene più chiamato, a meno che l'utente stesso non lo richieda espressamente[30].

Nel provvedimento si analizza il triennio 2018-2020 per poter conteggiare il numero di utenti che hanno richiesto assistenza attraverso l'opzione "Call me back" del sito e che sono stati contattati, nel settore finanziario e nel settore assicurativo. Una certa percentuale di utenti è invece stata contattata senza averlo richiesto, sulla base del fatto che, avendo "salvato" il preventivo, abbiano implicitamente e in modo inequivoco manifestato un interesse per la specifica offerta.

I dati hanno, quindi, confermato una attività invasiva del *call center* nei confronti degli utenti, al fine di concludere il contratto.

d) Per quanto riguarda la quarta condotta analizzata, si evidenzia il fatto che nel sito facile.it non sono segnalate in modo chiaro agli utenti le qualifiche delle società comprese nella comparazione; in particolare, se si tratta di imprese esercenti attività assicurativa oppure di intermediari. Il fatto rileva per la società "Prima assicurazione", che è una agenzia di intermediazione di prodotti assicurativi e non una impresa di assicurazione.

La difesa del gruppo Facile ha argomentato, in merito alle condotte segnalate, con le seguenti motivazioni.

a) In merito alla prima condotta oggetto del provvedimento, Facile ha evidenziato di non contribuire alla determinazione dell'offerta, essendo un mediatore creditizio che mette in contatto istituti di credito e clienti interessati a sottoscrivere i contratti. Facile non si occuperebbe della conclusione del contratto, affidata direttamente all'istituto di credito, in seguito ad una verifica di fattibilità. Nelle "Condizioni di utilizzo generali prestiti", che il cliente accetta prima di avviare la comparazione,

[30] Si segnala che il *call center* richiama tutti gli utenti che abbiano salvato il proprio preventivo, poiché, come evidenziato dalla parte, il salvataggio del preventivo configura il passaggio finale della comparazione; con questa azione, secondo la parte, l'utente manifesta il proprio interesse per l'offerta specifica.

Facile segnala che le condizioni del prestito potrebbero variare; tale informazione viene ripetuta successivamente, nel riepilogo dell'offerta selezionata che appare all'utente in seguito al salvataggio del preventivo e nella mail che lo stesso utente riceve[31].

b) Per quanto riguarda la seconda condotta, Facile evidenzia che si offre la possibilità di associare la polizza assicurativa al prestito con la c.d. modalità *opt-in*; l'utente deve selezionare la preferenza nell'opzione "Si, mi tutelo da imprevisti" nella pagina riassuntiva dei risultati derivanti dalla comparazione dei siti[32].

c) In merito alla condotta *c)*, nelle argomentazioni difensive si precisa che la società Facile.it Broker di Assicurazioni, in qualità di broker assicurativo, esercita attività di consulenza; non si limita a comparare i prodotti esistenti sul mercato, quindi, ma svolge anche attività di intermediazione e di assistenza nei confronti della clientela. In questo ambito, utilizza il sito *web* e il *call center*, ma non in modo da configurare una sollecitazione all'acquisto. Si evidenzia che Facile.it Broker di Assicurazioni agisce sulla base di un mandato di intermediazione assicurativa, che è conferito prima dell'inizio dell'attività di comparazione e trasmesso via mail al cliente e, secondo la parte, il mandato è adempiuto attraverso l'attività posta in essere dal *call center*.

Sulla base di un mandato opera anche la società Facile.it Mediazione creditizia, per la comparazione delle offerte in merito ai prestiti.

31 Nel sito, inoltre, sono presenti altre pagine che evidenziano la possibilità di modifiche del preventivo, in particolare "Prestiti online confronta prestiti" e "Come funziona-prestiti", pagine alle quali si accede attraverso numerosi link di rinvio. Facile ha inserito nella pagina che riassume l'esito della comparazione il messaggio seguente: «Gli istituti potrebbero modificare le condizioni economiche del prestito. Generalmente questo accade in caso di modifica dei dati inseriti in sede di predisposizione del preventivo e in sede di valutazione del finanziamento (nel caso in cui l'istituto erogante raccolga, anche tramite banca dati, informazioni aggiuntive)». (Provvedimento, punto 27).

32 Facile ha precisato che soltanto in un numero limitati di casi, per una sola volta, l'opzione è stata presentata di nuovo a coloro che non avevano opzionato l'abbinamento del prestito con la polizza assicurativa. Inoltre, selezionando l'opzione "Aggiungi Assicurazione", l'utente poteva esaminare i preventivi modificati con l'aggiunta dell'assicurazione, ma non prestava alcun consenso per la conclusione del contratto, il quale non era, pertanto, sottoscritto.

d) Sulla condotta *d)*, la parte ha spiegato che viene utilizzata la categoria "partner assicurativi", che include sia le imprese di assicurazioni che gli intermediari, per poter inserire le informazioni sul sito in modo sintetico; tuttavia, accedendo alla pagina "I nostri partner" si visualizza la sezione "Compagnie e intermediari assicurativi" ove si evidenzia se si tratta di imprese di assicurazione o di intermediari assicurativi[33].

Il procedimento riguarda condotte del settore bancario, assicurativi e pratiche commerciali diffuse tramite Internet; sono stati quindi richiesti pareri, rispettivamente, alla Banca d'Italia, all'IVASS e all'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni[34].

4. (segue) *La conclusione del procedimento*

Nelle valutazioni conclusive, l'Autorità ha precisato che l'oggetto del procedimento è costituito dalle condotte poste in essere nell'ambito dell'attività di comparazione di polizze assicurative RC auto, di finanziamenti e di predisposizione dei relativi preventivi, assieme all'attività svolta dal call center, da parte di Facile.it Broker di Assicurazione per l'ambito assicurativo e da Facile.it Mediazione Creditizia per l'ambito finanziario.

I comportamenti analizzati sono riconducibili a due violazioni delle norme contenute nel Codice del consumo.

33 È possibile, inoltre, nella scheda che risulta dalla comparazione, visualizzare le informazioni specifiche sulle imprese che emettono la polizza e che hanno un rapporto di partnership con Facile. Tra i dati che sono forniti agli utenti, figura l'opzione del risarcimento diretto o indiretto, in tutto il processo di comparazione; il cliente può escludere il prodotto con risarcimento indiretto (Provvedimento, paragrafo 30).

34 La Banca d'Italia ha evidenziato che non si verificano motivi ostativi alle valutazioni riservate all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato sulla base delle funzioni attribuite dal Codice del consumo, poiché i soggetti non sono sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia stessa; IVASS, per quanto concerne i profili assicurativi esaminati, non ha rilevato osservazioni; l'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni ha redatto un parere nel quale evidenzia che, limitatamente alla valutazione sull'attitudine del mezzo di comunicazione specifico a condizionare l'eventuale ingannevolezza o scorrettezza delle pratiche commerciali «il mezzo di comunicazione utilizzato risulta idoneo a sviluppare un significativo impatto sui consumatori che, sulla base delle informazioni ricevute tramite il sito dei Professionisti, potrebbero essere stati indotti ad assumere una decisione commerciale che altrimenti non avrebbero preso, così sviluppando in concreto la piena potenzialità promozionale della comunicazione on line» (Provvedimento, punti 31-36).

La prima violazione integra la fattispecie della pratica commerciale ingannevole, in violazione degli articoli 21 e 22 del Codice del consumo, relativamente alle condotte *a)* e *d)* sopra descritte. Si imputa alle parti il fatto di non aver messo i consumatori in condizione di effettuare una scelta consapevole, nella fase di consultazione del sito Facile.it, non fornendo agli stessi informazioni importanti in fase precontrattuale.

In particolare, per quanto riguarda la condotta *a)*, posta in essere da Facile.it Mediazione Creditizia, è stato evidenziato nel corso dell'istruttoria che gli utenti non erano informati in modo chiaro del fatto che i risultati della comparazione dei prezzi dei preventivi sono provvisori, poiché gli istituti di credito, in una fase successiva, possono applicare condizioni diverse da quelle presenti nel preventivo, in senso anche peggiorativo; tali condizioni, essendo condizioni contrattuali, integrano un elemento fondamentale nella scelta del consumatore[35]. L'istruttoria ha evidenziato che tale informazione avrebbe dovuto essere fornita al consumatore in modo chiaro prima dell'avvio della comparazione; non è quindi sufficiente che sia stata fornita assieme al preventivo e nella mail riepilogativa[36].

In riferimento alla condotta *d)*, dalla istruttoria è emerso che la società Facile.it Broker di Assicurazione non ha fornito informazioni chiare in merito a Prima Assicurazione, società di intermediazione di prodotti assicurativi che offre polizze con risarcimento effettuato in forma indiretta. Secondo l'Autorità, inserire in un unico elenco intermediari assicurativi e società esercenti attività assicurativa crea un «effetto confusorio sulle

[35] Tra le argomentazioni difensive di Facile, si evidenziava il numero molto basso dei contratti che avevano subito condizioni peggiorative, rispetto al totale dei preventivi richiesti; in ogni caso, rappresentando i primi circa il 6% del totale, potrebbe ritenersi una percentuale non indifferente (Provvedimento, paragrafo 41).

[36] L'istruttoria evidenzia che «tale omissione informativa sulle condizioni economiche dei prestiti proposti può quindi indurre in errore il consumatore facendogli assumere una decisione commerciale che non avrebbe altrimenti preso». Inoltre, le integrazioni di informazioni fornite da Facile nel corso dello svolgimento del procedimento non sono state reputate sufficienti per eliminare le motivazioni dell'accertamento, atteso che erano comunque in seguito alla procedura di comparazione e non prima o durante la stessa (Provvedimento, punti 42-43).

reali caratteristiche dei soggetti *partner* di Facile e sui prodotti che essi offrono»[37].

La seconda violazione esaminata nel procedimento integra una pratica commerciale aggressiva, in violazione degli articoli 24 e 25 del Codice del consumo, in merito alle condotte esaminate sub *b)* e *c)*.

In particolare, la condotta *b)*, posta in essere da Facile.it Mediazione Creditizia, riguarda la proposta, reiterata con insistenza al consumatore, di abbinare la polizza assicurativa con il prestito.

Nonostante l'abbinamento sia facoltativo, il modo con il quale viene proposto ottiene l'effetto di condizionare il consumatore, il quale effettua una scelta di acquisto che non avrebbe altrimenti fatto[38].

Per quanto riguarda la condotta *c)*, che coinvolge Facile.it Mediazione Creditizia e Facile.it Broker di Assicurazione, l'istruttoria ha evidenziato che il *call center* chiama i clienti che hanno salvato dei preventivi, indipendentemente dal fatto che abbiamo richiesto espressamente di essere chiamati per una consulenza o meno. Tale fatto costituisce, secondo l'Autorità, «una vera e propria attività di sollecitazione alla scelta di una delle offerte proposte»[39]. Facile ha sostenuto di richiamare i clienti sulla base di un

[37] Provvedimento, paragrafo 44; inoltre, nel provvedimento si spiega che le informazioni non sono presenti nel sito in modo che l'utente le consulti prima di iniziare la comparazione, come invece sarebbe opportuno al fine di effettuare una scelta consapevole. Le modifiche inserite da Facile nel corso dell'istruttoria non sono sufficienti per eliminare la condotta contestata, perché comunque non sono state inserite in modo che il consumatore le consulti prima di avviare la richiesta di preventivo.

[38] L'istruttoria ha evidenziato che la possibilità di selezionare la polizza in abbinamento al prestito viene riproposta con insistenza, anche in seguito alla mancata selezione da parte del consumatore, tramite un *pop-up* che si apre dopo aver selezionato un finanziamento, nel quale si evidenzia la convenienza della sottoscrizione della polizza assicurativa con la dicitura "tutelati". Tale condotta «è risultata quindi idonea a determinare un indebito condizionamento della libertà di scelta del consumatore in relazione all'acquisto della polizza stessa» (Provvedimento, punto 48).

[39] Facile ha sostenuto che il *call center* chiama anche i clienti che non hanno richiesto di essere richiamati sulla base del fatto che il salvataggio del preventivo costituisce una implicita manifestazione di interesse dell'utente rispetto ad una determinata offerta ed una implicita richiesta ad essere contattato. Tale motivazione per l'Autorità non trova giustificazione, poiché la richiesta di essere contattati deve essere espressa (Provvedimento, paragrafo 50).

mandato di intermediazione approvato dall'utente all'atto della richiesta della comparazione. L'istruttoria ha tuttavia sottolineato che ciò non giustifica il fatto di chiamare i clienti senza che questi ultimi lo abbiano richiesto, poiché per loro potrebbe essere sufficiente il risultato della comparazione sul sito[40].

Le condotte analizzate, quindi, integrano una pratica di natura aggressiva, in violazione degli articoli 24 e 25 del Codice del consumo.

L'Autorità, nel provvedimento di divieto della pratica commerciale scorretta, ha disposto l'applicazione di una sanzione in base a quanto disposto dall'art. 27 del Codice del consumo[41].

Nel provvedimento in esame rilevano i profili di ingannevolezza che hanno caratterizzato le condotte al fine della determinazione delle sanzioni, poiché Facile.it Mediazione Creditizia non ha fornito in fase precontrattuale informazioni in merito all'eventualità di una modifica, anche peggiorativa, delle condizioni contrattuali, e Facile.it Broker di Assicurazioni non ha evidenziato le caratteristiche della società Prima Assicurazioni[42].

Per quanto concerne la pratica aggressiva, si tiene conto del carattere della condotta attuata da Facile.it Mediazione Creditizia, che proponeva in modo insistente al consumatore la polizza assicurativa abbinata al prestito, nonostante questi non avesse

[40] La condotta in esame, quindi, per quanto emerge dall'istruttoria, è «idonea a limitare la libertà di scelta del consumatore inducendolo ad assumere una decisione di natura commerciale che non avrebbe altrimenti preso in quanto integra una sollecitazione commerciale non richiesta rispetto a un preventivo salvato, per il quale il consumatore poteva anche non avere un interesse specifico al momento della ricerca e comparazione su facile.it, e per il quale tale interesse potrebbe essere venuto meno con il tempo, costituisce una forma di pressione indebita, in grado di condizionarne le scelte commerciali» (Provvedimento, paragrafo 52).

[41] Per la quantificazione della sanzione occorre tener conto dei seguenti criteri: la natura, la gravità, l'entità e la durata della violazione; l'eventuale attività del professionista posta in essere per attenuare il danno subito dai consumatori o per porvi rimedio; l'eventuale violazione commessa in precedenza dal professionista; i benefici finanziari conseguiti o le perdite evitate dal professionista in conseguenza della violazione, nel caso in cui sia possibile reperire i dati; le sanzioni inflitte al professionista per la medesima violazione in altri Stati membri; altri eventuali fattori aggravanti o attenuanti applicabili alle circostanze del caso (art. 27, co. 9, cod. cons.).

[42] La sanzione amministrativa pecuniaria decisa dall'Autorità ammonta a € 1.700.000 per Facile.it Broker di Assicurazioni ed € 300.000 per Facile.it Mediazione Creditizia (Provvedimento, punto n. 60).

espresso interesse in merito; inoltre, Facile.it Broker di Assicurazioni e Facile.it Mediazione Creditizia contattavano in modo insistente al telefono i consumatori, nonostante non fosse stato richiesto da una parte di essi[43].

Nel complesso, al gruppo Facile sono state imposte sanzioni per un ammontare di € 7.000.000.

A seguito della decisione dell'AGCM le società Facile.it Broker di Assicurazione S.p.A. e Facile.it Mediazione Creditizia S.p.A. hanno presentato ricorso al Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio, al fine di ottenere l'annullamento del provvedimento n. 29838.

Il Tar Lazio ha recentemente pronunciato la sentenza, pubblicata il 31 maggio 2023, nella quale ha affermato che il ricorso non può essere accolto[44].

Il ricorso era articolato in diversi profili. Nel primo motivo si poneva l'attenzione sull'assenza di ingannevolezza della prima pratica commerciale analizzata, dato che la comparazione era soggetta alla valutazione dell'intermediario creditizio, e dell'ultima pratica, poiché le indicazioni sulla natura e sulla attività di Prima Assicurazioni erano fornire nel corso dell'intera procedura di comparazione delle polizze assicurative.

Nel secondo motivo di ricorso si contestava, invece, la qualifica di aggressività delle altre due pratiche commerciali. In particolare, per quanto riguarda la condotta *b)*, si precisava che l'abbinamento facoltativo della polizza assicurativa tramite il sistema dei c.d. *pop-up* fosse coerente con quanto precisato dall'AGCM in altre decisioni; per la condotta *c)* si evidenziava che il *call center* effettuasse attività di consulenza ed assistenza ai consumatori, ma non attività di vendita.

Nel terzo motivo di impugnazione si evidenziava una disparità di trattamento rispetto ad altre imprese che esercitano la stessa attività delle ricorrenti.

[43] Con riferimento alla pratica aggressiva, la sanzione è stata determinata nella misura di € 4.250.000 applicabile a Facile.it Broker di Assicurazioni e nella misura di € 750.000 a Facile.it Mediazione creditizia (Provvedimento, paragrafo 63).

[44] Tar Lazio, sez. I, 31 maggio 2023, n. 9273; la sentenza è consultabile sul sito Giustizia Amministrativa – Consiglio di Stato – Tribunali Amministrativi Regionali: <https://www.giustizia-amministrativa.it>.

Il quarto motivo di ricorso, invece, poneva l'accento sul mancato accoglimento degli impegni presentati all'AGCM, il cui rifiuto è stato considerato «totalmente arbitrario».

Con l'ultimo motivo di ricorso, infine, le società ricorrenti chiedevano la riduzione dell'importo della sanzione.

Il ricorso, come accennato, è stato respinto.

In particolare, il Tar Lazio ha rilevato, per quanto concerne il quarto motivo, che l'AGCM dispone di ampia discrezionalità nell'accogliere o meno le richieste in tema di impegni da parte dei professionisti, mentre per quanto concerne il terzo motivo, ha osservato l'infondatezza della pretesa disparità di trattamento.

Per quanto riguarda il primo motivo di ricorso, incentrato sulla ingannevolezza, è stato precisato nella sentenza che nella condotta *a)* era evidente la presenza di variazioni tra l'offerta elaborata dal sito e la proposta successivamente presentata dall'intermediario finanziario; inoltre, il consumatore era avvisato della possibilità di un peggioramento delle condizioni proposte soltanto nella fase finale della procedura. A proposito della pratica *d)*, si osserva come il sito non chiarisse da subito la distinzione tra compagnia ed intermediario assicurativo e quella tra contratto con risarcimento diretto e contratto senza risarcimento diretto, circostanza che «appare dirimente per evidenziare l'ingannevolezza della pratica commerciale».

Il secondo motivo, riguardante le due pratiche commerciali aggressive, è analizzato dal Tar Lazio, come nel motivo precedente, distinguendo le due pratiche. Per quanto riguarda la condotta *b)*, è parso evidente come l'invito a scegliere la polizza assicurativa facoltativa, tramite il *pop-up*, fosse volto a «sollecitare un ripensamento» e a evidenziare all'utente la possibilità di tutelarsi dagli imprevisti; il metodo utilizzato ha confermato l'aggressività della pratica «risultando indebitamente condizionato il consumatore nella procedura di conclusione del prestito»[45].

[45] Sul punto, le società ricorrenti si sono giustificate segnalando la scarsa incidenza percentuale pratica della condotta contestata. Nella sentenza in oggetto il Tar Lazio evidenzia, tuttavia, che, in base ad un pacifico orientamento della giurisprudenza, le pratiche vietate dal Codice del consumo «sono *illeciti di pericolo*, relativamente ai quali non è necessaria la effettiva lesione del bene giuridico protetto dalla norma»; inoltre, nella giurisprudenza europea, è stata considerata illecita una pratica

Per quanto concerne la condotta *c)*, nella sentenza si precisa che, seppure l'attività dei *call center* non si concretizzava nella stipula di un contratto, la stessa attività si svolgeva in modo tale da sollecitare «in maniera indebita il consumatore, spingendolo a concludere la procedura negoziale»: in particolare, contattando più volte i consumatori che avevano chiaramente indicato di non voler essere chiamati.

L'ultimo motivo di ricorso, riguardante l'importo della sanzione irrogata, è stato respinto sulla base del fatto che l'AGCM ha applicato le disposizioni vigenti sul punto in maniera corretta e che l'importo della sanzione è pari a poco più del 5% del fatturato annuale del professionista.

In definitiva, quindi, tutti i motivi di ricorso sono stati ritenuti infondati e il ricorso stesso respinto.

5. *La rilevanza della regolamentazione e dei controlli*

Il caso analizzato segnala la necessità della regolamentazione e del controllo dell'Autorità Antitrust nell'ambito dei siti di comparazione.

In particolare, il caso si collega al tema della regolamentazione del mercato, poiché segnala la necessità di un controllo su comportamenti inappropriati di alcuni operatori, che possono configurarsi, come nel caso analizzato, come fattispecie vietate dalla normativa europea e nazionale.

Si segnala uno strumento disponibile in Italia per i consumatori, che consente di confrontare i prodotti offerti sul mercato e ottenere dei preventivi, in modo gratuito e anonimo. Si tratta del c.d. «tuopreventivatore»[46], costituito nel 2008 dal Ministero

che aveva interessato un unico consumatore (Corte Giust. Ue, sez. I, 16 aprile 2015, causa C-388/13).

[46] Il sito in oggetto è <www.iltuopreventivatore.it>, luglio 2023. Tale strumento è citato nella Relazione IVASS per l'attività dell'anno 2022, già citata, p. 76. Il preventivatore pubblico, quindi, non svolge alcun ruolo di intermediazione tra consumatori e imprese assicurative. A differenza degli altri comparatori commerciali, il preventivatore pubblico non percepisce alcuna provvigione in caso di sottoscrizione della polizza e permette il confronto tra le offerte di tutte le imprese assicurative operanti in Italia (mentre i comparatori commerciali elaborano soltanto i preventivi delle imprese di cui sono intermediari).

dello Sviluppo economico (attualmente denominato Ministero delle Imprese e del Made in Italy) assieme all'ISVAP (l'attuale IVASS) al fine di poter confrontare i preventivi delle polizze RC auto delle imprese operanti sul mercato nazionale[47]. Lo strumento consente di ottenere informazioni per potersi orientare nell'ambito delle molte offerte disponibili, ma senza possibilità di sottoscrizione del contratto. Occorre, in seguito, confrontarsi direttamente con le imprese[48].

Ai consumatori non è dato conoscere ogni aspetto del comportamento degli operatori, ma ciò che è importante è informarsi per poter scegliere in modo consapevole.

Interessante, da questo punto di vista, è un progetto che sta acquisendo sempre maggiore visibilità e apprezzamento da parte delle istituzioni, delle imprese e dei consumatori: il c.d. Mese dell'educazione finanziaria, che si tiene ogni anno nel mese di ottobre[49].

È fondamentale informarsi sui siti istituzionali per reperire una informazione attendibile, altrimenti si può incorrere in un errore. Attualmente, è possibile reperire quasi tutte le informazioni che ci occorrono *on line*; ciò rappresenta certamente un vantaggio per quanto riguarda i tempi brevi per acquisirle, ma può essere uno svantaggio per l'enorme mole di siti e di disponibili, che può creare disorientamento e, paradossalmente, disinformazione.

Bibliografia

G. Berti De Marinis (2023), *L'impresa di assicurazione e la distribuzione dei prodotti assicurativi* (Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo) Milano, Giuffrè

C.M. Bianca (2022), *Istituzioni di diritto privato*, Milano, Giuffrè

[47] Ulteriori informazioni sono disponibili sul sito IVASS – Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni, alla pagina web <https://www.ivass.it/consumatori/preventivatore/>, luglio 2023.

[48] Porrini (2017: p. 363).

[49] Le informazioni sul Mese dell'educazione finanziaria sono reperibili sul sito <https://www.quellocheconta.gov.it/it/>, luglio 2023.

R. Bifulco (2022), *La legge costituzionale 1/2022: problemi e prospettive*, «AGE», 2022/1, pp. 7-26

P. Corrias (2017), *La direttiva UE 2016/97 sulla distribuzione assicurativa: profili di tutela dell'assicurando*, «Assicurazioni», pp. 9-24

P. Corrias (2018), *Profili generali della nuova disciplina recata dalla Direttiva 2016/97/EU (A general analysis of the new Directive 2016/97/EU)*, «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», 2/2018, parte prima, pp. 158-176

G. De Cristofaro (2023), *"Rimedi" privatistici individuali e pratiche commerciali scorrette. Il recepimento nel diritto italiano dell'art. 11-bis della Direttiva 2005/29/CE (comma 15-bis, art. 27 c. cons.)*, «Le nuove leggi civili commentate», pp. 441-493

A.A. Dolmetta, U. Malvagna (2015), *Sui comparatori on-line di prodotti finanziari*, «Diritto Bancario. Dialoghi di diritto dell'economia», novembre 2015, pp. 1-5

M. Giachetti Fantini (2018), *L'affermazione dei siti WEB di comparazione come nuovo canale di distribuzione assicurativa, a seguito dell'intervento dell'EIOPA e dell'IVASS e dopo l'adozione della Direttiva 2016/97/UE*, «Amministrazione e Contabilità dello Stato e degli enti pubblici», 4, luglio-agosto 2018, Sezione Osservatorio bancario e finanziario in Europa e nel sistema regolatorio internazionale, pp. 80-99

L. La Rocca (2023), *Art. 24*, in *Codice del consumo (D. Lgs. 6 settembre 2005, n. 206)*, a cura di V. Cuffaro, A. Barba, A. Barenghi, VI ediz., Milano, Giuffrè, pp. 221-236

F. Massa (2023), *Art. 21*, in *Codice del consumo (D. Lgs. 6 settembre 2005, n. 206)*, a cura di V. Cuffaro, A. Barba, A. Barenghi, VI ediz., Milano, Giuffrè, pp. 171-198

M. T. Paracampo (2016), *La nuova stagione dei siti di comparazione dei prodotti assicurativi: dagli interventi delle Authorities europee alle innovazioni della direttiva sulla distribuzione assicurativa*, «Rivista di Diritto Bancario», I, pp. 499-522

D. Porrini (2017), *Siti comparatori nel mercato assicurativo: quali regole?*, «Mercato Concorrenza Regole», pp. 357-378

M. Ricci (2018), *Evoluzione della distribuzione assicurativa e tutela degli assicurati*, in T. Febbrajo, M. Ricci (a cura di), *Crescita economica, tutela dei diritti e ruolo delle istituzioni*, Macerata, eum, pp. 243-262

I. Sabbatelli (2018), *Adeguatezza e regole di comportamento dopo il recepimento della direttiva IDD (Suitability and Conduct Rules after IDD Transposition)*, «Rivista trimestrale di diritto dell'economia», 2/2018, parte prima, pp. 203-216

Francesca Bartolacci, Michela Soverchia

Coniugare redditività, benessere sociale e protezione ambientale: le società benefit

Abstract. Il presente contributo si focalizza sulle società benefit (SB), aziende private che si impegnano a realizzare specifiche finalità di "beneficio comune" legate al perseguimento di effetti positivi o riduzione di effetti negativi di tipo ambientale e/o sociale derivanti dalla propria attività imprenditoriale. Si tratta dunque di "organizzazioni ibride", che si contraddistinguono per il combinare obiettivi di profitto e di altra natura, segnatamente di tipo sociale ed ambientale. Considerato che le SB rappresentano un fenomeno recente, l'obiettivo di questo studio è quello di capire se e come la ricerca scientifica di matrice economico-aziendale si stia interessando alle SB, individuando i principali filoni di ricerca sviluppati e le tematiche approfondite. A tale scopo è stata condotta una revisione sistematica della letteratura nazionale ed internazionale sul tema. Dai risultati emersi si evince che i contributi presenti in letteratura non sono ancora molti, anche se la tendenza sembra essere crescente. I temi affrontati sono diversi: si va dai modelli di *business* innovativi, che inglobano finalità di natura economica senza trascurare i principi della sostenibilità sociale ed ambientale, alle opportunità di coinvolgimento degli *stakeholders* nella pianificazione strategica aziendale, passando per la questione della misurazione e comunicazione degli impatti ambientali e sociali prodotti dalle attività aziendali. In conclusione emerge come l'analisi del fenomeno indagato, certamente di carattere interdisciplinare, sia in una fase di espansione e necessiti di ulteriori approfondimenti. Con la diffusione di *best practices* orientate alla sostenibilità sarà possibile supportare sia quelle aziende che sempre più numerose intraprendono un percorso verso un *modus operandi* attento agli impatti della propria attività sul territorio e sulla società, sia i decisori pubblici, che attraverso apposite politiche possono incentivare e sostenere le imprese in questo tipo di transizione.

Keywords. società benefit, sostenibilità, revisione sistematica della letteratura, organizzazioni ibride, B-Corp.

1. *Introduzione*

Le Società Benefit (SB) sono state definite dal legislatore italiano mediante la Legge di Stabilità 2016 (L. 208/2015) quali «società che nell'esercizio di un'attività economica, oltre allo scopo di dividerne gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse». Si tratta dunque di aziende costituite in una delle forme giuridiche già precedentemente esistenti nel nostro ordinamento che, scegliendo di essere anche SB, oltre ad essere assoggettate alla propria disciplina, si impegnano a rispettare alcuni obblighi e a sottostare a certi vincoli legati alla dimensione sociale ed ambientale delle proprie attività, così come previsto, appunto, dalla normativa sulle SB.

Innanzitutto le SB devono prevedere nel proprio oggetto sociale descritto nello statuto delle specifiche finalità di "beneficio comune". Ciò significa che le strategie e l'attività produttiva devono in qualche modo perseguire effetti positivi o ridurre effetti negativi sui propri portatori di interessi, che possono essere persone, comunità, territori ed ambiente circostanti. Inoltre, tra i vari obblighi, si segnalano ad esempio quello del bilanciamento dell'interesse dei soci con quello degli altri *stakeholders*, così come l'obbligo di redigere una relazione annuale da allegare al bilancio d'esercizio che contenga la descrizione degli obiettivi legati al perseguimento del beneficio comune e la valutazione di impatto generato (Bellavite Pellegrini e Caruso 2020, 33 ss.).

La compresenza di una duplice finalità, vale a dire lo scopo di profitto e quello di beneficio comune, colloca le SB tra le cosiddette *hybrid organizations*, cioè organizzazioni che si contraddistinguono per il combinare peculiarità solitamente presenti in diverse tipologie aziendali, nello specifico obiettivi di profitto e di altra natura, segnatamente di tipo sociale ed ambientale (Secinaro *et al.* 2019). Mentre i primi sono tipici delle imprese, appunto aziende con scopo di lucro, i secondi sono più vicini alle finalità delle amministrazioni pubbliche e delle aziende *no-profit*. Se in passato era possibile individuare una

contrapposizione netta tra questi due tipi di realtà, va osservato come l'attuale contesto socio-economico si contraddistingua per una sovrapposizione di entità che presentano contemporaneamente caratteri riconducibili sia al mondo pubblico che a quello privato, testimoniando che il confine tra queste due tipologie di organizzazioni è divenuto decisamente labile ed incerto (Mussari 2017): si pensi, a titolo esemplificativo, alle aziende di gestione dei servizi pubblici locali, spesso costituite in forma di società di capitali, ma con soggetto economico interamente o prevalentemente pubblico, in quanto partecipate da uno o più enti locali; oppure alle imprese sociali, cioè entità private che esercitano attività produttive ed erogative senza scopo di lucro e per finalità solidaristiche e di utilità sociale. E proprio a questo proposito, con riferimento alle SB, è stato notato come «viene da alcuni riconosciuto a queste imprese – come organizzazioni ibride – un ruolo di natura pubblica, perché il loro agire è improntato al raggiungimento di finalità che travalicano i soli interessi imprenditoriali» (De Marchi *et al.* 2019).

Negli ultimi tempi è emerso in maniera sempre più evidente come subordinare gli impatti sociali ed ambientali alle *performance* economico-finanziarie possa generare problemi e ricadute negative sia per le comunità che per i singoli cittadini. Anche le imprese sempre più spesso adottano comportamenti e strategie che tengono conto del fatto che la redditività, da sola, non appare più in grado di garantire stabilità e, nel lungo andare, sopravvivenza all'azienda, se non si inseriscono nel concetto di equilibrio di lungo periodo anche le dimensioni sociali ed ambientali dei risultati aziendali e dell'impatto della sua attività. È noto, infatti, come anche in relazione alle aziende si sia di recente ampiamente diffuso il concetto di sostenibilità che poggia su tre pilastri: equilibrio economico, equità sociale e protezione ambientale (Purvis *et al.* 2019). Dunque complementarietà e convergenza tra la dimensione economico-finanziaria e quella ambientale e sociale, tratto caratterizzante le SB che, da un punto di vista economico-aziendale, possono essere considerate uno strumento utile ad aiutare le aziende a coniugare i propri obiettivi di profitto con finalità di carattere sociale ed ambientale. Tali obiettivi, inscindibilmente collegati tra loro e che si

legittimano e rinforzano a vicenda, sintetizzano e rappresentano la remunerazione dell'integrazione tra i diversi tipi di capitale investito, cioè economico, sociale e naturale (Alberti di Catenaja *et al.* 2022).

Accanto al fenomeno delle SB se ne pone un altro, nel nostro Paese come in altri, simile ma con delle precise differenze, che nell'economia di questo lavoro dedicato alle SB non può essere ignorato, per non generare fraintendimenti. Si tratta delle aziende che ottengono la qualifica di B-Corp a seguito di un processo di certificazione di impatto economico, sociale ed ambientale delle proprie strategie ed attività, rilasciata da un ente *no-profit* statunitense denominato B-Lab (Bcorporation.net). SB ed imprese dotate di certificazione B-Corp sono dunque, come sopra anticipato, realtà vicine negli intenti e nelle finalità, ma diverse sul piano formale. Infatti le SB, quale forma giuridica disciplinata dal nostro ordinamento, non devono aver ottenuto necessariamente la certificazione B-Corp (anche se ovviamente esistono realtà che si trovano in tale situazione), così come per ottenere la suddetta certificazione, peraltro diffusa in numerosi Paesi, non necessariamente si deve essere SB (Moggi *et al.* 2020).

Considerando che il fenomeno delle SB si sta diffondendo progressivamente nel nostro Paese – così come in altri, anche se la denominazione di SB è evidentemente diversa a seconda del Paese a cui ci si riferisce – l'obiettivo di questo studio è quello di capire se e come la ricerca scientifica di matrice economico-aziendale si stia interessando alle SB, individuando i principali filoni di ricerca sviluppati, le tematiche approfondite e le eventuali aree ancora scoperte. Per realizzare tale obiettivo è stata condotta una revisione sistematica della letteratura avente per oggetto i contributi scientifici pubblicati sia a livello nazionale che internazionale, i cui risultati sono riportati nei paragrafi che seguono.

2. *Analisi della letteratura nazionale*

Con riferimento alla letteratura italiana è stata realizzata una ricognizione dei lavori pubblicati sul tema delle SB con taglio economico ed economico-aziendale, con particolare riferimento

alle monografie e agli articoli pubblicati su riviste scientifiche. Come noto, infatti, purtroppo non esiste un unico portale o banca dati da cui attingere, quindi i risultati ottenuti potrebbero essere parziali.

Per quanto riguarda le monografie è stato utilizzato il sito OPAC SBN, contenente il catalogo del Servizio Bibliotecario Nazionale[1]. La ricerca, realizzata nel mese di maggio 2022, è stata fatta usando le stringhe "società benefit" e "benefit corporation"[2] nei vari campi del catalogo: dopo aver eliminato le parti di volume, perché solo una minima parte di esse è censita in maniera distinta dall'opera di cui fa parte, e le opere non scientifiche – ad esempio allegati a quotidiani nazionali e lavori dal taglio meramente operativo – sono rimaste 6 monografie, quelle riportate nella tabella che segue.

Tabella 1. Monografie

	autore	*titolo*	*editore*	*anno*
1	Boffa Danilo	Modelli emergenti di organizzazioni ibride orientate allo sviluppo sostenibile: le benefit corporation e le società benefit	Aracne	2021
2	Petrassi Marco Cristiano	Le società benefit: per le imprese pubbliche e private	Key	2021
3	Bellavite Pellegrini Carlo, Caruso Raul (a cura di)	Società Benefit: profili giuridici ed economico-aziendali	Egea	2020
4	Marasà Giorgio	Imprese sociali, altri enti del terzo settore, società benefit	Giappichelli	2019
5	De Donno Barbara, Ventura Livia	Dalla benefit corporation alla società benefit	Cacucci	2018
6	Ronco Simonetta	La società benefit tra profit e non profit	Editoriale Scientifica	2018

[1] Tale catalogo consente di effettuare ricerche bibliografiche i cui esiti riguardano i volumi posseduti da tutte le biblioteche partecipanti al Servizio Bibliotecario Nazionale, rete delle biblioteche italiane promossa dal Ministero della Cultura, dalle Regioni e dalle Università a cui aderiscono biblioteche statali, di enti locali, universitarie, di istituzioni pubbliche e private.

[2] Quest'ultima è la traduzione in inglese della prima stringa, utile per intercettare anche i contributi in lingua inglese.

I lavori meno recenti, ovviamente tutti successivi alla definizione della relativa normativa, sono di carattere giuridico; solo qualche anno dopo iniziano a comparire opere che approfondiscono profili economici ed aziendali delle SB.

Purtroppo rimangono fuori da questa analisi tutti i capitoli di libro inseriti in collettanee, per l'assenza di uno strumento che consenta di censirli in maniera sistematica, così come eventuali monografie che non contengano un riferimento esplicito alle SB nel titolo o nel soggetto inseriti nel catalogo nazionale.

Con riferimento agli articoli, invece, è stato usato il catalogo dell'Associazione ESSPER, che vede tra i suoi membri la maggior parte delle biblioteche universitarie e non, con interessi nell'ambito delle discipline economiche, delle scienze sociali, giuridiche e storiche. In questo caso la ricerca è stata fatta usando le stringhe "società benefit" e "benefit corporation" nel campo del titolo[3]: ciò ha restituito un risultato di 78 articoli, dai quali sono stati eliminati i lavori pubblicati in riviste non classificate come "scientifiche" dall'ANVUR, cioè non comprese nell'elenco di riviste scientifiche approvato dall'ANVUR per l'area 13 Scienze economiche e statistiche. Sono rimasti quindi 32 lavori. Dalla loro lettura è emerso come la maggioranza di questi (24) è dedicata ad approfondire vari aspetti di natura strettamente giuridica, mentre solo 8 sono focalizzati su analisi di tipo economico o aziendale (cfr. Tabella 2).

Emerge come il numero degli articoli, seppur ancora molto limitato, tenda a crescere nel tempo: infatti nel 2022 si registra il numero più alto di lavori (3), considerando che si tratta di un anno che, nel momento in cui si scrive, non è ancora concluso.

Alcuni contributi, dato che il fenomeno indagato è piuttosto recente, sono di tipo esplorativo e contribuiscono ad offrire una rappresentazione di quanto e come le SB si siano diffuse in Italia negli ultimi anni, affiancando alla numerosità delle stesse un'analisi delle principali caratteristiche come i settori in cui operano, la dimensione, la tipologia societaria e la distribuzione

[3] Purtroppo non è possibile fare ricerche diverse da quelle che si riferiscono ai campi "titolo" ed "autore" (come ad esempio per parole-chiave). Si segnala, inoltre, che l'adesione da parte delle biblioteche ad ESSPER è volontaria, quindi l'elenco estratto potrebbe essere incompleto.

geografica (Cantele *et al.* 2021; Balestra e Caruso 2022). In un caso ciò è analizzato anche a livello di singole realtà regionali (Brami 2019).

Tabella 2. Articoli su riviste scientifiche

	autore	*titolo dell'articolo*	*rivista*	*anno*
1	Alberti di Catenaja G., Berardi D., Tettamanzi M., Traini S.	Le società benefit e il servizio idrico integrato	Economia pubblica	2022
2	Balestra A., Caruso R.	Le società benefit in Italia. Tra bene comune e identità	Economia pubblica	2022
3	Busto P., Viola G.	Società Benefit: le prime esperienze lombarde nel settore delle public utility	Economia pubblica	2022
4	Misani N.	Perché e come essere B Corp o Società Benefit	Economia & management	2021
5	Cantele S., Troisi G., Campedelli B.	Le società Benefit in Italia: un'analisi sulla diffusione e sulle prassi di rendicontazione	Management Control	2021
6	Moggi S., Vernizzi S., Campedelli B., Cantele S.	Società Benefit e B Corporation. I vantaggi e gli aspetti critici di un nuovo modello di impresa	Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale	2020
7	Brami B.	Innovazione sociale e imprese che cambiano. Uno studio sulle società benefit del Veneto	Economia e società regionale	2019
8	De Marchi V., Di Maria E., Galeazzo A.	Modelli di business nelle imprese ad alto tasso di sostenibilità: un focus su b corp e società benefit in Italia	Economia e società regionale	2019

Altri studi cercano di identificare ed approfondire i caratteri del modello di *business* adottato dalle SB. Moggi *et al.* (2020), ad esempio, cercano di individuare i fattori che hanno portato le aziende a diventare SB o ad ottenere una certificazione B-Corp e le eventuali criticità. La loro analisi empirica evidenzia come tra i principali fattori vadano annoverati l'ottenimento di ritorni positivi diretti ai dipendenti, il miglioramento delle condizio-

ni sociali ed ambientali del territorio e della comunità locale, la possibilità di far parte di una rete non formale costituita da aziende con ideali di *business* simili (tra le quali può risultare più semplice collaborare), l'acquisizione di clienti particolarmente attenti alle ricadute sociali ed ambientali delle attività produttive aziendali. Tra le criticità si evidenziano invece la carenza di personale adeguatamente formato e dunque il sostenimento di costi sia espliciti che figurativi per realizzare la transizione verso una SB, così come la difficoltà nel concretizzare il proprio agire sostenibile, rendicontarlo e dimostrarlo, come richiesto nella relazione di impatto. Anche il lavoro di De Marchi *et al.* (2019) approfondisce, mediante un'analisi empirica, i principali tratti distintivi dei modelli di *business* delle SB o imprese certificate B-Corp: i risultati mettono in luce come tali imprese vadano a modificare le attività di marketing e più in generale tutta la comunicazione verso l'esterno, i processi informativi e le varie relazioni di filiera, cercando di coinvolgere attivamente i dipendenti e i principali *stakeholders* di riferimento.

Lo studio di Cantele *et al.* (2021) si inserisce in un altro filone indagato in letteratura, quello della rendicontazione. Questo articolo realizza un'analisi delle relazioni di impatto, documento reso obbligatorio dalla normativa per le SB, attraverso il quale tali società devono rendere conto agli *stakeholders* delle attività realizzate in funzione del raggiungimento dei predefiniti obiettivi di beneficio comune. Dall'analisi emerge che in alcuni casi gli obiettivi sono individuati in maniera generica, con commenti sintetici e puramente descrittivi, senza l'utilizzo di KPI (*key perfomance indicators*) per misurare il grado di raggiungimento degli obiettivi stessi. Questo inficia la completezza e accuratezza dei documenti, compromettendo anche la possibilità di effettuare delle comparazioni temporali.

Il tema delle SB viene trattato anche con riferimento ad aziende che operano nel campo dell'erogazione dei servizi pubblici (*public utilities*): è questo il caso di Alberti di Catenaja *et al.* (2022), in cui ci si focalizza sulle aziende del settore idrico integrato, per loro stessa natura fortemente legate al concetto di sostenibilità e dunque *benefit oriented*, considerando che gestiscono una risorsa naturale così importante. Di fatto queste

aziende, anche sulla base della normativa di settore, sono sempre più orientate a coniugare obiettivi di sostenibilità sociale ed ambientale con una efficiente gestione delle risorse economiche. Gli autori sostengono che lo strumento della SB può costituire per le *public utilities* un'importante opportunità, poiché tale scelta fornisce la possibilità di rinnovare la *mission* aziendale inviando un messaggio chiaro a tutti i consumatori-utenti portatori di interesse, esplicitando e formalizzando quell'attenzione ai temi della sostenibilità rivolti al perseguimento del beneficio collettivo che talvolta sono già insiti nell'orientamento strategico di tali aziende. In questo stesso filone di studi si inserisce anche il lavoro di Busto e Viola (2022), che danno conto delle prime esperienze di SB tra le *public utilities* della Lombardia: in alcuni casi la scelta è stata fatta al momento della costituzione, in altri invece si è trattato di uno strumento usato come "leva di crescita", per dare attuazione ad un percorso strategico già intrapreso in passato in termini di sostenibilità, attenzione all'ambiente e al territorio.

3. *Analisi della letteratura internazionale*

Per verificare quanto e come il tema delle SB è stato trattato a livello internazionale è stata condotta una ricerca nel database Scopus il 26 maggio 2022. In particolare, sono stati selezionati i lavori scientifici riferibili all'ambito tematico "Business, Management and Accounting", il cui titolo o le parole chiave includono la stringa "benefit corporation*" o "b-corp". L'utilizzo di tali criteri ha consentito di estrarre complessivamente 79 documenti, di cui: 60 articoli; 4 capitoli di libro; 4 conference paper; 4 note; 4 review; 2 libri; 1 editorial. Dei 60 articoli, uno è stato eliminato perché scritto in lingua spagnola. I 59 articoli restanti sono stati pubblicati dal 1999 al 2022 come indicato nella tabella sottostante, nella maggior parte dei casi (60% circa) pubblicati su riviste di fascia A in base agli elenchi ANVUR usati per l'Abilitazione Scientifica Nazionale (Area 13).

Questa la stringa e le selezioni successive:

(TITLE (“b-corp” OR “benefit corporation*”) OR KEY (“b-corp” OR “benefit corporation*”)) AND (LIMIT-TO (DOCTYPE, “ar”)) AND (LIMIT-TO (SUBJAREA, “BUSI”)) AND (LIMIT-TO (LANGUAGE, “English”))

Tabella 3. Anno pubblicazione articoli su riviste internazionali

anno	*numero articoli*
2022	10
2021	13
2020	10
2019	6
2018	5
2017	4
2016	3
2015	3
2014	2
2013	1
2012	1
1999	1
	59

Come già evidenziato, le SB e le B-Corps certificate sono organizzazioni impegnate, oltre che a realizzare un profitto, a valorizzare i potenziali impatti ambientali e sociali positivi generati della loro operatività. Considerando i loro possibili contributi alla responsabilità sociale d’impresa e allo sviluppo sostenibile, hanno ricevuto una crescente attenzione nella letteratura accademica internazionale. Con riferimento all’oggetto di analisi, alcuni lavori si focalizzano solo sulle SB o similari attivate in altri Paesi (Mion *et al.* 2021; Cetindamar 2018), mentre altri solo su aziende che hanno ottenuto la certificazione B-Corp (Nigri *et al.* 2020a; Bianchi *et al.* 2020).

Quasi tutti gli articoli analizzati hanno carattere empirico: in alcuni casi vengono usati metodi quantitativi, ad esempio modelli di regressioni e statistiche descrittive (Romi *et al.* 2018; Miller-Stevens *et al.* 2018; Gazzola *et al.* 2022), in altri qualitativi, ad esempio analisi di caso singolo e multiplo (Kurland

2018; Kurland e Schneper 2021; Wilburn e Wilburn 2014), ma comunque sono accomunati dall'intento di verificare alcuni specifici aspetti della concreta implementazione dello strumento normativo (SB o similari) o della certificazione B-Corp. In alcuni casi è possibile individuare un'area geografica ben definita, come un singolo Paese (Gazzola *et al.* 2022; Villela *et al.* 2021; Bianchi *et al.* 2020), mentre in altri ci si riferisce al contempo ad aziende operanti in diverse zone del mondo (Patel e Dahlin 2022; Kim 2021; Baudot *et al.* 2020; Hemphill e Cullari 2014).

La letteratura internazionale descrive le SB come organizzazioni che appartengono ad un quarto settore rispetto alle organizzazioni *no-profit*, *profit oriented* e le amministrazioni pubbliche (Stecker 2016). Viene definito anche "settore grigio" poiché costituito dalle imprese la cui missione oltrepassa gli scopi tradizionali, confondendo i confini tra il settore pubblico e quello privato (Coate e Mitschow 2015a; André 2012).

Le SB sono considerate un nuovo modello di *business* che incorpora esplicitamente una componente socialmente responsabile nella missione aziendale e offre agli investitori e ai clienti una forma aziendale più etica (Coate e Mitschow 2015b). Sono organizzazioni finalizzate a fornire valore sociale ai beneficiari della loro missione, utilizzando l'attività commerciale come fonte principale di reddito, in altri termini fanno affidamento ai mercati anziché alle donazioni o sovvenzioni per sostenersi e realizzare le proprie attività (Santos 2012). Secondo alcuni studiosi (Battilana e Lee 2014), le attività commerciali rappresentano un mezzo che le SB utilizzano per realizzare i propri fini sociali, mentre Secinaro *et al.* (2019) sottolineano la compresenza di una duplice finalità, vale a dire lo scopo di profitto e quello di beneficio comune. Baudot *et al.* (2020) sostengono che sono un mezzo attraverso il quale la responsabilità dei servizi pubblici e del benessere collettivo viene trasferita al settore privato insieme alle risorse pubbliche dedicate. Essi sottolineano che non si tratta soltanto di consentire alle aziende con scopo di lucro di ampliare i propri obiettivi per includere valore sociale, ma di esporre attività tradizionalmente svolte dalle istituzioni pubbliche o da enti *no-profit* alla disciplina di mercato. André (2012) evidenzia che le SB hanno delle caratteristiche che le rendono

concorrenti delle società tradizionali e possono minacciare la stessa economia di libero mercato che i loro sostenitori suggeriscono di incarnare. Secondo Hiller (2013), la SB è una nuova entità giuridica commerciale obbligata a perseguire il beneficio pubblico oltre ad avere la responsabilità di distribuire profitti agli azionisti. L'autore rileva come la crisi finanziaria abbia messo in luce quanto le aziende siano egocentriche e inconsapevoli del loro impatto sulla società e sull'ambiente, ciò anche a causa del diritto societario che ha ostacolato la piena presa in carico delle istanze sociali e ambientali, rispetto al primato degli azionisti e dei doveri di massimizzazione del profitto.

Con il crescente interesse per la certificazione delle attività di responsabilità sociale, sono iniziati gli studi per esaminare i processi di certificazione delle dei B-Corp. I primi lavori si sono concentrati sulla definizione e la spiegazione di cosa sono le B-Corp certificate e come si relazionano con la responsabilità sociale d'impresa (André 2012; Hiller 2013). Più recentemente, sono stati avviati studi per esaminare ciò che esse comunicano agli *stakeholders* e il valore che possono ottenere in cambio (Cooper e Weber 2020; Villela *et al*. 2021).

Kurland (2017) analizza il processo attraverso il quale un'azienda evolve per integrare sistematicamente i valori sociali con quelli commerciali nella sua identità e struttura. La chiara definizione di obiettivi e la loro misurazione e comunicazione nel tempo favorisce una maggiore comprensione da parte dei principali *stakeholders* degli impatti positivi prodotti dalle iniziative sociali ed ambientali (Kurlan, 2017). In un progetto di ricerca più ampio (Kurland 2018; Kurland e Schneper 2021), si analizza il fenomeno della transizione di un'impresa tradizionale in una SB in cui la proprietà viene acquisita dai dipendenti, evidenziando come tale forma organizzativa consenta di rafforzare la cultura della proprietà attraverso un impegno più importante all'interno dell'ambiente di lavoro.

Come già evidenziato nell'introduzione, per acquisire la certificazione B-Corp le aziende devono realizzare un *B Impact Assessment* (BIA). Kim (2021) lo descrive come uno strumento di valutazione che misura e monitora l'impatto complessivo dell'azienda nell'aprirsi a tanti piccoli e grandi cambiamenti, a

volte anche molto impegnativi, per seguire un approccio sempre meno estrattivo e sempre più rigenerativo. Lo studioso analizza i dati pubblicamente forniti da B-Lab che vanno dal 2007 all'inizio del 2020, fornendo lo stato dell'arte delle B-Corp certificate e de-certificate. I risultati mostrano che il tasso medio di abbandono delle B-Corp è del 23,7% e la maggior parte delle de-certificate ha meno di 10 dipendenti. Le aziende che nel corso dell'analisi erano certificate avevano un punteggio BIA complessivo più alto rispetto alle aziende de-certificate.

Fonseca *et al.* (2021) mostrano l'impatto della certificazione B-Corp su *governance*, lavoratori, comunità, ambiente e clienti, anche in relazione alla presenza di una certificazione ISO 9001 o ISO 14001. I risultati indicano che le società B-Corp certificate ISO hanno punteggi statisticamente più elevati per la dimensione ambiente ma sono inconcludenti, o addirittura contraddittorie, per le altre dimensioni osservate. Tuttavia, è dimostrato che le aziende analizzate, certificate B Corp e ISO, guidate da diverse missioni e modelli di *business*, contribuiscono a realizzare obiettivi di responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile.

Fra le altre tematiche affrontate nella letteratura internazionale sono diversi i lavori che si concentrano sull'analisi dei *business model* che caratterizzano le aziende che hanno intrapreso questo tipo di percorso, focalizzandosi in modo particolare sulle strategie. Stubbs (2019) ad esempio utilizza il concetto di innovazione per la sostenibilità, attraverso il quale interpreta ed approfondisce la certificazione B-Corp. Con l'analisi di un caso, l'autore esamina le strategie, la struttura e l'operatività di un'azienda certificata per verificare come riuscire concretamente a "riconciliare" tensioni economiche, sociali ed ambientali. I risultati hanno evidenziano come il profilo ambientale sia in realtà ancora poco considerato, mentre gli aspetti sociali ed economici sono fortemente integrati in alcune pratiche (es. reclutamento e marketing), ma lo sforzo di bilanciamento tra questi due elementi ha creato tensioni e conflitti in altre aree che l'azienda non sempre è riuscita a ben governare. Anche lo studio di Tabares (2021) si focalizza sulla tematica del *business model* delle aziende con certificazione B-Corp, identificandone un archetipo di tipo "ibrido" basato essenzialmente su tre ele-

menti, quali la proposta di valore verso l'esterno (output), la creazione e distribuzione del valore e la realizzazione del valore per l'azienda.

Carvalho *et al.* (2022) considerano la certificazione B-Corp come uno strumento valido per supportare le piccole e medie imprese (PMI) nell'adozione di pratiche sostenibili. Infatti, la valutazione del *benefit impact*, come parte del processo di certificazione, influenza positivamente la scelta degli obiettivi e delle pratiche gestionali, nonché favorisce lo sviluppo delle capacità operative. Tuttavia, per migliorare l'efficacia della certificazione B-Corp, gli studiosi consigliano di renderla ancora più adattabile ai diversi contesti geografici e sociali e di aumentare la focalizzazione sui modelli di *business* capaci di generare un impatto.

Blasi e Sedita (2022) propongono un'analisi delle connessioni tra concetti considerati affini che riguardano le imprese sostenibili, come B-Corp, organizzazione ibrida, *benefit corporation* e responsabilità sociale d'impresa. Attraverso un'analisi dei *social network*, si sostiene una visione relazionale della ricerca sulle B-Corp, proponendo una tassonomia di concetti e terminologie incentrata su questa forma organizzativa emergente.

Ciò che è emerso dai risultati della ricerca di Nigri *et al.* (2020a) è che c'è un cambiamento nei modelli di *governance* secondo cui le organizzazioni *non profit* stanno entrando nel settore *profit oriented* e queste ultime stanno ampliando la loro missione per includere obiettivi sociali e ambientali. Con uno studio esplorativo, gli autori verificano che gli indicatori BIA e i meccanismi di *accountability* sono utilizzati per supportare le decisioni del team dirigenziale, consentendo alle aziende osservate di valutare dove si trovano e dove vogliono andare. Mentre, con uno studio longitudinale realizzato in una B-Corp gli stessi autori evidenziano la presenza di una leadership virtuosa (Nigri *et al.* 2020b).

Tra gli articoli analizzati ce ne sono alcuni che indagano la relazione tra il fatto di essere SB o di avere la certificazione B-Corp e l'impatto sulle *performance* economico-finanziarie: questo è il caso di Patel e Dahlin (2022), che si domandano se essere una B-Corp può essere associato a un elevato livello di *performance* economico-finanziarie. Si tratta di un tema interessante

perché la maggiore attenzione agli aspetti sociali e ambientali indotta dal percorso di certificazione potrebbe provocare una diminuzione di interesse per i risultati economici, elemento che potrebbe creare tensioni tra gli azionisti. I risultati dell'analisi empirica realizzata dagli autori non sono molto incoraggianti, poiché sembra che la certificazione B-Corp non comporti, almeno nel breve periodo, un incremento di redditività e stabilità finanziaria. Anche Gazzola *et al.* (2019) esplora la relazione che esiste fra le cinque differenti aree di impatto considerate rilevanti ai fini della certificazione (*governance*, lavoratori, comunità, ambiente e clienti) e l'utile netto in un gruppo di aziende certificate italiane. I risultati mostrano che esiste una relazione tra i punteggi BIA e le *performance* economiche soltanto all'interno di specifiche categorie di imprese.

Anche lo studio di Romi *et al.* (2018) si inserisce in questo filone di studi: in particolare, gli autori si chiedono se le strategie intraprese dalle B-Corps siano efficaci nell'influenzare positivamente due specifici aspetti delle *performance* economico-finanziarie, quali la produttività dei dipendenti ed il fatturato. I risultati sono contrastanti: dall'indagine empirica condotta su un campione di B-Corp e su un campione di aziende non certificate emerge come, mentre con riferimento al tasso di crescita del fatturato ci sia un riscontro significativamente positivo delle B-Corp rispetto alle aziende che non hanno intrapreso il percorso di certificazione, i livelli di produttività del lavoro sono invece sostanzialmente gli stessi.

Nell'ambito del tema delle *performance* economico-finanziarie è interessante sottolineare quanto riferito da Stecker (2016) che, nel descrivere la storia, l'obiettivo e i pro e contro di questa nuova struttura organizzativa, evidenzia come lo *status* di SB, oltre ad offrire agli investitori e ai consumatori opzioni più socialmente responsabili, fornisce delle tutele legali al management aziendale, che è chiamato a bilanciare l'impatto sociale e ambientale con i rendimenti per gli azionisti. Ciononostante, permane la responsabilità del *management* di prestare attenzione ai vincoli normativi, senza imporre un rischio troppo alto o un onere indebito su azionisti, imprenditori sociali e altri investitori.

Altre ricerche si concentrano sulle *performance* non finanziarie. Lo studio di Liute e De Giacomo (2022) analizza le *performance* ambientali di un campione di aziende operanti in due settori particolarmente sensibili dal punto di vista ambientale, quali quello manufatturiero e quello del *retail*. Tramite un approccio di ricerca induttivo che combina metodi qualitativi e quantitativi, gli autori si chiedono se l'ottenimento della certificazione B-Corp porti effettivamente ad elevate *performance* ambientali: i risultati mostrano che le aziende analizzate tendono ad avere migliori *performance* sociali rispetto a quelle ambientali, e che non sempre la certificazione B-Corp può essere considerata una garanzia contro il fenomeno del *greenwashing*. Tali pratiche riguardano le aziende che mostrano una dedizione casuale alle iniziative sociali senza modificare le proprie strutture organizzative per garantire un reale e durevole impegno a favore della sostenibilità. Sulla stessa linea André (2012) secondo cui a causa della debolezza degli standard di responsabilità e dei meccanismi di applicazione, paradossalmente, è possibile che la normativa incoraggi il *greenwashing* aziendale e la concorrenza tra le società "benefiche" rispetto alle "altre". Diversamente, Wilburn e Wilburn (2014) e Stecker (2016) ritengono che l'uso del logo B-Corp dimostri trasparenza nella comunicazione e promuova un rapporto di fiducia con gli *stakeholders*, limitando il fenomeno del *greenwashing*.

Grove *et al.* (2020) si chiedono se le aziende che si sono impegnate a favore del capitalismo degli *stakeholder*s rispettino realmente i propri impegni. I risultati mostrano che non sempre sono riuscite a fornire cambiamenti fondamentali nell'oggetto sociale, anche se hanno implementato alcune strategie a favore degli *stakeholders* stessi. Inoltre, gli studiosi raccomandano ai consigli di amministrazione di prevedere il cambiamento delle strutture aziendali per favorire l'implementazione di modelli di *business* innovativi, capaci di rendere le società responsabili e trasparenti nei confronti delle parti interessate.

I diversi obiettivi perseguiti dalle SB non sono sempre allineati, creando così un rischio per il successo della missione sociale perseguita. Inoltre, le SB sono anche responsabili nei confronti di molteplici *stakeholders* che possono avere obiettivi

diversi. A ciò si aggiunge un problema di rilevazione dei risultati prodotti, mentre i metodi di valutazione delle *performance* economico-finanziarie sono ben consolidati, la valutazione delle *performance* sociali e ambientali generalmente manca di standardizzazione e comparabilità. Alla luce di quanto indicato sopra, Ebrahim *et al.* (2014) evidenziano che un compito chiave della *governance* è garantire un corretto allineamento delle finalità e definire le priorità di interessi diversi e talvolta discordanti. A ciò si lega il tema del conflitto fra i manager impegnati nell'adottare i principi cardine della *stakeholder theory* con i membri dei consigli di amministrazione più attenti a seguire un approccio basato sulla *shareholder primacy*. Secondo Jonsen (2016), nell'affrontare il conflitto tra il primato degli azionisti e una visione più ampia dell'azienda che si faccia carico delle aspettative degli *stakeholders*, nelle SB si dovrebbe catalizzare la creazione di valore condiviso per le imprese e la società, attenuando l'attenzione agli interessi degli azionisti. In questo senso, Hemphill e Cullari (2014) sottolineano l'importanza di coinvolgere gli *stakeholders* – diversi dagli azionisti – nella *governance* delle SB e di riferire annualmente sulle *performance* sociali e ambientali complessive. Gli stessi autori evidenziano che tale obbligo di rendicontazione condizionerà inevitabilmente sia il consiglio di amministrazione che il *management* nel processo decisionale esecutivo per quanto riguarda l'allocazione delle risorse tra le varie parti interessate.

Per avere successo, le SB richiedono investimenti dai mercati dei capitali e un trattamento favorevole da parte delle istituzioni pubbliche, pertanto, è probabile che il loro potenziale successo dipenda dall'interesse generale degli investitori privati e dei cittadini, nonché dalla capacità delle SB di comunicare il successo delle loro iniziative. Con l'evoluzione di questo modello organizzativo, i sistemi contabili devono essere in grado di misurare e segnalare al mercato sia i profitti che i benefici sociali prodotti (Coate e Mitschow 2015b). Ciò è importante rispetto agli investitori interessati alla realizzazione dell'obiettivo sociale, che devono poter contare su un'informativa affidabile per valutare l'investimento e fare una scelta rispetto ad altre forme di impiego alternative. Ma è altrettanto importante rispetto ai cittadini

che, informati delle *performance* sociali prodotte dalla SB, possono influenzare l'opinione pubblica e spingere le amministrazioni pubbliche a supportare modelli di *business* sostenibili che incorporano una missione sociale (Stubbs 2019). Ciò è coerente con i risultati prodotti empiricamente da Cooper e Weber (2020), secondo cui gli investitori esaminano le comunicazioni delle SB poiché le considerano affidabili e rilevanti, quindi capaci di condizionare le loro decisioni di investimento.

4. *Conclusioni*

Il presente lavoro ha inteso offrire un contributo all'approfondimento del fenomeno delle SB, strumento recentemente introdotto dal legislatore italiano, che ha iniziato solo da qualche anno a produrre i sui effetti. In particolare è stata svolta una revisione sistematica della letteratura scientifica nazionale ed internazionale per capire se e come la ricerca scientifica di matrice economico-aziendale si sia interessata alle SB, individuando le tematiche approfondite e i principali filoni di ricerca sviluppati.

Dai risultati emerge come i contributi presenti in letteratura non siano ancora molti, anche se la tendenza sembra essere crescente. I lavori nazionali sono sotto il profilo quantitativo inferiori a quelli pubblicati su riviste internazionali; inoltre, bisogna tener conto del fatto che non in tutti i Paesi, anche europei, esistono strumenti normativi analoghi a quelli descritti.

Una questione che emerge a seguito dell'analisi della letteratura condotta riguarda il ruolo degli *stakeholders* e l'opportunità di coinvolgerli nella pianificazione strategica di un'azienda. Questo concetto è fortemente legato alla possibilità di identificare delle finalità di natura economica che non trascurino i principi della sostenibilità sociale e ambientale inglobati all'interno di modelli di *business* innovativi. Un aspetto che assume particolare rilevanza, poiché prende in esame la necessità di verificare condizioni di equilibrio economico-finanziario, valori sociali e sostenibilità ambientale.

Un altro aspetto importante riguarda la necessità per gli investitori socialmente consapevoli di avere accesso ad informazioni affidabili per poter scegliere il modello organizzativo

di SB o B-Corp, rispetto a forme alternative di investimento. Inoltre, i consumatori e i cittadini in generale devono poter accedere ad informazioni attendibili per valutare l'opportunità di acquistare beni e servizi da queste aziende, nella convinzione di poter offrire un contributo alla realizzazione di obiettivi sociali e ambientali; al contempo potrebbero esercitare delle pressioni sui *policy-makers*, che devono decidere se sostenere modelli di impresa sostenibili e innovativi. La questione della misurazione e comunicazione degli impatti prodotti deve tuttavia tener conto del fatto che sarà necessario attendere ancora del tempo per determinare l'impatto a lungo termine prodotto da queste forme organizzative e per stabilire se i relativi modelli di *business* avranno successo sul mercato.

Dalla letteratura analizzata emerge anche l'importanza di proseguire lo studio e l'approfondimento del fenomeno delle SB e delle B-Corp, anche mediante indagini empiriche, per verificare che non si tratti di strumenti di "facciata", adoperati per mettere in atto pratiche di *greenwashing*. Più in generale si evidenzia come l'analisi del fenomeno indagato, certamente di carattere interdisciplinare, sia in una fase di espansione e necessiti di ulteriori approfondimenti. Con la diffusione di *best practices* orientate alla sostenibilità, sarà possibile supportare sia quelle aziende che sempre più numerose intraprendono un percorso verso un *modus operandi* attento agli impatti della propria attività sul territorio e sulla società, sia i decisori pubblici, che attraverso apposite politiche possono incentivare e sostenere le imprese in questo tipo di transizione.

Bibliografia

G. Alberti di Catenaja, D. Berardi, M. Tettamanzi, S. Traini (2022), *Le società benefit e il servizio idrico integrato*, «Economia Pubblica», 1, pp. 141-166

R. André, (2012), *Assessing the Accountability of the Benefit Corporation: Will This New Gray Sector Organization Enhance Corporate Social Responsibility?*, «Journal of Business Ethics», 1, pp. 133-150

A. Balestra, R. Caruso (2022), *Le società benefit in Italia. Tra bene comune e identità*, «Economia Pubblica», 1, pp. 117-139

J. Battilana, M. Lee (2014), *Advancing Research on Hybrid Organizing. Insights from the Study of Social Enterprises*, «Academy of Management Annals», 8, pp. 397-441

L. Baudot, J. Dillard, N. Pencle (2020), *The Emergence of Benefit Corporations: a Cautionary Tale*, «Critical Perspectives on Accounting», 67-68, 102073

C. Bellavite Pellegrini, R. Caruso, a cura di (2020), *Società Benefit. Profili giuridici ed economico-aziendali*, Milano, Egea, 2020

C. Bianchi, V. Reyes, V. Devenin (2020), *Consumer Motivations to Purchase from Benefit Corporations (B Corps)*, «Corporate Social Responsibility and Environmental Management», 27, pp. 1445-1453

S. Blasi, S. R. Sedita (2022), *Mapping the Emergence of a New Organisational Form: an Exploration of the Intellectual Structure of the B Corp Research*, «Corporate Social Responsibility and Environmental Management», 29, pp. 107-123

B. Brami (2019), *Innovazione sociale e imprese che cambiano. Uno studio sulle società benefit del Veneto*, «Economia e Società Regionale», 2, pp. 96-107

P. Busto, G. Viola (2022), *Società Benefit: le prime esperienze lombarde nel settore delle public utility*, «Economia Pubblica», 1, pp. 167-174

S. Cantele, G. Troisi, B. Campedelli, Bettina (2021), *Le società Benefit in Italia: un'analisi sulla diffusione e sulle prassi di rendicontazione*, «Management Control», 2, pp. 107-126

B. Carvalho, A. Wiek, B. Ness (2022), *Can B Corp Certification Anchor Sustainability in SMEs?*, «Corporate Social Responsibility and Environmental Management», 29, pp. 293-304

D. Cetindamar, C. G. Ntim (2018), *Designed by Law: Purpose, Accountability, and Transparency at Benefit Corporations*, «Cogent Business & Management», 1, pp. 1-14

C.J. Coate, M.C. Mitschow (2015a), *A Moral Argument for Benefit Corporations as an Alternative to Government Social Services*, in *The Ethical Contribution of Organizations to Society*, Bingley, Emerald Group Publishing Limited, pp. 71-92

C.J. Coate, M.C. Mitschow (2015b), *Benefit Corporations as a Socially Responsible Business Model: the Role of Accounting*, in *Research on Professional Responsibility and Ethics in Accounting*, Bingley, Emerald Group Publishing Limited, pp. 129-147

L.A. Cooper, J. Weber (2021), *Does Benefit Corporation Status Matter to Investors? An Exploratory Study of Investor Perceptions and Decisions*", «Business and Society», 4, pp. 979-1008

V. De Marchi, E. Di Maria, A. Galeazzo (2019), *Modelli di business nelle*

imprese ad alto tasso di sostenibilità: un focus su B-Corp e Società Benefit in Italia, «Economia e Società Regionale», 2, pp. 85-95

A. Ebrahim, J. Battilana, J. Mair (2014), *The Governance of Social Enterprises: Mission Drift and Accountability Challenges in Hybrid Organizations*, «Research in Organizational Behavior», 34, pp. 81-100

L. Fonseca, V. Silva, J. C. Sá, V. Lima, G. Santos, R. Silva (2022), *B Corp versus ISO 9001 and 14001 Certifications: Aligned, or Alternative Paths, towards Sustainable Development?* «Corporate Social Responsibility and Environmental Management», 29, pp. 496-508

P. Gazzola, S. Amelio, D. Grechi, C. Alleruzzo (2022), *Culture and Sustainable Development: the Role of Merger and Acquisition in Italian B Corps*, «Corporate Social Responsibility and Environmental Management», 5, pp. 1546-1559

P. Gazzola, D. Grechi, P. Ossola, E. Pavione (2019), *Certified Benefit Corporations as a New Way to Make Sustainable Business: the Italian Example*, «Corporate Social Responsibility and Environmental Management», 6, pp. 1435-1445

H. Grove, M. Clouse, T. Xu (2020), *Stakeholder Capitalism Strategies and Opportunities for Corporate Governance*, «Journal of Governance and Regulation», 9, pp. 59-68

T.A. Hemphill, F. Cullari (2014), *The Benefit Corporation: Corporate Governance and the For-Profit Social Entrepreneur*, «Business and Society Review», 4, pp. 519-536

J. Hiller (2013), *The Benefit Corporation and Corporate Social Responsibility*, «Journal of Business Ethics», 118, pp. 287-301

R.H. Jonsen (2016), *Other-Constituency Theories and Firm Governance: is the Benefit Corporation Sufficient?*, «Journal of Management, Spirituality & Religion», 4, pp. 288-303

Y. Kim (2021), *Certified Corporate Social Responsibility? The Current State of Certified and Decertified B Corps*, «Corporate Social Responsibility and Environmental Management» 6, pp. 1760-1768

N.B. Kurland (2017), *Accountability and the Public Benefit Corporation*, «Business Horizons», July/August 2017, pp. 519-528

N.B. Kurland (2018), *ESOP plus Benefit Corporation: Ownership Culture with Benefit Accountability*, «California Management Review», 4, pp. 51-73

N.B. Kurland, W. D. Schneper (2021), *A Social Enterprise's Hybridizing Journey to Reconcile Goals and Structure with Identity*, «Journal of Social Entrepreneurship», pp. 1-26

A. Liute, M.R. De Giacomo (2022), *The Environmental Performance of UK-based B Corp Companies: an Analysis Based on the Triple Bottom*

Line Approach, «Business Strategy and the Environment», 3, pp. 810-827

K. Miller-Stevens, J. Taylor, J.C. Morris, S.E. Lanivich (2018), *Assessing Value Differences between Leaders of Two Social Venture Types: Benefit Corporations and Nonprofit Organizations*, «Voluntas: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations», 5, pp. 938-950

G. Mion, C.R. Loza Adaui, A. Bonfanti (2021), *Characterizing the Mission Statements of Benefit Corporations: Empirical Evidence from Italy*, «Business Strategy and the Environment», 4, pp. 2160-2172

N. Misani (2021), *Perché e come essere B Corp o Società Benefit*, «Economia & Management», 1, pp. 26-30

S. Moggi, S. Vernizzi, B. Campedelli, S. Cantele (2020), *Società Benefit e B Corporation. I vantaggi e gli aspetti critici di un nuovo modello di impresa*, «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», 5/8, pp. 152-167

R. Mussari (2017), *Economia delle amministrazioni pubbliche*, 2a ed., Milano, McGraw-Hill

G. Nigri, M. Del Baldo, A. Agulini (2020a), *Governance and Accountability Models in Italian Certified Benefit Corporations*, «Corporate Social Responsibility and Environmental Management», 5, pp. 2368-2380

G. Nigri, M. Del Baldo, A. Agulini (2020b), *The Mondora Method: Quantum Leaders in Benefit Corporations*, «Entrepreneurship Research Journal», 4, pp. 1-25

P.C. Patel, P. Dahlin (2022), *The Impact of BCorp Certification on Financial Stability: Evidence from a Multi-Country Sample*, «Business Ethics, Environment and Responsibility», 1, pp. 177-191

B. Purvis, Y. Mao, D. Robinson (2019), *Three Pillars of Sustainability: in Search of Conceptual Origins*, «Sustainability Science», 14, pp. 681-695

A. Romi, K.A. Cook, H.R. Dixon-Fowler (2018), *The Influence of Social Responsibility on Employee Productivity and Sales Growth: Evidence from Certified BCorps*", «Sustainability Accounting, Management and Policy Journal», 4, pp. 392-421

F.M. Santos (2012), *A Positive Theory of Social Entrepreneurship*, «Journal of Business Ethics», 111, pp. 335-351

S. Secinaro, L. Corvo, V. Brescia, D. Iannaci (2019), *Hybrid organizations: a Systematic Review of the Current Literature*, «International Business Research», 11, pp. 1-21

M. Stecker (2016), *Awash in a Sea of Confusion: Benefit Corporations, Social Enterprise, and the Fear of Greenwashing*, «Journal of Economic Issues», 2, pp. 373-381

W. Stubbs (2019), *Strategies, Practices, and Tensions in Managing Business Model Innovation for Sustainability: the Case of an Australian BCorp*, «Corporate Social Responsibility and Environmental Management», 5, pp. 1063-1072

S. Tabares (2021), *Certified B Corporations: an Approach to Tensions of Sustainable-Driven Hybrid Business Models in an Emerging Economy*, «Journal of Cleaner Production», 317, 128380

M. Villela, S. Bulgacov, G. Morgan (2021), *B Corp Certification and its Impact on Organizations over Time*, «Journal of Business Ethics», 2, pp. 343-357

K. Wilburn, R. Wilburn (2014), *The Double Bottom Line: Profit and Social Benefit*, «Business Horizons», 1, pp. 11-20

Stefano Deriu, Barbara Fidanza, Clio Ciaschini, Claudio Socci

La produzione e la numerosità delle imprese al tempo del COVID-19: il caso della regione Marche

Abstract. La recente pandemia da COVID-19 ha innescato un processo di attuazione relativo ad interventi da parte dei Governi Centrali e Locali, finalizzati al contenimento del contagio tra persone, attraverso misure che hanno posto un freno al sistema produttivo ed al contempo alla crescita della domanda aggregata. L'impatto economico è di ampia portata, con effetti diretti, indiretti ed indotti, dovuti soprattutto alla maggiore interconnessione tra le attività produttive e i settori istituzionali; in particolar modo, l'impatto economico si accentua nei territori nei quali l'economia è legata per gran parte all'attività non agili e non differibili nel consumo e nell'accumulazione. Il punto cruciale nel predisporre gli interventi di policy, di breve e medio termine, è rappresentato dalla stima ex ante dell'impatto che tali misure avranno sul sistema economico al fine di quantificare la capacità anche se solo potenziale che tali strumenti hanno di accelerare e reindirizzare la ripresa economica. In questo lavoro, attraverso l'applicazione di un modello CGE statico calibrato sulla SAM costruita per la regione Marche, si propone un'analisi di stima dell'effetto del DPCM del 22 marzo 2020 e successivi decreti sul sistema economico regionale al fine di ottenere un impatto potenziale del COVID-19 sui principali aggregati macroeconomici e mettendoli in relazione con altri indicatori quale ad esempio la numerosità delle imprese. L'obiettivo di questo lavoro è di evidenziare l'effetto economico delle politiche di contenimento e allo stesso tempo di individuare eventuali avvii di processi strutturali di rinnovamento nelle attività produttive chiave, semplicemente accelerati dalla pandemia.

Keywords. Pandemia, COVID-19, CGE, SAM.

Codici JEL. C68, D58, E2, E16.

1. *Introduzione*

La pandemia da COVID-19 ha determinato l'adozione di interventi normativi volti al contrasto del contagio con finalità prettamente di sanità pubblica e cura della salute personale. I disposti legislativi hanno riguardato limitazioni della libertà individuale degli individui e interruzione delle produzioni classificabili come non essenziali. L'imposizione del *lockdown* sull'intero territorio nazionale ha stabilito comunque blocchi diversificati a livello locale la cui conseguenza richiederà un'analisi territoriale specifica. In altri termini, già nella fase di definizione dei processi produttivi oggetto del blocco si modellano effetti potenzialmente differenziati sull'economia regionale. Nonostante il forte grado di integrazione tra i processi produttivi e dell'utilizzazione del reddito, a livello locale e nazionale, gli effetti negativi possono essere fortemente localizzati soprattutto nelle regioni a forte vocazione verso la produzione di beni e servizi irripetibili. Bloccare la produzione di beni e servizi la cui domanda non può essere posticipata implica già una riduzione rilevante di output che avrà un effetto localizzato internamente o esternamente in funzione della catena della produzione a monte e a valla. Inoltre, la limitazione dello spostamento comporta allo stesso tempo anche una riduzione di domanda finale interna e esterna alla regione.

In un'economia regionale caratterizzata da una struttura produttiva trainata da alcune attività chiave, delle quali si discuterà in seguito, il *lockdown* genera un impatto diversificato che può avere ripercussioni indirette anche su tutte le altre attività non oggetto di blocco, viste le forti interdipendenze intersettoriali.

La recente letteratura mostra l'utilizzo di una molteplicità di modelli per cercare di catturare al meglio l'effetto economico derivante dalla pandemia. Dal lato statistico si evidenzia l'utilizzo dei modelli SIR1 (Atkeson 2020; Stock 2020) attraverso i quali vengono stimati i potenziali costi economici sulla base di

[1] Il Modello SIR è un modello di Markov compartimentale della diffusione di un'epidemia in una popolazione in cui la popolazione totale è suddivisa in categorie di soggetti sensibili alla malattia (S), attivamente infettati dalla malattia (I), recuperati (o morti) e non più contagiosi (R).

diverse ipotesi relative all'evoluzione del virus. Il modello SIR è stato esteso agli aspetti macroeconomici (Eichenbaum *et al.* 2020) inserendo il calo dei consumi e delle ore lavorate, al fine di ridurre la probabilità di essere infettati; pertanto, attraverso questo modello si evidenzia il trade-off tra politiche di contenimento e crisi economica. Ulteriori elaborazioni relative all'analisi economica sono state effettuate attraverso l'utilizzo dei modelli costi-benefici (Scherbina 2020), nella quale vengono valutate le politiche di contenimento della pandemia attraverso l'analisi dei costi e dei benefici riconducibili alle stesse. Un ulteriore contributo è stato proposto attraverso l'utilizzo dei modelli DSGE (McKibbin e Fernando 2021) che ripropongono l'equilibrio economico generale con metodologia stocastica, e quindi di tipo *top-down*, dove i parametri del modello sono di solito stimati o scelti in modo da far sì che le dinamiche del modello riportino similmente i dati macroeconomici di *benchmark*. I modelli appena esposti non tengono tuttavia in considerazione le interdipendenze settoriali, con particolare attenzione alla formazione e redistribuzione del reddito tra settori istituzionali. In tale ottica, volendo valutare le conseguenze del *lockdown* per tipologia di prodotto sull'economia regionale delle Marche, risulta rilevante procedere con una strumentazione particolare volta a descrivere l'intero flusso circolare del reddito disaggregato per i vari operatori che caratterizzano la sfera della produzione, quella della distribuzione e dell'utilizzazione.

Un modello di equilibrio economico generale computabile (CGE) calibrato su una *Social Accounting Matrix* (SAM) è sicuramente funzionale a valutare l'impatto economico del COVID-19 (Smith *et al.* 2011) avendo il vantaggio di procedere con un innesto selettivo del blocco dal lato dell'offerta (Cutler e Davies 2020) a cui si associa una contrazione della domanda finale anche in termini spaziale tra interno ed esterno alla regione Marche (Partridge e Rickman 2010). Tale approccio offre un quadro completo in grado di valutare l'impatto economico e sociale delle politiche sia in termini diretti che indiretti (Socci 2004); in particolare l'analisi multisettoriale offre la possibilità di identificare il contributo di ogni settore alla generazione di reddito e come esso viene ripartito tra i fattori primari. Inoltre,

permette di rilevare come il reddito viene allocato ai settori istituzionali e quindi alla domanda finale (Severini *et al.* 2019). Gli effetti saranno quindi distribuiti all'interno e all'esterno del territorio regionale, evidenziando la formazione del flusso circolare del reddito. I modelli CGE sono ampiamente utilizzati per analizzare gli effetti di politica economica nei settori del commercio, della fiscalità, della spesa pubblica, del mercato del lavoro, ma anche dei disastri naturali e causati dall'uomo, dall'ambiente alle crisi finanziarie (Pretaroli *et al.* 2018).

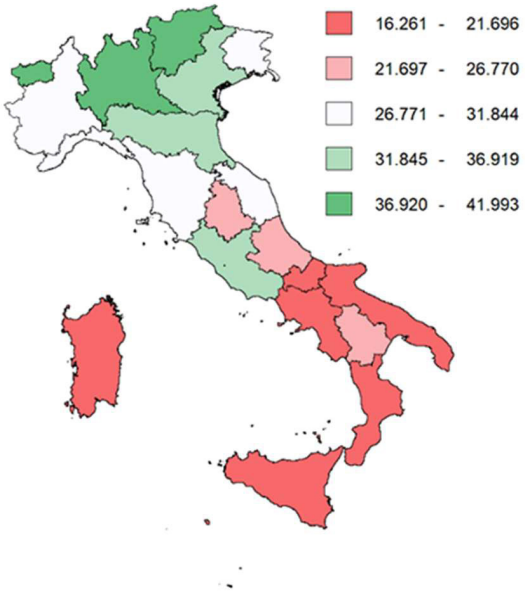
Oggetto di questo studio pertanto è la regione Marche in cui si tenta di valutare l'effetto del blocco produttivo differenziato per attività produttiva locale. Si mette in evidenza la forte ricaduta della domanda interna legata principalmente ai prodotti tradizionali a cui si associa un rilevante rallentamento della domanda finale esterna, resto d'Italia e resto del Mondo.

2. *Il quadro macroeconomico regionale*

La regione Marche rappresenta una delle regioni più industrializzate del territorio nazionale, perlopiù caratterizzata da un sistema industriale basato sulla manifattura sulla forma funzionale della piccola impresa, prevalentemente autoctone. Nel tempo la regione ha vissuto un profondo cambiamento del tessuto produttivo, trasformandola da realtà agricola a manifatturiera (calzature, abbigliamento, mobili), generando imprese d'eccellenza riconosciute a livello internazionale, tanto da inquadrarla come modello economico di sviluppo, il cosiddetto «Modello Marche».

L'economia marchigiana ha tuttavia subito una flessione nell'ultimo decennio, in concomitanza della crisi economica verificatasi a partire dal 2008, e successivamente in relazione alla «Quarta rivoluzione industriale», basata sostanzialmente sull'integrazione di nuove tecnologie produttive con lo scopo di migliorare le condizioni di lavoro, aumentare la produttività e la sua qualità. In quest'ottica, il tessuto produttivo regionale sembra non essere coerente con il nuovo modello di sviluppo; il «Modello Marche» infatti è caratterizzato principalmente da processi produttivi basati su un basso contenuto tecnologi-

Fig. 1. PIL reale pro-capite delle regioni italiane nel 2019 (in euro) (Valori concatenati anno di riferimento 2015) [Fonte: ISTAT]



co, e da fattori di competitività nella gran parte dei casi slegati dall'applicazione di conoscenze scientifiche, e creati attraverso l'esperienza e il *learning by doing*. Il dibattito economico si sta quindi spostando sull'idea di abbandonare il «Modello Marche»[2] e sulle modalità di ripartenza per una nuova fase di espansione industriale basata sull'evoluzione delle tecnologie. Il quadro macroeconomico regionale conferma quanto appena messo in evidenza. Nel 2019 le Marche registrano un PIL reale pari a 40.993 milioni di euro[3], e contribuisce alla formazione del PIL nazionale per il 2,37%. Con una popolazione al 1° gennaio 2020 pari a 1.512.672 di abitanti il PIL reale pro-capite ammonta a 27.100 euro.

[2] <https://www.disva.univpm.it/sites/www.disva.univpm.it/files/disva/rassegna%20stampa/2017/giugno/26giu17_CA_marche-1.pdf>, ottobre 2023.

[3] Fonte: dati.istat.it.

Fig. 2. PIL reale pro-capite nelle regioni italiane nel 2019
(Valori concatenati anno di riferimento 2015) [Fonte: ISTAT]

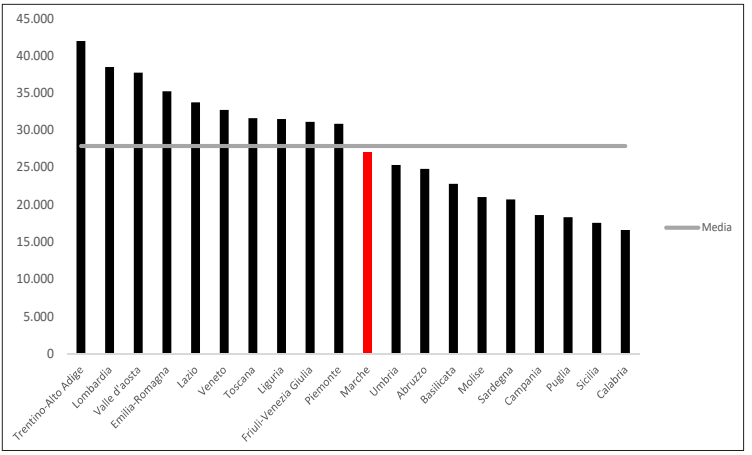
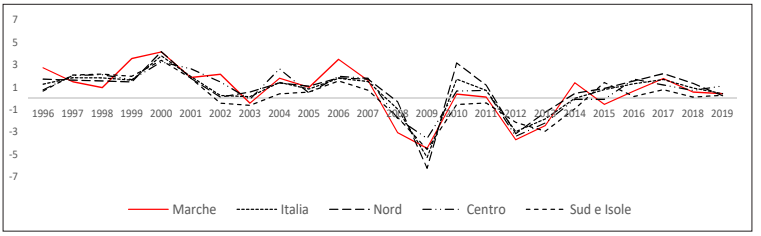


Fig. 3. Variazione percentuale annuale del PIL reale (1996 – 2019)
(Valori concatenati anno di riferimento 2015) [Fonte: ISTAT]



Tuttavia, il valore del PIL reale pro-capite è al di sotto del valore medio nazionale, come mostrato nella figura 2, facendo avvicinare sempre di più la regione a quelle del Sud Italia.

A partire dal 1995 e fino agli anni della crisi finanziaria iniziata nel 2008, il PIL reale si assestava intorno ad un tasso di variazione medio del 2%, per crollare nei successivi 6 anni intorno al -2,2%; dal 2014 al 2019 invece si è assistito ad una moderata controtendenza che ha visto una fase espansiva dell'economia, con una ripresa che registra un tasso di variazione medio intorno allo 0,7%, come mostrato in figura 3.

La composizione del PIL reale regionale è pressoché in linea con la struttura nazionale; si evidenzia tuttavia un maggior livello di consumi ed un minor livello di investimenti; inoltre, le importazioni presentano un valore minore rispetto alle esportazioni, in controtendenza con quanto si assiste sull'intero territorio nazionale.

Tavola 1. Composizione del PIL reale nel 2019 (valori percentuali)

	Marche	Italia
PIL	100,0	100,0
Consumi delle famiglie e ISP	61,8	64,8
Consumi della P.A.	18,3	19,7
Investimenti	18,1	16,2
Importazioni nette	1,8	-0,7

L'attuale situazione economica è chiaramente lo specchio di una struttura produttiva che presenta alcune criticità, evidenziatesi già nel periodo pre-pandemico ed accentuatesi durante la pandemia, soprattutto in relazione alla numerosità delle imprese operanti nel mercato, che mostra una tendenza alla riduzione in tutte le tipologie di attività. La figura 4 mostra le principali attività produttive che tra il 2019 e il 2020 hanno subito la maggior variazione delle imprese attive, suddivisa per province.

Fig. 4. Principali attività produttive con maggior variazione delle imprese attive. (Variazione 2019-2020) [Fonte: CNA Macerata – Dati aggiornati al 30 novembre 2020]

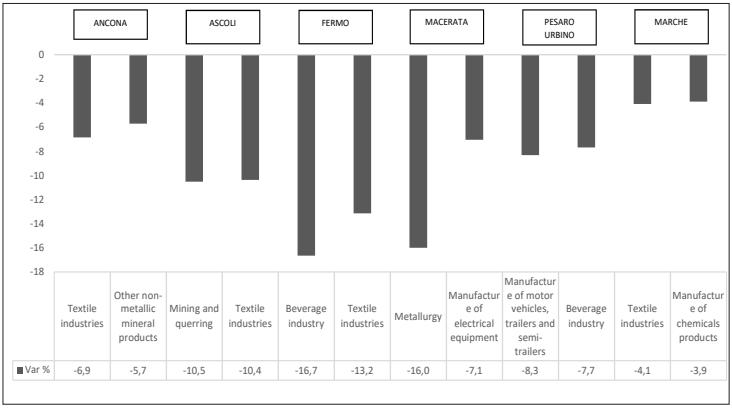


Tavola 2. Variazione del numero di imprese attive nelle Marche (Periodo 2012-2018) [Fonte: ISTAT]

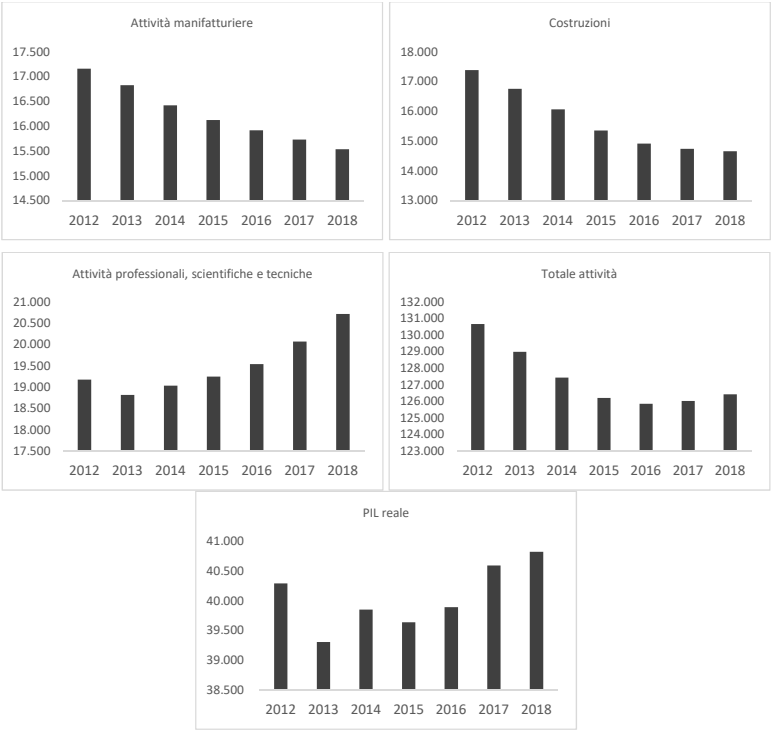
Attività produttiva	Var
Estrazione di minerali da cave e miniere	-7
„."Attività manifatturiere	-1.622
Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	68
Fornitura di acqua reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento	-3
Costruzioni	-2.726
Commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motocicli	-3.443
Trasporto e magazzinaggio	-478
Attività dei servizi di alloggio e di ristorazione	156
Servizi di informazione e comunicazione	304
Attività finanziarie e assicurative	220
Attività immobiliari	90
Attività professionali, scientifiche e tecniche	1.544
Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese	151
Istruzione	172
Sanità e assistenza sociale	1.008
Attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento	134
Altre attività di servizi	183
Totale	*-4.249*

La causa di tale variazione non è da attribuire totalmente alla pandemia da COVID-19; ciò in quanto gli effetti della pandemia sono legati alle politiche di *lockdown* che vengono imposte in maniera coercitiva attraverso norme che possono bloccare la circolazione delle persone e delle merci; questo genera ovviamente una caduta del PIL al quale tuttavia non si associa una caduta forte dell'occupazione e del numero di imprese, in quanto intervengono gli ammortizzatori automatici ordinari e straordinari (blocco dei licenziamenti, estensione della cassa integrazione, sussidi alle imprese, reddito di cittadinanza). La tavola 2 mostra la variazione del numero di imprese attive nella regione Marche tra il 2018 e il 2012.

Come si può notare, si registra una generale contrazione del numero di imprese incluse nel comparto produttivo indentificato come secondario. Tale fenomeno era evidente prima dell'evento pandemico e quest'ultimo evento ne potrebbe accentuare la dinamica. Nel comparto terziario si assiste ad un aumento della numerosità delle imprese. Tale andamento potrebbe essere associato ad una transizione della struttura produttiva ovvero una riallocazione dei fattori primari produttivi verso alcune tipologie di prodotti caratterizzati da una importante dinamica

innovativa in senso digitale. In generale l'intero sistema produttivo è interessato da una riduzione del numero di imprese di oltre 4.000 unità. Nella figura 5 sono posti in evidenza gli andamenti del numero di imprese attive per lo stesso periodo in termini disaggregati: l'attività manifatturiere, le costruzioni, le attività professionali, scientifiche e tecniche ed il totale delle attività produttive. Sembra emergere che le attività produttive legate al settore secondario abbiano subito un continuo calo in termini di numerosità nonostante politiche economiche di sostegno e cicli economici positivi; le attività incluse nel settore terziario presentano un andamento in generale in linea con il PIL reale anche se si evidenziano movimenti in controtendenza rispetto al ciclo economico negativo in atto (vedi figura 3).

Fig. 5. Numero di imprese attive nella regione Marche e andamento del PIL reale (periodo 2012-2018) [Fonte: ISTAT]

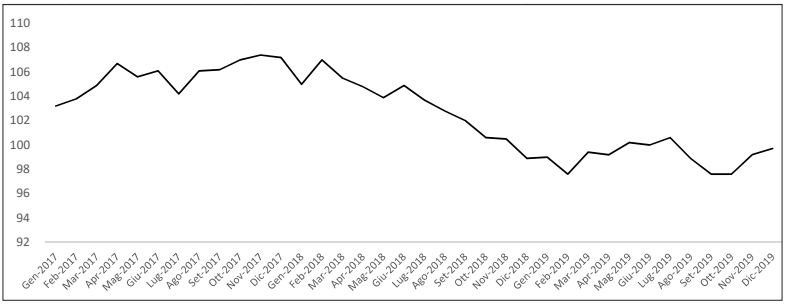


La causa del costante calo del numero di imprese non sembra essere una esternalità negativa delle politiche di contrasto alla diffusione del virus COVID-19. La limitazione temporanea all'esercizio dell'attività imprenditoriale e alla libertà di movimento potrebbe concorrere ad accentuare la dinamica in uscita delle imprese che già operavano in un contesto di difficoltà specifica rispetto al sistema produttivo (Fidanza 2003). Osservando i dati Cerved sulle PMI le imprese Italiane dal 2011 al 2019, si può ritenere che siano arrivate al 2019 dopo una ripresa incompiuta in termini di redditività (nel 2019 il fatturato aveva fatto registrare una crescita del 2,8% e il valore aggiunto del 3,4% rispetto all'anno precedente; la redditività si era ridotta dal 2007 al 2019 perdendo il 19,4% del Mol e il 3% del ROE). Nello stesso periodo però gli imprenditori hanno rafforzato la capitalizzazione delle imprese, si è registrata la tendenza a una diversificazione delle fonti di finanziamento e una minore dipendenza dal credito bancario che è stata storicamente molto rilevante: la leva finanziaria si è ridotta di oltre 10 punti, questa riduzione è stata più marcata rispetto agli altri paesi Europei. Questo dato fa ritenere che le imprese italiane avevano intrapreso un processo di rafforzamento della struttura finanziaria che forse ha consentito loro di affrontare la crisi pandemica in condizioni più solide rispetto a come avevano affrontato la crisi finanziaria globale. Il fenomeno di espulsione dal sistema di mercato delle imprese nei fatti si è verificato prevalentemente per le imprese con un alto grado di fragilità in termini di struttura finanziaria e comunque l'intensità del fenomeno è stato ridotto dalle politiche di sostegno adottate dal Governo centrale e regionale.

A tal riguardo la Banca d'Italia, osservando un campione di circa 730.000 imprese italiane a novembre 2020, ha stimato che in assenza di interventi del Governo quasi il 20% delle imprese si sarebbe trovato in crisi di liquidità (fabbisogno complessivo stimato di 48 miliardi di euro). Le garanzie, moratorie, trasferimenti a fondo perduto sembrerebbero aver ridotto la quota di imprese al 4%, con un fabbisogno di circa 17 miliardi di euro. Con questi interventi si è evitata la fuoriuscita dal mercato di imprese le cui difficoltà erano di natura temporanea, va però attenzionato il medio termine poiché l'aumento del debito delle

aziende più colpite dalla crisi potrà pesare sulla loro capacità di sostenere gli oneri con ricadute negative sulle possibilità di investire e competere (De Socio *et al.* 2020). Osservando le caratteristiche del credito, le banche si sono manifestate inclini a proteggersi dai rischi di insolvenza delle imprese. I prestiti accordati nel 2020 alle piccole e medie imprese hanno riguardato soprattutto quelle più solide; complessivamente la quota destinata alle imprese vulnerabili è contenuta e rappresenta circa un quarto dei finanziamenti complessivi (Banca D'Italia, relazione 2020). Questo significa che il credito ha risentito della natura asimmetrica, tra settori e imprese, degli effetti della pandemia: l'incremento dei prestiti è stato maggiore per le aziende operanti nei comparti in cui il calo del fatturato è stato più forte (alloggio e ristorazione, intrattenimento, energia e gas, servizi di noleggio e viaggi). In merito al saldo tra le imprese in uscita e le imprese in entrata in termini disaggregati potrebbe incidere il grado di fiducia che gli operatori economici, ed in particolare le imprese, ripongono sul futuro andamento dell'economia (Minsky 1981). Infatti, i risultati attesi rappresentano un punto chiave sulle scelte di investimento presenti e future. Le aspettative pessimistiche hanno un'influenza importante sulle nuove scelte di investimento e quindi tendono a modificare il livello di produzione e la composizione. Dal 2018 si è assistito al diffondersi di un clima di fiducia pessimistico su tutto il territorio nazionale, come mostrato in figura 6.

Fig. 6. Indicatore composito del clima di fiducia delle imprese (periodo 2017-2019) [Fonte: ISTAT]



3. *Il modello CGE regionale*

Il modello CGE è orientato all'analisi di politica economica (Scrieciu 2007; Socci *et al.* 2021a), con lo scopo di valutare il comportamento delle policy sia dal lato dell'offerta (Deriu *et al.* 2021) sia dal lato della domanda (Severini *et al.* 2020). Il modello si sviluppa attraverso la costruzione di un sistema di equazioni simultanee lineari e non lineari (Scarf 1967) configurato come una serie di mercati per ciascun prodotto scambiato all'interno del sistema economico, che incorpora i processi di ottimizzazione della funzione di utilità del consumatore nel rispetto del vincolo di bilancio dato dal reddito disponibile, e del profitto del produttore compatibilmente con la sua funzione di produzione. L'equilibrio è ottenuto attraverso un set di prezzi per i quali la domanda eguaglia l'offerta in tutti i mercati. L'obiettivo dei modelli CGE è l'analisi degli effetti che le variazioni esogene possono avere sull'allocazione delle risorse (Ciaschini *et al.* 2013; Socci *et al.* 2021b), sull'efficienza e sul benessere collettivo, nonché la formazione e la ridistribuzione del reddito tra i settori istituzionali (Socci *et al.* 2021b). La costruzione e la soluzione di un CGE richiede un processo composto da diversi passaggi (Shoven e Whalley 1984), dalla scelta del modello alle forme funzionali delle equazioni, così come alla specificazione dei parametri e delle variabili, assumendo a priori che il sistema sia in equilibrio e che su questo equilibrio sia basata la soluzione del modello. Di conseguenza, il modello consente di confrontare una situazione di equilibrio iniziale (equilibrio di riferimento) con un equilibrio controfattuale derivante dall'applicazione di nuove misure di politica economica, le quali condizionano la formazione dei prezzi e delle quantità di ciascun aggregato, con la possibilità di fornire informazioni sugli effetti in termini nominali e reali. In particolare, il modello segue la struttura della SAM ricostruendo la struttura della produzione e il comportamento di ogni settore istituzionale. La SAM è definita come una rappresentazione di tutte le transazioni tra le diverse attività produttive, i fattori primari di produzione ed i settori istituzionali presenti nel sistema economico, e formalmente, è uno strumento di analisi che esten-

Fig. 7. Matrice di contabilità sociale e struttura di interazione fra settori istituzionali [Elaborazione degli autori]

<table>
<tr><td></td><td>Prodotti</td><td>Industrie</td><td>Fattori primari</td><td>Imposte nette sui prodotti</td><td>Imposte nette sulla produzione</td><td>Settori istituzionali privati</td><td>Governo</td><td>Resto d'Italia</td><td>Resto del mondo</td><td>Formazione del capitale</td></tr>
<tr><td>Prodotti</td><td></td><td>Consumi intermedi</td><td></td><td></td><td></td><td>Consumi finali privati</td><td>Consumi finali pubblici</td><td>Esportazioni</td><td>Esportazioni</td><td>Investimenti</td></tr>
<tr><td>Industrie</td><td>Produzione regionale</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>Fattori primari</td><td></td><td rowspan="3">Valore aggiunto al costo dei fattori</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>Imposte nette sui prodotti</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>Imposte nette sulla produzione</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>Settori istituzionali privati</td><td></td><td></td><td rowspan="4">Redditi primari</td><td></td><td></td><td colspan="4" rowspan="3">Trasferimenti</td><td></td></tr>
<tr><td>Governo</td><td></td><td></td><td>Imposte nette sui prodotti</td><td>Imposte nette sulla produzione</td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>Resto d'Italia</td><td>Importazioni</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>Resto del mondo</td><td>Importazioni</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></tr>
<tr><td>Formazione del capitale</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td>Risparmio privato</td><td>Risparmio pubblico</td><td>(+/-) Indebitamento</td><td>(+/-) Indebitamento</td><td></td></tr>
</table>

de i flussi inclusi nella tavola *Input-Output*[4], completando la rappresentazione dell'intero flusso circolare di reddito, dalla sua formazione alla sua distribuzione primaria, alla redistribuzione secondaria e al suo utilizzo. La struttura della SAM è basata sulle interdipendenze produttive, con un importante dettaglio in merito all'utilizzo dei fattori primari per settore produttivo, nonché delle imposte pagate da ciascun settore; i fattori primari pagati vengono quindi allocati ai settori istituzionali che li incassano, generando il reddito primario di ciascun settore; viene inoltre rappresentata la distribuzione secondaria, attraverso le imposte sui redditi ed i trasferimenti tra settori; il reddito disponibile viene così suddiviso tra consumi e risparmio dove quest'ultimo eguaglia gli investimenti. Ogni riga della SAM fornisce le entrate di un conto, mentre la colonna indica le uscite, ed il totale di ogni

[4] La tavola *Input-Output* utilizzata per la costruzione della SAM della Marche è stata prodotta dall'IRPET – Istituto Regionale Programmazione Economica della Toscana, che produce le tavole Input-Output per le Regioni italiane.

riga eguaglia il corrispondente totale di colonna, rappresentando quindi l'equilibrio economico per ciascun conto, e di conseguenza l'equilibrio economico generale. Pertanto, la SAM è lo schema contabile più idoneo a rappresentare il complesso quadro di collegamenti che caratterizza il sistema economico. La SAM per la regione Marche è strutturata secondo lo schema della figura 7.

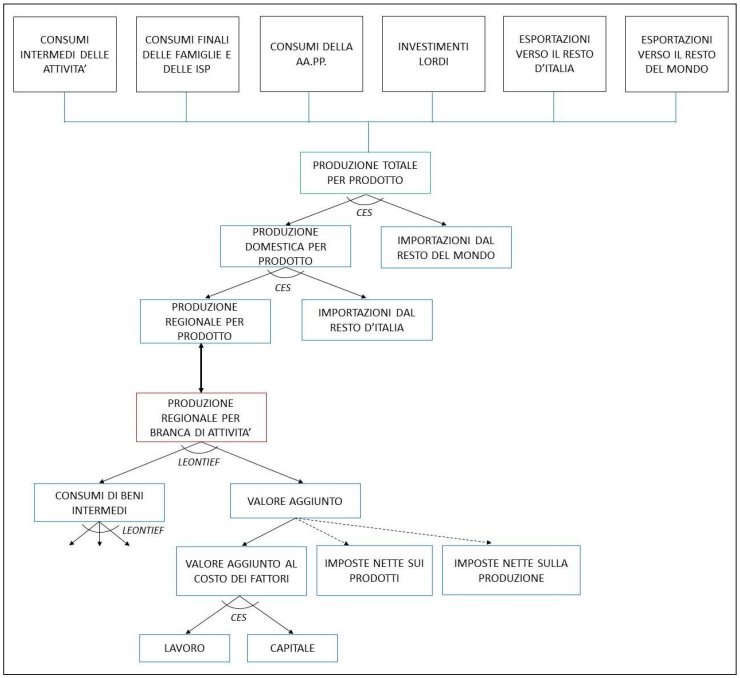
La struttura della SAM registra i flussi tra i diversi operatori/conti nelle varie fasi del flusso circolare di reddito, indicando per riga le entrate del settore e per colonna le uscite. Nella struttura regionale sono presenti 54 tipologie di prodotto e 37 industrie produttive; il valore aggiunto è ottenuto attraverso la combinazione di 2 fattori produttivi, il capitale e il lavoro. Sono presenti 4 settori istituzionali privati (società finanziarie e non finanziarie, famiglie e Istituzioni sociali senza scopo di lucro) ai quali si aggiungono il settore istituzionale pubblico (Governo), il Resto d'Italia e il Resto del mondo. Sono inoltre presenti 2 tipologie di imposta: imposte sui prodotti e imposte sulle attività. L'allocazione primaria del reddito è in funzione del reddito da lavoro e da capitale verso i settori istituzionali che li incassano; la distribuzione secondaria del reddito è invece legata ai trasferimenti tra settori istituzionali. L'utilizzo del reddito è legato ai consumi e all'accumulazione di capitale, evidenziandone la circolarità. La struttura produttiva del sistema economico è strutturata secondo la figura 8.

Nel primo stadio di annidamento viene definita la formazione della produzione totale e la generazione dei relativi prezzi suddivisi per tipologia di prodotto. La produzione totale è ottenuta combinando la produzione domestica con le importazioni provenienti dal Resto del mondo, attraverso l'ipotesi di sostituibilità imperfetta tra beni domestici e beni importati (Armington 1969). La funzione duale di costo è così strutturata

$$P_i = \left(\delta_i^{dom} P_{dom,i}^{(1-\sigma_{Q_{dom}})} + (1-\delta_i^{dom}) Pm_i^{(1-\sigma_{Q_{dom}})}\right)^{\frac{1}{1-\sigma_{Q_{dom}}}} \qquad (1)$$

dove P_i rappresenta il prezzo dei beni per tipologia di prodotto, $P_{dom,i}$ rappresenta il prezzo del bene domestico, Pm_i il prezzo delle importazioni dal Resto del mondo, δ_i^{dom} la quota dei beni nazionali, sul totale della produzione per tipologia di prodotto, e $\sigma_{Q_{dom}}$ l'elasticità di sostituzione tra beni nazionali e beni im-

Fig. 8. Funzione di produzione [Elaborazione degli autori]



portati, fissata pari a zero, indicando quindi che l'aggregazione avviene secondo una funzione di produzione di Leontief. Nel secondo stadio di annidamento, viene definita la formazione della produzione domestica, ottenuta attraverso la combinazione della produzione regionale e delle importazioni dal Resto d'Italia:

$$P_{dom,i} = \left(\delta_i^{int} P_{int,i}^{(1-\sigma_{Q_{int}})} + (1-\delta_i^{int}) Pit_i^{(1-\sigma_{Q_{int}})}\right)^{\frac{1}{1-\sigma_{Q_{int}}}} \quad (2)$$

dove $P_{int,i}$ rappresenta i prezzi dei beni interni, Pit_i il prezzo dei beni importati dal resto d'Italia, δ_i^{int} rappresenta la quota di beni intermedi sul totale della produzione domestica, $\sigma_{Q_{int}}$ rappresenta l'elasticità di sostituzione tra i beni domestici ed i beni importati dal resto d'Italia.

Per quanto riguarda la produzione regionale, generata nel terzo stadio di annidamento, è necessario considerare il rappor-

to tra beni e attività produttive; infatti, ogni tipo di bene può essere prodotto da diversi tipi di industrie, e quindi la produzione può essere vista da due punti di vista differenti. Tuttavia, la produzione interna è ottenuta attraverso la combinazione di beni intermedi a valore aggiunto, che nella SAM sono divisi per tipologia di attività produttiva:

$$P_{int,j}\left(1 - t_{act\,j} - t_{out\,j}\right) = \left(\delta_j^D Pbi_j{}^{(1-\sigma_D)} + (1 - \delta_j^D) Pva_j{}^{(1-\sigma_D)}\right)^{\frac{1}{1-\sigma_D}} \quad (3)$$

dove Pbi_j rappresenta il prezzo dei beni intermedi, t_act e t_out_j rappresentano rispettivamente le imposte sulle attività produttive e sui prodotti, Pva_j rappresenta il prezzo del valore aggiunto, δ_j^D è la quota dei beni intermedi sulla produzione regionale e σ_D è l'elasticità di sostituzione tra beni intermedi e valore aggiunto.
Nel quarto stadio di annidamento, la formazione dell'aggregato dei beni intermedi si ottiene attraverso la combinazione delle singole tipologie di beni intermedi

$$Pbi_j = \sum_i \left(\delta_{i,j} P_j^{(1-\sigma_{BI})}\right)^{\frac{1}{1-\sigma_{BI}}} \quad (4)$$

dove P_j rappresenta il prezzo medio dei beni sul mercato generato dalla *market clearing condition*[5], $\delta_{i,j}$ rappresenta la quota di costo per beni intermedi nel costo totale e σ_{BI} è l'elasticità di sostituzione tra i beni intermedi. Infine, il valore aggiunto è ottenuto attraverso la combinazione dei fattori produttivi lavoro e capitale, e il rispettivo prezzo si forma secondo l'equilibrio tra domanda e offerta, utilizzando un'elasticità di sostituzione tra capitale e lavoro fissata a 0,5218 (Van der Werf 2008).

$$Pva_j = \left(\delta_j^v \cdot PL^{\,1-\sigma_v} + \left(1 - \delta_j^v\right) \cdot PK^{\,1-\sigma_v}\right)^{\frac{1}{1-\sigma_v}} \quad (5)$$

dove PL e PK rappresentano rispettivamente il prezzo del lavoro e il prezzo del capitale, δ_j^v rappresenta la quota di lavoro sul totale dei fattori primari e σ_v è l'elasticità di sostituzione tra lavoro e capitale. I prezzi dei due fattori produttivi sono ottenuti attraverso l'equilibrio tra domanda e offerta:

[5] La *market clearing condition* è la condizione per la quale la quantità domandata di un bene è uguale alla quantità prodotta, generando un prezzo di mercato che garantisce l'equilibrio.

$$\sum_{is} L^{is} = \sum_{j} L_j \tag{6}$$

$$\sum_{is} K^{is} = \sum_{j} K_j \tag{7}$$

dove L^{is} e K^{is} rappresentano rispettivamente la dotazione di lavoro e di capitale per ogni settore istituzionale; L_j e K_j rappresentano la domanda di lavoro e capitale per attività produttiva.

La produzione totale, che corrisponde all'offerta complessiva del sistema economico, viene utilizzata tra le varie componenti della domanda: consumi intermedi, consumi finali dei Settori Istituzionali, investimenti lordi ed esportazioni verso il resto d'Italia e verso il resto del mondo.

I settori istituzionali, nella fase primaria di attribuzione dei redditi, ricevono redditi da lavoro dipendente e redditi derivanti dal risultato lordo di gestione[6]; pertanto la formazione dei redditi primari può essere scritta nel seguente modo:

$$Y^{is} = L^{is}PL + K^{is}PK \tag{8}$$

Dalla formazione dei redditi primari si passa alla formazione del reddito disponibile, ottenuto sommando al reddito primario di ciascun settore istituzionale le partite di entrata e di uscita derivanti da imposte e trasferimenti tra settori istituzionali, entrambe calcolate in funzione del reddito primario. La formazione del reddito disponibile è diversificata a seconda del settore istituzionale Famiglie (hh), Società finanziarie e non finanziarie (corp), Pubblica Amministrazione (pub), Resto d'Italia (rest_it) e Resto del mondo (rest_w):

$$\begin{aligned} Ydisp^{hh} = Y^{hh} + \sum_{is_{in}} Y^{hh} tr^{hh}_{is_{in}} + Tr^{hh}_{pub} + Tr^{hh}_{rest_{it}} + Tr^{hh}_{rest_w} \\ - \sum_{t_inc} Y^{hh} ty^{hh}_{t_inc} - \sum_{is_out} Y^{hh} tr^{hh}_{is_out} \end{aligned} \tag{9}$$

[6] Nella SAM si evidenzia che solo il settore istituzionale famiglie riceve entrambe le tipologie di reddito; al contrario le imprese ricevono esclusivamente redditi derivanti dal risultato lordo di gestione, mentre il Resto d'Italia riceve esclusivamente redditi da lavoro dipendente.

$$Ydisp^{corp} = Y^{corp} + \sum_{is_{in}} Y^{corp} tr_{is_{in}}^{corp} + Tr_{pub}^{corp} + Tr_{rest_{it}}^{corp} + Tr_{rest_{w}}^{corp} - \sum_{t_inc} Y^{corp} ty_{t_inc}^{corp} - \sum_{is_out} Y^{corp} tr_{is_out}^{corp} \tag{10}$$

$$Ydisp^{pub} = Y^{pub} + \gamma_{t_out}^{pub} \sum_{j} tq_{j,t_out} P_i Q_i + \gamma_{t_act}^{pub} \sum_{j} tq_{j,t_act} P_j X_j + \sum_{priv} ty_{t_inc}^{priv} Y_{priv} + \sum_{is_in} Y^{end} tr_{is_in}^{end} + Tr_{row}^{in} - Tr_{row}^{out} \tag{11}$$

$$Ydisp^{rest_it} = Y^{rest_it} + \sum_{i} IT_i + \sum_{is_in} Y^{rest_it} tr_{is_in}^{rest_it} + \gamma_{t_act}^{rest_it} \sum_{j} tq_{j,t_act} P_j X_j + \gamma_{t_out}^{rest_it} \sum_{j} tq_{j,t_out} P_i Q_i + Tr_{pub}^{rest_it} + Tr_{row}^{rest_it} - \sum_{is_out} tr_{is_out}^{rest_it} \tag{12}$$

$$Ydisp^{rest_w} = Y^{rest_w} + \sum_{i} M_i + \gamma_{t_out}^{rest_w} \sum_{i} tq_i^{t_out} P_i Q_i + \gamma_{t_act}^{rest_w} \sum_{j} tq_j^{t_act} P_j X_j + \sum_{is_in} Y^{end} tr_{is_in}^{end} + Tr_{pub} - \sum_{t_inc} Y^{rest_w} ty_{t_inc}^{rest_w} - \sum_{is_out} tr_{is_out}^{rest_w} \tag{13}$$

dove ty_{t_inc} rappresenta le aliquote implicite delle imposte sui redditi pagate, tr_{is_in} e tr_{is_out} rappresentano rispettivamente le aliquote implicite dei trasferimenti incassati e pagati agli altri settori istituzionali; $tq_i^{t_out}$ rappresentano le aliquote fiscali implicite sulla produzione; $tq_i^{t_act}$ rappresentano le aliquote fiscali implicite sulle attività produttive; $\gamma_{t_out}^{pub}$ e $\gamma_{t_act}^{pub}$ rappresentano la quota delle imposte sulla produzione e delle imposte sulle attività riscosse dalla Pubblica Amministrazione; $\gamma_{t_out}^{rest_w}$ e $\gamma_{t_act}^{rest_w}$ rappresentano la quota di imposte sulla produzione e le imposte sulle attività riscosse dal Resto del mondo. Infine, IT_i e M_i rappresentano rispettivamente le importazioni dal Resto d'Italia e dal Resto del Mondo. Nei trasferimenti incassati dai settori isti-

tuzionali sono considerati esogeni, i trasferimenti dalla Pubblica Amministrazione e dal Resto del mondo, e ciò implica che il loro ammontare non è in funzione del loro reddito disponibile; pertanto, sono considerati costanti. La soluzione del processo di massimizzazione della funzione di utilità delle famiglie consente di determinare i livelli di consumo e di risparmio compatibili con il reddito disponibile secondo la seguente relazione:

$$Ydisp^{hh} = C^{hh} + S^{hh} \tag{14}$$

dove C^{hh} e S^{hh} rappresentano rispettivamente il livello di consumo e di risparmio.

Per quanto riguarda il settore istituzionale della Pubblica Amministrazione, il reddito disponibile si ottiene dalla somma delle imposte riscosse e dei trasferimenti ricevuti, al netto dei trasferimenti pagati. Tale settore istituzionale non massimizza la sua funzione di utilità in quanto può effettuare scelte sul livello di consumo non legate al vincolo di bilancio, ma facendo ricorso al deficit:

$$Ydisp^{pub} = G^{pub} + S^{pub} + def^{pub} \tag{15}$$

Il reddito disponibile delle società coincide con il livello di risparmio, in quanto tale settore istituzionale non prevede il consumo di beni finali:

$$Ydisp^{corp} = S^{corp} \tag{16}$$

Il reddito disponibile del resto d'Italia e del resto del mondo rappresentano la condizione di chiusura rispetto alle esportazioni ed all'indebitamento:

$$Ydisp^{rest_it} = X^{rest_it} + S^{rest_it} \tag{17}$$

$$Ydisp^{rest_w} = X^{rest_w} + S^{rest_w} \tag{18}$$

dove X^{rest_it} e X^{rest_w} rappresentano le esportazioni rispettivamente verso il resto d'Italia e verso il resto del mondo; S^{rest_it} e S^{rest_w} rappresentano i rispettivi indebitamenti. Inoltre, si considera che l'investimento lordo eguaglia il risparmio lordo

$$\sum_{i} I_i = \sum_{is} S^{is} \tag{19}$$

La produzione totale, che corrisponde all'offerta complessiva del sistema economico, viene infine ripartita tra le componenti della domanda aggregata e dei beni intermedi:

$$Q_i = \sum_j bi_{i,j} + C_i^{hh} + G_i^{pub} + I_i + E_i^{rest_it} + E_i^{rest_w} \tag{20}$$

4. *Produzione e numerosità delle imprese nelle attività produttive per la regione Marche*

La struttura produttiva e l'assetto istituzionale della regione Marche richiede un'attenta riflessione al fine di individuare le politiche strettamente orientate a contenere l'impatto del ciclo economico legato al contrasto della pandemia e individuare quelle di sostegno agli eventuali cambiamenti strutturali in atto. I mutamenti nel tessuto economico potrebbero essere legati ad innovazioni sociali, economiche e tecnologiche da cui scaturiscono nuovi posizionamenti degli operatori istituzionali rispetto alla produzione e alla domanda volta a soddisfare fabbisogni interni ed esterni alla regione. La complessità delle interazioni si lega pertanto a questioni prettamente cicliche e a fenomeni di transizione che possono caratterizzare i sistemi locali guidati principalmente da nuovi fabbisogni e da nuovi strumenti, prettamente tecnologici. Un potenziale approccio funzionale ad analisi complesse e disaggregate è quello di tipo multisettoriale in cui si riesce a modellare shock e cambiamenti strutturali in tutte le fasi del flusso circolare del reddito. Pertanto, l'applicazione del modello CGE per la regione Marche al contesto economico determinato dal COVID-19 si fonda sull'innesto di un blocco lato produzione di tipo categoriale di alcune attività produttive per il tempo fissato dal DPCM del 22 marzo 2020 e i successivi decreti. Tale blocco ha determinato una evidente interruzione di alcuni processi produttivi con conseguente riduzione della capacità di fronteggiare la domanda finale, domestica ed esterna (Resto d'Italia e Resto del mondo).

Ipotizzando un blocco produttivo di 1,5 mesi per tutte le attività produttive interessate dal DPCM si evidenzia una caduta del PIL reale associata al calo della domanda e del blocco selet-

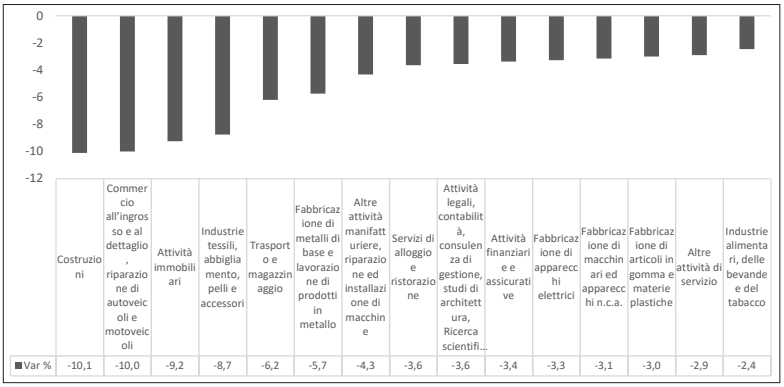
Tavola 3. Impatto del Lockdown sul PIL e sulle sue componenti (scostamento percentuale rispetto al benchmark)

Variabili reali	Var %
PIL regionale	-14,9
Consumi delle famiglie	-16,4
Investimenti	-35,2
Esportazioni verso il resto d'Italia	-30,8
Esportazioni verso il resto del mondo	-10,1
Importazioni dal resto d'Italia	-25,1
Importazioni dal resto del mondo	-24,6

tivo delle attività produttive. I principali effetti sugli aggregati macroeconomici sono evidenziati nella Tavola 3.

Un'importante caratteristica dell'attuale crisi pandemica è l'aver provocato uno *shock* sia sul lato dell'offerta, conseguente all'interruzione forzata delle attività produttive non essenziali, sia sul lato della domanda, con l'improvvisa e diffusa riduzione nella popolazione della capacità di consumo. Quest'ultima è riconducibile a due sostanziali cause: da un lato la capacità di consumo subisce l'effetto della quarantena forzata, che impedisce fisicamente la possibilità di poter consumare, dall'altro subisce l'effetto derivante dalla riduzione dei redditi. All'effetto sul consumo va aggiunto l'effetto sugli investimenti, anche questi in funzione della capacità di spesa. Come si nota l'impatto economico sul PIL reale regionale dell'evento pandemico, in base all'attuale durata e assumendo risolto il problema sanitario, dovrebbe fermarsi ad una contrazione di circa il 14,9%. La riduzione percentuale del PIL reale è rilevante e, per una quota significativa, legata alla forte riduzione della domanda finale domestica dei beni e servizi delle Famiglie (16,4%). Nella simulazione proposta in contrasto all'effetto economico negativo operano soltanto gli stabilizzatori automatici ordinari mentre non sono inclusi quelli straordinari attivati dal Governo Centrale e Regionale per far fronte all'emergenza. Anche la componente legata alla formazione del capitale quale gli investimenti reali registra una riduzione considerevole che si attesta al 35,2%. Im-

Fig. 9. Percentuale di contributo alla riduzione di output totale delle principali attività produttive



portanti effetti negativi, anche se con il rispettivo peso, sono la riduzione delle esportazioni della regione verso l'Italia e il Resto del Mondo.

Dal lato della produzione, la politica di *lockdown* ha generato un calo diretto dell'output pari al 7,3%. Nella figura 9 sono riportate le attività produttive che maggiormente contribuiscono al calo della produzione, e tale variazione comprende sia l'effetto diretto dell'innesto nonché l'effetto indiretto generato dal riequilibrio del sistema economico. Tra le principali attività produttive si evidenziano le Costruzioni, il Commercio all'ingrosso e le Attività Immobiliari. È interessante notare che le prime 6 attività produttive contribuiscono al 50% della variazione totale della produzione, mentre il 50% è ripartito fra le restanti 31 attività, e ciò fornisce un importante elemento caratterizzante della struttura produttiva della regione.

La riduzione dell'output, diretta e indiretta, dovuta al *lockdown* è generalizzata a tutte le attività produttive della regione a cui non sempre si abbina una riduzione della numerosità delle imprese che popolano il settore produttivo. Tale peculiarità impone attenta riflessione sulla relazione non univoca tra andamento dell'output e numero delle imprese in termini disaggregati al fine di evidenziare eventuali modifiche strutturali in atto e cambiamenti solo ed esclusivamente ciclici.

Nelle tabelle 4 e 5 sono riportate le evidenze empiriche registrate nel 2020 rispetto alla numerosità delle imprese per tipologia di attività produttiva a cui si associa la stima della riduzione della produzione dovuta alle politiche di contrasto alla diffusione del virus.

È possibile evidenziare come i settori tradizionali quali le Costruzioni, il Commercio all'ingrosso e le attività di Trasporto e magazzinaggio, le industrie tessili e le industrie legate alla metallurgia, registrano contemporaneamente una caduta del numero di imprese attive ed una caduta della produzione; è altresì interessante notare che sono presenti attività produttive, legate soprattutto all'uso intensivo di nuova tecnologia, digitalizzazione, alto contenuto di capitale umano, che hanno invertito la tendenza; tali attività produttive sono legate soprattutto ai settori quali l'editoria, attività finanziarie, immobiliari, ed in generale le attività di servizi. Si evidenzia quindi la presenza di una transizione economica in cui, nonostante il calo produttivo dovuto al blocco produttivo e al calo della domanda per effetto della pandemia, alcuni settori registrano un incremento del numero di imprese attive nel mercato.

Tavola 4. Comparazione tra numerosità delle imprese e produzione a livello di Attività produttive (Variazione 2019/2020)

Attività Produttiva	Var. Imprese (n. imprese)	Var %	Var. Produzione (mln di euro)	Var %
Agricoltura, silvicoltura, pesca	-512	-2,0	-359	-24,3
Attività estrattiva	-1	-1,3	-186	-88,0
Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata	10	2,1	-318	-24,4
Fornitura di acqua; reti fognarie, attività di trattamento dei rifiuti	7	2,4	-303	-28,7
Costruzioni	-47	-0,2	-2.524	-48,7
Commercio all'ingrosso e al dettaglio, riparazione di autoveicoli e motoveicoli	-458	-1,3	-2.497	-31,1
Trasporto e magazzinaggio	-37	-1,0	-1.547	-37,8
Servizi di alloggio e ristorazione	52	0,5	-911	-38,6
Editoria, audiovisivi e attività radiotelevisive, Telecomunicazioni, Servizi IT e altri servizi informativi	48	1,7	-497	-30,17
Attività finanziarie e assicurative	12	0,4	-844	-25,5
Attività immobiliari	173	2,4	-2.309	-38,4
Attività legali, contabilità, consulenza di gestione, studi di architettura, Ricerca scientifica e sviluppo	77	1,4	-888	-25,9
Altre attività di servizio	106	2,6	-725	-47,8
Amministrazione pubblica e difesa; assicurazione sociale obbligatoria	0	0,0	-6	-0,2
Istruzione	24	4,2	-78	-4,3
Sanità e assistenza sociale	8	0,9	-126	-3,4
Attività artistiche, di intrattenimento e divertimento	5	0,2	-424	-39,6
Altre attività di servizi	-27	-0,4	-432	-29,8

Tavola 5. Comparazione tra numerosità delle imprese e produzione a livello di attività produttive nel settore manifatturiero (Variazione 2019/2020)

	Var. Imprese		Var. Produzione	
Attività Produttiva	(n. imprese)	**Var %**	(mln di euro)	**Var %**
Industrie alimentari, delle bevande e del tabacco	3	0,2	-611	-21,7
Industrie tessili, abbigliamento, pelli e accessori	-196	-3,4	-2.184	-34,8
Industria del legno	-14	-1,4	-287	-46,9
Carta Stampa e registrazione	-4	-0,6	-357	-22,3
Fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati	0	0,0	-393	-24,6
Fabbricazione di sostanze e prodotti chimici	-6	-3,9	-166	-27,9
Produzione di articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici	0	0,0	-30	-4,5
Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche	15	2,5	-751	-38,1
Altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi	-13	-2,5	-325	-50,5
Fabbricazione di metalli di base e lavorazione di prodotti in metallo	-32	-1,2	-1.431	-43,3
Fabbricazione di computer, apparecchi elettronici e ottici	6	1,9	-212	-42,0
Fabbricazione di apparecchi elettrici	-10	-2.,2	-815	-30,2
Fabbricazione di macchinari ed apparecchi n.c.a.	-16	-2,2	-786	-32,8
Fabbricazione di mezzi di trasporto	11	2,8	-572	-47,2
Altre attività manifatturiere, riparazione ed installazione di macchine	31	0,9	-1.079	-35,5

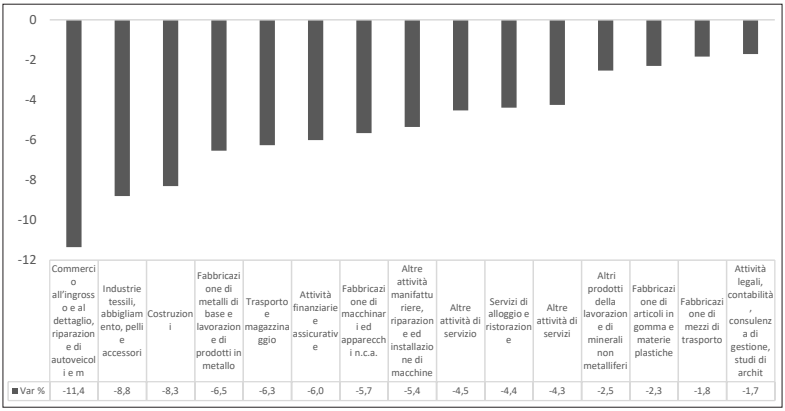
Spostando l'attenzione sull'impatto che le limitazioni sanitarie possono avere a livello di generazione di Valore Aggiunto, la tavola 6 mostra la variazione delle componenti dei fattori primari, evidenziando un forte calo dei redditi da lavoro dipendente e dei redditi derivanti dal risultato lordo di gestione.

Tavola 6. Impatto del Lockdown sui fattori produttivi primari (scostamento percentuale rispetto al benchmark)

Fattori produttivi primari	**Var %**
Redditi da lavoro dipendente	-22,3
Risultato lordo di gestione e misto	-27,1

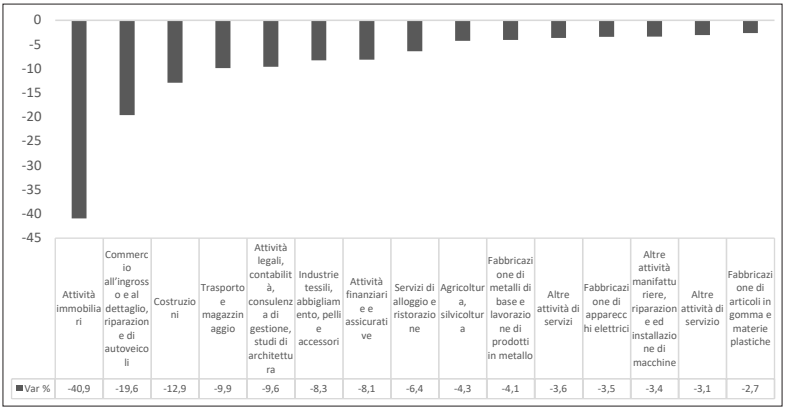
Tale effetto giustifica il calo dei consumi delle famiglie evidenziati nella tavola 3, e giustifica inoltre l'introduzione avvenuta a livello nazionale dell'estensione della cassa integrazione, misura orientata al contenimento della contrazione, della quale in questo lavoro non si tiene conto, al fine di fornire un'analisi al netto delle misure urgenti poste in essere dal Governo centrale e locale per mitigare l'impatto economico. A livello settoriale, l'impatto maggiore relativo ai redditi da lavoro è subito dal settore del commercio, dalle industrie tessili e dalle costruzioni, come mostrato nella figura 10.

Fig. 10. Contributo alla riduzione dei redditi da lavoro dipendente di ciascuna industria



Guardando invece alla variazione del risultato lordo di gestione nella figura 11, si evidenzia come il settore maggiormente colpito è il settore relativo alle attività immobiliari, con un calo del 40,9%, seguito dal settore del commercio e dal settore delle costruzioni.

Fig. 11. Percentuale di contributo alla riduzione dei redditi da capitale di ciascuna industria



In termini di reddito disponibile, i settori istituzionali subiscono un contraccolpo di ampia portata; la contrazione del reddito primario, infatti, riduce la base imponibile delle imposte e dei trasferimenti tra settori. I risultati sono riportati nella tavola 7.

Tavola 7. Impatto del Lockdown sul reddito disponibile (scostamento percentuale rispetto al benchmark)

Reddito disponibile	**Var %**
Società	-17,8
Famiglie	-16,4
Pubblica Amministrazione	-58,9
ISP	-13,1

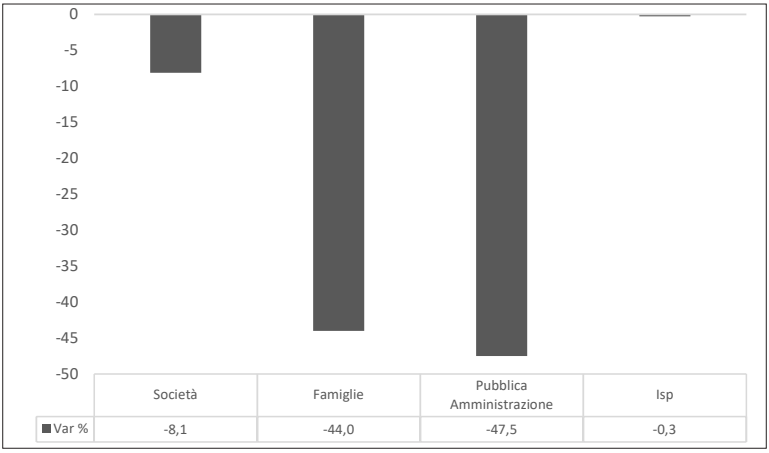
Si evince una generale contrazione del reddito disponibile per tutti i settori istituzionali con particolare attenzione al reddito disponibile della Pubblica Amministrazione, dovuto alla possibilità del Governo centrale di operare in deficit per ciò che riguarda le scelte di consumo ed i trasferimenti verso gli altri settori istituzionali, come mostrato in tavola 8.

Tavola 8. Variazione del gettito di imposta verso la Pubblica Amministrazione (scostamento percentuale rispetto al benchmark)

Imposte	**Var %**
Imposte pagate dalle Famiglie	-24,2
Imposte pagate dalle Società	-27,1

Ciò comporta che tutte le azioni orientate al mantenimento della Spesa Pubblica e dei trasferimenti verso gli altri settori istituzionali, al fine di sostenerne la loro capacità di spesa per far fronte al sostegno della domanda, possono essere effettuate facendo ricorso al deficit. Di rilevante interesse sono invece gli scostamenti dei redditi disponibili delle famiglie e delle Società; le prime subiscono la contrazione del reddito primario derivante soprattutto dai redditi da lavoro dipendente, a seguito della contrazione produttiva, nonché del calo dei redditi derivanti dal risultato lordo di gestione delle partite iva, considerate nella

Fig. 12. Percentuale di contributo alla riduzione del reddito disponibile di ciascun settore istituzionale



SAM come famiglie produttrici ed inserite nel settore istituzionale famiglie; le seconde, subiscono anch'esse il calo dei redditi derivanti dal risultato lordo di gestione a seguito del *lockdown*. Tuttavia, la figura 12 mostra la distribuzione dei settori istituzionali in base alla contrazione del reddito, evidenziando che la contrazione del reddito disponibile delle Società rappresenta l'8,1% del totale di riduzione dei redditi, mentre le Famiglie rappresentano il settore istituzionale privato che maggiormente subisce la contrazione del reddito.

In quest'ottica, attraverso la simulazione della misura di *lockdown* attuata al fine del contenimento dei contagi, viene messo in evidenza il suo impatto sul sistema economico attraverso una forte contrazione della produzione dei settori chiave, alla quale sussegue la contrazione della capacità di spesa delle famiglie derivante dalla diminuzione dei redditi, che si traduce in un calo della domanda aggregata. Il Governo regionale subisce anch'esso la contrazione del reddito derivante dal minor gettito di imposta, sia dal lato della produzione sia dal lato dei redditi dei settori istituzionali, garantendo comunque il livello di spesa pubblica e dei trasferimenti verso famiglie e imprese attraverso il ricorso al *deficit*.

5. *Conclusioni*

L'obiettivo di questo lavoro è fondamentalmente volto ad evidenziare l'assenza a livello disaggregato della relazione diretta tra andamento della produzione e numerosità delle imprese. L'assenza di tale relazione andrebbe a corroborare l'avvio di un fenomeno di transizione del sistema produttivo verso un nuovo sistema di specializzazione. La riduzione della produzione dovrebbe accentuare l'eliminazione dal sistema delle imprese non efficienti e spingere alla nascita di nuove imprese nella attività produttive caratterizzate da una potenziale redditività non connessa al ciclo economico pandemico. A tal fine si analizza l'impatto delle misure previste dal DPCM del 22 marzo 2020, riguardante «Misure urgenti per il contenimento dell'infezione da coronavirus su tutto il territorio nazionale», con applicazione alla regione Marche. Il Decreto fa riferimento alla cessazione delle attività produttive per specifici settori economici a causa della pandemia COVID-19. Attraverso un modello CGE viene analizzato l'impatto sulla produzione, sulla domanda e sul reddito disponibile dei settori istituzionali che caratterizzano l'economia regionale. L'effetto pandemico ha determinato un blocco significativo dei processi produttivi in maniera selettiva, arrivando a compromettere l'intero sistema economico attraverso gli effetti diretti, indiretti e indotti. Si assiste ad una diminuzione significativa del prodotto interno lordo reale, ed in generale di tutte le sue componenti; si assiste inoltre ad una forte diminuzione del reddito disponibile dei settori istituzionali e del relativo gettito di imposta per lo Stato derivante dalle imposte sui redditi e dalle imposte sulle attività produttive. Ciò comporta che le attività realizzate dal Governo regionale per la futura ripartenza del sistema economico non potranno non tener conto della possibilità di operare in *deficit*. Considerato inoltre che l'impatto del *lockdown* è diversificato a livello settoriale, le misure di politica economica possono essere orientate a salvaguardate la produzione dei settori maggiormente interessati, nonché la tutela dei redditi da lavoro e del risultato lordo di gestione ad essi collegati, attraverso la riduzione del cuneo fiscale o attraverso gli strumenti legati ai trasferimenti. L'interconnessione tra set-

tori produttivi genererà quindi un meccanismo di trasmissione e propagazione della ripresa economica verso tutti gli altri settori produttivi, attraverso il meccanismo dei moltiplicatori. Ciò non esclude che le azioni attuate non possano essere orientate a tutto il sistema produttivo, attraverso una struttura di interventi di tipo proporzionale o progressiva.

6. *Bibliografia*

P.S. Armington (1969), *A Theory of Demand for Products Distinguished by Place of Production,* «Staff Papers – IMF», 16, pp. 159-178

A. Atkeson (2020), *What Will Be the Econoic Impact of COVID-19 in the US? Rough Estimates of desease Scenarios*, «National Bureau of Economic Research, Inc», NBER Working Papers 26867

M. Ciaschini, R. Pretaroli, F. Severini, C. Socci (2013), *Environmental tax and Regional Government Consumption Expenditure in a Fiscal Federalism System*, «Economics and Policy of Energy and the Environment», 2, 2, pp. 129-152

H. Cutler, S. Davies Stephen (2020), *The Economic Consequences of Productivity Changes: A Computable General Equilibrium (CGE) Analysis*, «Regional Studies», 44, 10, pp. 1415-1426

A. De Socio, S. Narizzano, T. Orlando, F. Parlapiano, G. Rodano, E. Sette, G. Viggiano (2020), *Gli effetti della pandemia sul fabbisogno di liquidità, sul bilancio e sulla rischiosità delle imprese*, «Bank of Italy, Covid-19 Note», 13

S. Deriu Stefano, I.P. Cassar, R. Pretaroli, C. Socci (2021), *The Economic Impact of Covid-19 Pandemic in Sardinia*, «Research in Transportation Economics», p. 101090

M.S. Eichenbaum, S. Rebelo, M. Trabandt (2020), *The Macroeconomics of Epidemics*, «National Bureau of Economic Research, Inc», NBER Working Papers, 26882

B. Fidanza (2003), *Variazioni del mix debito-equity e effetti sul valore. Un event-study sulle emissioni di azioni delle imprese italiane*, in D. Venanzi *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane. Evidenza empirica*, Perugia, Morlacchi, pp. 37-74

W. McKibbin, R. Fernando (2021), *The Global Macroeconomic Impacts of COVID-19: Seven Scenarios*, «Asian Economic Papers», 20, 2, pp. 1-30

H.P. Minsky (1981), *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Torino, Bollati Boringhieri

M.D. Partridge, D.S. Rickman (2010), *Computable General Equilibrium (CGE) Modelling for Regional Economic Development Analysis*, «Regional Studies», 44, 10, pp. 1311-1328

R. Pretaroli, F. Severini, C. Socci (2018), *Green and Blue Dividends and Environmental Tax Reform: Dynamic CGE Model*, in F. Perali, P.L. Scandizzo (a cura di), *The New Generation for Computable General Equilibrium Models – Modeling the Economy*, Berlino, Springer, pp. 249-277

H.E. Scarf (1967), *Ten Economic Studies in the Tradition of Irving Fisher*, «Cowles Foundation Discussion Papers», p. 232

A. Scherbina (2020), *Determining the Optimal Duration of the COVID-19 Suppression Policy: A Cost-Benefit Analysis*, «AEI Economics Working Paper», 2020-03

S. Scrieciu (2007), *How Useful are Computable General Equilibrium Models for Sustainability Impact Assessment* in A. Alshahibi, *Impact Assessment and Sustainable Development: European Practice and Experience*, Cheltenham, Edward Elgar, p. 131

F. Severini, N. Ferracuti, R. Pretaroli, C. Socci (2019), *Gender Policy and Female Employment: a CGE Model for Italy*, «Economic Systems Research», 31, 1, pp. 92-113

F. Severini, R. Pretaroli, C. Socci, J. Zotti, G. Infantino (2020), *The suggested structure of Final Demand Shock for Sectoral Labour Digital Skills*, «Economic System Research», 32, 4, pp. 502-520

J.B. Shoven, J. Whalley (1984), *Applied General-Equilibrium Models of Taxation and International Trade: An Introduction and Survey*, «Journal of Economic Literature», 22, 3, pp. 1007-1051

R. Smith, M. Keogh-Brown, T. Barnett (2011), *Estimating the economic impact of Pandemic Influenza: An Application of the Computable General Equilibrium Model to the UK*, «Social Science & Medicine», 73, 2, pp. 235-244

C. Socci (2004), *Distribuzione del reddito e analisi delle politiche economiche per la regione Marche*, Milano, Giuffrè

C. Socci, S. D'Andrea, S. Deriu, R. Pretaroli, F. Severini (2021a), *Does the Personal Income Flat Tax Fit with Economic Growth and Inequality in Italy?*, «Italian Economic Journal», 8, 3, pp. 523-548.

C. Socci, F. Felici, R. Pretaroli, F. Severini, R. Loiero (2021b), *The Multisector Applied Computable General Equilibrium Model for Italian Economy (MACGEM-IT)*, «Italian Economic Journal», 7, pp. 109-117

J.H. Stock (2020), *Data Gaps and the Policy Response to the Novel Coronavirus*, «National Bureau of Economic Research, Inc», NBER Working Papers 26902.

E. Van der Werf (2008), *Production Functions for Climate Policy Modelling: An Empirical Analysis*, «Energy Economics», 30, pp. 2964–2979

Massimo Biasin, Emanuela Giacomini, Gianluca Valeri

Market Discipline in the Banking Sector: Evidence from the IFRS 9 Adoption

Abstract. This paper investigates the use of fair value accounting in the banking industry and the overall related capability of the financial statements to adequately reflect a firm's equity value from a market valuation perspective. The debate surrounding this issue is multifaceted, involving academics, standards setters, and market participants, and is further complicated by the significant externalities induced by reporting standards, including the impact on third pillar information. In light of the societal and economic ramifications discussed in the introduction, such as the pervasive influence of market mechanisms and the crucial interplay between market dynamics and contractual tools, our study seeks to assess the value relevance of IFRS 9 implementation in banks, and its role in bridging the gap between book and market values of equity. Given that the balance sheets of these entities can be analogized to a security portfolio largely composed of self-generated illiquid assets, the study posits that accounting information, when it maintains a predicted association with the market value of equity as per the criteria outlined by Barth *et al.* (1994; 1996; 2001), is deemed to be value-relevant. A confirmation of this hypothesis would imply that investors regard the accounting information as both relevant and reliable, reflected in a closer alignment between the book and market values of equity.

Keywords. Fair Value Accounting; Financial Intermediaries; IFRS 9; Equity Valuation; Value Relevance.

1. *Introduction*

According to Flannery and Bliss (2019), «The concept of market discipline, as applied to banks and financial institutions, focuses on the financial firm's security holders as the market agents involved in disciplining the firm. The risk/return proper-

ties of the activities in which the firm is engaged is the behaviour to be disciplined». Therefore, the main objective of market discipline is to reduce excessive risk taking by banks and other financial firms. To this extend, we can talk about *ex-ante* market discipline when it leads to firms avoiding excessive risk taking; alternatively, *ex-post* market discipline leads to firms reversing excessively risky actions. In this respect, the ability of outsiders to monitor a bank's condition is the required first stage of market discipline. In this respect, market discipline is insured by the fact that financial markets are generally considered efficient, so that investors set prices that accurately reflect a firm's financial condition (Fama 1970).

The banking literature suggests that market efficiency may be partially limited because banks tend to be "opaque", that is investors find difficult to identify bank asset values and risk exposures (Flannery 2001; Iannotta 2006). One major source of bank opaqueness is related to the fact that loans, which represents a large component of the assets especially for commercial banks, are hard to value for investors. This is due mainly to the intrinsic non-negotiable nature of loans as self-generated financial assets based on private information (Diamond 1983). Because banks hold a large volume of non-tradable assets, the asymmetry of information of banks and the public concerning the quality of these assets could provide a potential role for regulators in the collection and dissemination of information on bank asset quality.

In order to reduce bank opacity, regulators have been revising the accounting rules over time to improve banks accounting quality. The regulatory intention is to increase the accounting quality of banks to positively affect investors' perceptions about the ability of bank financial statements to increase transparency and, implicitly, shareholders' value. In turn, an understanding of the capital-market outcomes of accounting standards is of interest to policy makers, as it helps evaluating whether the reform leads to higher financial reporting quality, and thus benefits international investors (European Commission 2015).

In this respect, the International Accounting Standards Board (IASB) has been revising the accounting standards that applies

to loans evaluations to improve the quality of their assessment. On January 2018, the new International Financial Reporting Standard (IFRS) 9 went into force that introduced a new expected loss impairment model that aims to timely evaluate the value of loans.

In this paper, we investigate at theoretical level the current debate about the implications of IFRS adoption for capital markets and highlight the potential consequences on market discipline. That is, whether market prices adequately capture the information content of the accounting standards. To the extent that the new accounting rules (such as IFRS 9) aim to make the balance-sheet items more informative, the book-value and the market-value of equity should tend to align. Conversely, if the accounting standards do not improve the investors' ability to value opaque assets, we would not observe an improvement of the alignment between book-value and market-value of equity. This, in turn, would provide evidence in favour of the violation of standard market assumptions (i.e. "market failure"). It must be noticed that market discipline entails two components (Bliss and Flannery 2002). First, investor must identify the condition of banks in a timely and accurate manner. This implies that investors are rational (or that there are no limits to arbitrage), and that they find the new accounting information to be valuable (i.e. accurate). The second component of market discipline requires that reaction from investors to bank's financial conditions influence the firm behaviour.

This paper is organized as follows. Section 2 discusses the revision process of the accounting standard IFRS 9. Next, Section 3 describes the main findings related to the current literature in the banking sector. We conclude in Section 4 by discussing directions for future research.

2. *Background of the accounting rules in the banking sector: from IAS 39 to IFRS 9*

In March 1999 the IASC (International Accounting Standards Committee) published the international accounting standard IAS 39, which was subjected to significant changes overtime,

and eventually replaced by the International Financial Reporting Standard (IFRS) 9 in 2018. The reasons behind these continuous changes and additions lie in the continuous evolutions of the financial markets and in the intrinsic convolution of banks.

Normally, the items in the financial statements are explained in a single accounting principle, while for financial instruments the complexity of the subject is such to require simultaneous and cross-consultation of different accounting principles (i.e., IAS 32: definition and presentation in the financial statements; IAS 39: classification of financial instruments in four categories, recognition, and measurement; IFRS 7: disclosures). The high level of complexity is also due to the fact that a single principle dictates the provisions for the accounting and recognition of financial instruments both for credit and financial institutions and for industrial and commercial companies. All these factors have contributed to generating a complex regulation (Guidantoni and Verrucchi, 2009).

Financial instruments, according to the approach of IAS 39, followed the postulate of the prevalence of substance over form, i.e. they are classified according to their purposes. Therefore, a discretionary component was somehow inevitable in the choice of purposes to be attributed to a specific financial instrument considering its contractual characteristics. The main objective of IAS 39 was to define the methods for the initial recognition and subsequent measurement of the largest part of financial instruments (International Accounting Standards Board, IAS 39: Financial Instruments: Recognition and Measurement, paragraph 1). IAS 39 classified financial assets in four categories:

(i) financial assets at fair value through profits and losses (FVTPL);
(ii) investments held to maturity (HTM);
(iii) financial assets available for sale (AFS);
(iv) loans and receivables (L&R).

The classification of financial assets included three categories with their own characteristics and one, the last, of a residual type, containing all the financial instruments that do not fall within the previous ones.

The general criterion assumed that, after initial recognition,

the credit institution had to measure financial assets, including derivatives that constitute assets, at their fair value, without any deduction for transaction costs that may be incurred in the sale or disposal. For the first category, which also included assets held for trading (HFT), the changes in fair value had to be recognized through profits and losses, while for the third category the differences in value had to be recognized via net equity changes. At the time of disposal, the overall profit (or loss) on financial assets AFS, accumulated in equity, had to be transferred to the operating income of the income statement. The exception to this general principle concerned assets classified as loans and receivables (L&R) and those classified as held to maturity (HTM), which had to be valued at amortized cost, using the effective interest criterion. A further exception was provided for investments in equity instruments that did not have a market price in an active trading venue and whose fair value could not be reliably measured (such as related derivatives), that had to be measured at amortized cost. IAS 39 assumed that the initial recognition of a financial asset could take place on the date of the negotiation or on the settlement date (International Accounting Standards Board, IAS 39: Financial Instruments: Recognition and Measurement, paragraph 14). The choice had to be applied consistently to all instruments belonging to the same category. The subsequent valuation envisaged three criteria, which are valuation at fair value, at amortized cost and valuation at cost.

According to IAS 39, an entity had to recognize a financial instrument only when it becomes the holder of rights and obligations related to the financial asset or liability considered. The initial recognition in the financial statements is a fundamental step that led the subsequent evaluation of the instruments depending on two main factors: the position and purpose previously assumed.

At initial recognition, all financial assets and liabilities had to be recognized at fair value considering transaction costs. The only exception was for financial instruments belonging to the FVTPL-category, in which the transaction costs did not participate in the formation of the price of the instrument but, instead, were charged directly to the income statement.

The IAS 39 standard assumed that the fair value of a financial asset at the time of initial recognition should normally equal the transaction price (i.e. the fair value of the consideration given or received). The choice of the criterion to be used was strictly linked to the classification in the various categories, both for assets and for liabilities, carried out in the initial recognition phase. IAS 39 allowed the entity to change the category of a financial instrument within which it was recognized when the purpose for which it was held changed.

In contrast, financial liabilities were classified at the time of initial recognition based on their nature and not on the purpose for which they were held. Since it is rare for an instrument to change its nature, it followed that they were reclassified in very few cases. Moreover, a financial liability necessarily fell within the FVTPL category only and only at the time of initial recognition.

The discipline of IAS 39 also provided that, if an asset had undergone a reduction in value at the balance sheet date, the entity would have to evaluate it and recognize it through the incurred loss method, which considers only the losses already accrued, leaving out the expected losses. The postponement of the recognition of losses to a too advanced stage of the credit cycle, together with the excessive discretion granted in the classification of the same type of financial instrument at the time of initial recognition, reducing the comparability of financial statements, led the IASB to replace the IAS 39 with the International Financial Reporting Standard (IFRS) 9. Its entry into force, accelerated also by the worsening of the dynamics caused by the financial crisis of 2008/2009, aimed to respond to the criticisms according to which IAS 39 was too complex, inconsistent with the way entities manage their businesses and risks (Strampelli, 2010).

The IASB developed IFRS 9 in three phases, to deal separately with the classification and measurement of financial assets, impairment, and hedging. For our purposes, the main innovation introduced by the IFRS 9 is that the new standard is based on the concept that financial assets must be classified and measured at fair value, representing their initial cost:

(i) with changes in fair value recognized in the income statement as they occur (FVTPL, Fair Value Through Profit and Loss);
(ii) unless restrictive criteria are met for the classification and valuation of the asset at amortized cost (AC);
(iii) at fair value recognized in the other components of the comprehensive income statement (FVTOCI, Fair Value Through Other Comprehensive Income) which impact on the shareholders' net equity.

As such, the fair value and related subsidiary criteria (i.e. AC and FVTOCI) are largely based on the discounted cash-flow methodology that aims at ensuring a better alignment of the accounting representation with the valuation perspective of financial markets also consistently with the related interpretation of the bank as a portfolio of financial assets. Consequently, under the IFRS 9, the basis on which assets are measured is the way they are classified (International Accounting Standards Board, IAS 39: Financial Instruments: Recognition and Measurement) while under the IAS 39 the reverse was true – the way assets are classified generally determined the basis for their measurement.

In turn, the valuation criteria to be applied depend, in a two-step approach, from: (i) the business model underlying the financial investment and (ii) the contractual cash flows of each asset.

The business model mainly refers to the management goal of investing in financial assets that basically leads to their classification in three categories: (i) financial assets acquired in order to collect the contractual cash-flows (i.e. held to collect – HTC); (ii) financial assets hold both for collecting the expected cash-flows and for trading purposes (held to collect and sell – HCS) and (iii) financial assets acquired for trading or different reasons than the previous ones (Di Lazzaro *et al.*, 2018).

Disregarding herein the fair value option to eliminate disparities in accounting treatment, if financial assets are held for other reasons than for the categories (i) and (ii), they are recognized at fair value through profit and loss (FVTPL). For the other categories, the IFRS 9 requests, as a second step, to apply the so called SPPI test (Soley Payment of Principal and Interest) to

verify the contractual characteristics of the cash-flows deriving from the financial asset.

In simplified terms, if the contractual flows are given by interest and principal payments only: (i) the HTC-assets are recognized at amortized cost (AC) by calculating their implicit effective yield as, for example, for loans, while (ii) the HCS-assets are valued at fair value through the other comprehensive income (FVTOCI). If the contractual cash-flows differ from pure interest and capital payments, the PVTPL applies. To this end, financial intermediaries must develop adequate internal policies and procedures for the proper assessment of the business models, appropriately linked to the governance and risk management. Unlike the identification of the business model, which must be conducted at a higher level of asset aggregation, the analysis of the contractual characteristics of the cash-flows must be performed on each asset at the time of its initial recognition in the financial statements (PWC, IFRS 9 – Financial Instruments. Understanding the basics, 2017). Table 1 highlights the main differences in the classification and valuation criteria under the IAS 39 and the IFRS 9.

Table 1. Classification of Financial Assets: IAS 39 and IFRS 9 compared

Category of Financial Instruments	*IAS 39 Regulation*	*IFRS 9 Regulation*
Investments in equity instruments	Classified in the "available for sale" category. The changes are entered in an equity reserve.	Valued at fair value with profits or losses recognized optionally in shareholders' equity or in the income statement.
Assets held to maturity	Valued at amortized cost with changes in the income statement.	Valued at amortized cost if the "business model" and the characteristics of the cash flow are satisfied, otherwise valued at fair value with a change in the income statement.

Financial assets held for trading	Valued at fair value at the time of purchase with the recognition of the changes in the income statement.	The conditions for valuation at amortized cost are not met, therefore they are valued at fair value with the recognition of the changes in the income statement.
Financial assets available for sale	Valued at fair value with changes in equity.	Valued at amortized cost if the "business model" and the characteristics of the cash flow are satisfied, otherwise valued at fair value with a change in the income statement.
Financial liabilities available for sale.	Fair value measurement with recognition of profits and losses in the income statement.	Valued at amortized cost if the "business model" and the characteristics of the cash flow are satisfied, otherwise valued at fair value with a change in the income statement or shareholders' equity in some special cases.
Financial liabilities generated by the company.	Valuation at amortized cost with recognition in the income statement.	Valued at amortized cost if the "business model" and the characteristics of the cash flow are satisfied, otherwise valued at fair value with a change in the income statement.

Source: Authors' elaboration.

The second nodal issue of intervention by the new accounting standard concerns the proper and timely recognition of value adjustments of e.g. loans (impairment), in relation to the relative worsening of their credit quality. In that respect, the IFRS 9 introduces a "forward looking" approach", which provides for the quantification of losses in a preventive manner based on the expected losses that characterize the banking business. This change in approach appears of paramount relevance compared to the previous principle largely based on the identification of a trigger event capable of worsening the creditworthiness of the debtor.

The impairment model of IFRS 9 requests financial intermediaries to segment the loan portfolio according to its credit quality in three categories (stages) ranging from: performing loans (stage 1) to non-performing credits (stage 3) and introducing an intermediate classification (stage 2) for underperforming debtors (stage 2). The key point is represented by the fact that the IFRS 9 requests to consider from the beginning the potential credit losses embedded in the loan portfolio based on the degree of deterioration of the credit risk of the financial assets in place. More in detail, the accounting framework now provides to assess the value adjustments considering the probability of default *via* (i) probability of default, (ii) loss given default and (iii) exposure at default calculated over: the time period of 12 months for fully performing loans (classified in stage 1) or the entire residual life of the credit for underperforming (stage 2) or non-performing or defaulted (stage 3) exposures. Underperforming loans include all exposures suffering a significant credit deterioration with respect to the previous recognition and belonging to high-risk rating classes. In that perspective, also performing loans will always be characterized by a marginal expected loss based to be accounted for.

This approach is fundamental for the financial stability of the sector, which makes it possible to estimate the expected losses and the related provisions, which will have to be updated at each reporting date to reflect the changes in credit risk, since the expected losses reflect the expectations of the management regarding the possible difficulties encountered in the collection of contractual cash flows. The use of the expected loss leads to an improvement in risk management and therefore to a better focus on risk management, both from the point of view of the efficiency and effectiveness of the methodologies for the expected estimate compared to the past (Beatty and Liao 2011). In addition, banks that recognize losses for longer in a downturn are more prone to credit crises than those that recognize losses earlier. This will allow banks to increase their equity in times of expansion and to minimize their contraction in times of recession, thereby reducing the volatility of balance sheet items. As a result, additional information is introduced with the aim of as-

sisting investors and analysts in the qualitative and quantitative analysis of expected credit losses. To this end, institutions will need to provide key information, intrinsic to the measurement of expected losses for each type of instrument (Lloyd 2014).

The previous accounting standard generated excessive discretion, as the financial statements of banks having high-risk, loss-free and high-profitability financial instruments could not be compared with those of intermediaries having low-risk financial instruments that do not provide truthful information about the credit risk (IAS 39, International Accounting Standard, par. 59). Moreover, the experience of the financial crisis showed how the incurred loss model was not suitable to protect the microeconomic and macroeconomic stability of the banking sector, also considering a significant pro-cyclical tendency embedded in the accrued loss perspective.

According to the studies conducted by the European Banking Authority (EBA) starting from 2018, the new accounting standard will have a greater impact on the financial statements of banking institutions due to the changes made to the impairment model, which, as we know, has become expected loss, with a "forward looking" vision, replacing the incurred loss. Specifically, the new accounting standard will require banks to determine greater provisions, especially with reference to performing loans. Banking institutions, with the entry into force of IFRS 9, have to increase the provision also for performing loans and they will no longer have to distinguish between non-performing and performing loans. With IAS 39, the impact of performing loans was minimal, also because the provision was calculated based on portfolios consisting of several financial instruments and considering the expected losses over 12 months. With the new standard, the calculation of the provisions will take place for each individual loan and the expected loss will be calculated based on the residual life of each of them, if they have shown an increase in credit risk; consequently, there will be an increase in the provisions for this type of credit.

3. *Empirical Evidence about the effect of the IFRS 9 adoption: a literature review*

As described in Section 2, in 2014 the IASB, published the IFRS 9, replacing IAS 39 to mitigate the problems that emerged during the recent financial crisis, and with the aim of improving the accounting of financial instruments (Bischof and Daske 2016); thereby influencing investor perceptions of the ability to increase shareholder value.

IAS 39 was heavily criticized, both for the excessive complexity of hedge accounting (Bernhardt *et al.* 2014; Duh *et al.* 2012), and due to its evaluation opacity, deriving from the reduced comparability induced by its classification model (Panetta *et al.* 2009). Considerable discussions have also taken place among the proponents of the theory according to which the mark-to-market valuation induces volatility and a pro-cyclical effect (e.g. European Central Bank [ECB] 2004; Novoa *et al.* 2009; Panetta *et al.* 2009). Similarly, (Novotny-Farkas 2016) also found that the incurred credit losses model of IAS 39 allows only objective recognition, generating a delay in its identification. According to the authors, the early recognition of credit losses reduces the accumulation of excess losses and the overestimation of regulatory capital, reinforcing the effects of financial regulation, but running the risk of increasing the volatility of regulatory capital due to the dependence on estimates of the main input parameters of the Expected Credit Loss model (ECL). The limits of IAS 39 have also been highlighted and dealt with by various international bodies, according to which, the model of losses suffered has led to a delayed and insufficient recognition of the credit losses of banks and, therefore, contributed directly to the crisis (Financial Stability Forum 2009; G20 2009; Gaston, Song 2014; Novoa *et al.* 2009).

While the IASB did not consider the loss-incurred model as the main culprit in the aftermath of the 2008 crisis, it did what the G20 "wanted" (Hoogervorst 2018) and developed IFRS 9.

Supporters of the reform, widely desired by most of the world leaders (as emerged from the 2009 G-20 summit), affirm that IFRS 9 reduces and simplifies the numerous rules of IAS

39. Specifically, IFRS 9 should guarantee a greater comparability between countries, reducing the degree of disclosure of the asymmetry, particularly for international investors, and increasing the relevance of the value of accounting data for investment decisions (Chen *et al.* 2013). The fact that the IFRS 9 has shown important implications for the banking sector is also documented by the existing literature. More precisely, the financial and accounting literature has examined that the countries that have compulsorily adopted these principles have registered an increase in market liquidity and a consequent reduction in the cost of capital (Daske *et al.* 2008). Furthermore, the increase in market liquidity is due to the growth in inflows of foreign direct investment (FDI), especially for developing countries (Gordon *et al.* 2012). Other studies state that there is an increase in share prices (Armstrong, Barth 2010) and an improvement in the quality of information for financial analysts (Byard *et al.* 2011) when events occur that increase the likelihood of IFRS adoption.

Conversely, other studies have analyzed whether the change in international accounting standards on impairment was the right "cure" to recover investor confidence (Onali and Ginesti 2015). The authors have shown that the impairment model sanctioned by IFRS 9 can induce changes share prices and improve the opportunity for banks to recognize impairment of financial instruments in a timely manner. Specifically, the authors demonstrated that market prices can respond well if investors believe that the write-downs in the statements have been recognized in time, which improves the reliability of the statement relating to the credit portfolio of the bank in question.

According to an analysis carried out in 17 countries involving 137 banks from July 2009 to 2014, international investors did not realize the importance of the reduction in value on expected losses. Moreover, the use of the expected credit loss model provided a more cyclical estimate than the actual loss model (Covas and Nelson 2018). Through their research, the authors demonstrate that banks during the period of the subprime mortgage crisis by having the expected credit loss model introduced by IFRS 9, could have predicted a deeper crisis by contracting

the lending activity of another 9%. In line with the new rules, expected losses would have to be set aside for the initial loan amount for all loans, so banks would not be willing to lend to risky customers, as they would have to recognize an immediate loss.

Similarly, Lu and Nikolaev (2022), demonstrated that the write-down of losses through IFRS 9 could have had less impact than the write-down of estimated losses through the IAS 39 method. Furthermore, Wheeler and Barrett (2019), analyzed the existence of a stronger link between the expected losses estimated through the IFRS 9 model and the evolution of exchange rates for large banks, which thanks to a greater set of information provision, may allow investors to better understand the potential magnitude of expected losses. The author argues that the transparency of banks can increase if the share price also reflects private information, helping investors in the process of estimating expected losses. In favor of the introduction of the new IFRS 9 accounting standard, Cantrell *et al.* (2014) analyze whether the fair value of the loans or their purchase cost could provide more and better information on the write-down of the receivables. They found that the net purchase price of the loans generates a better estimate of the potential future impairment compared to fair value.

Kund and Rugilo (2019) analyzed the impact of the credit loss model expected by IFRS 9 on financial stability. The authors believe that its net impact is ambiguous, because while the timely recognition of losses mitigates the pro-cyclical effects and improves financial stability, on the other hand it weakens capital adequacy. The implementation of IFRS 9 meant that less secure lending initially resulted in higher costs for banks, which can lead to a shock in banks' credit supply and may prevent banks from lending. Therefore, the quality of the instrument becomes more important with the new accounting standard.

The new IFRS 9 requirements were initially accepted, but doubts arise on its impact on financial stability (European Banking Federation 2017) and on the impact of earnings management (Giner and Mora 2019; Novotny-Farkas 2016), especially related to managerial discretion in provision for credit losses.

Since the first simulations showed a significant negative effect of the transition to IFRS 9, as of January 1, 2018 on the capital of banks (Abad and Suarez 2017; Krüger *et al.* 2018; Basel Committee for the banking supervision 2017; European Commission 2016) began to fear its negative impact on the capitalization of banks. Consequently, Regulation (EU 2017/2395) on transitional arrangements to mitigate the impact on own funds was adopted, introducing a phase-in transaction period.

According to other studies, the increase in liquidity would be concentrated in the member countries of the European Union (EU) and limited to five countries that have made substantial changes to their legal and regulatory systems considering the introduction of IFRS 9. In all other countries, the mandatory reporting of IFRS has had a limited impact on liquidity (Christenen *et al.* 2013).

Despite the anticipation of larger write-downs and a negative effect on bank equity upon transitioning to the Expected Credit Loss (ECL) model, some argue that this effect is ambiguous as forecasting models cause strong reactions to change in the aggregate state of the economy. (Abad and Suarez 2017; Seitz *et al.* 2018) and differ markedly between troubled and non-troubled banks, European countries, and regions (Seitz *et al.* 2018). Consequently, contrary to general expectations, the move to IFRS 9 in a post-banking recovery environment such as Slovenia, permeated by optimistic prospects for economic growth, could almost have a negative impact on banks' capital.

Existing empirical evidence on the actual effects of day one of the transition to IFRS 9 is scarce and focuses on global and/or systemic banks. Furthermore, it is consistent with the forecasts that indicate that at the time of transition to IFRS 9, banks reported further write-downs and reductions in equity compared to IAS 39 (European Banking Authority 2018; Ernst and Young 2018; Deloitte 2019), however the magnitude of this effect varies both between institutions and between different regulatory settings (KPMG 2018).

As regards to Europe, various works have compared the importance of the value of the IAS/IFRS at the time of their introduction. Armstrong *et al.* (2010), achieved contradictory results

regarding the ability of the new standards to increase the significance of the value of the accounting amounts compared to the previous ones. Scholars who carry out a comparative analysis of the relevance of value before and after the introduction of a new set of accounting standards have obtained conflicting results, participating in the debate in the literature on the effectiveness of IAS/IFRS in influencing the quality of disclosure financial and, as an accounting quality dimension, relevance of the value of the accounting data.

Although they are considered a set of high-quality accounting principles that improve the comparability of financial data between companies worldwide (Jacob and Madu 2009), the evidence has not provided consistent results on their ability to improve the quality of financial reporting. Not everyone, in fact, agrees on the goodness of these benefits for investors (Christensen 2012), since, as pointed out by Hail *et al.* (2010a; 2010b) IFRS adoption may lead to higher IFRS reporting costs and advisory fees, prompting investors to react negatively. In this sense, they also examined the reaction of the stock market to the adoption of IFRS in the United States (Joos and Leug 2013), demonstrating that investors perceive the adoption of the IFRS in a positive way if IFRS are expected to lead to benefits of convergence. On the contrary, the reaction is less positive for companies with a higher risk of litigation. The results achieved by (Prather-Kinsey and Tanyi, 2014) are also of the same opinion, analyzing the reactions of the market to the press releases relating to the IFRS of the Securities and Exchange Commission (SEC) between 2007 and 2011 regarding the potential adoption of IFRS in the United States, using a sample of ADR companies and multivariate regression analysis, find a significant and positive market reaction to the SEC announcements regarding the potential adoption of IFRS in the United States for ADR companies reporting their financial statements using IFRS. Conversely, they find a significantly negative market reaction to the SEC announcements of potential adoption of IFRS in the United States for ADR companies currently reporting their financial statements using United States Generally Accepted Accounting Principles (GAAP). They conclude that the SEC's adoption of

IFRS can benefit global and US equity market participants over local GAAP reporting by providing a common basis for investors, issuers, and others to evaluate investment opportunities. According to a recent study by Mechelli and Cimini, (2020a) in the presence of a high-quality corporate governance or investor protection environment, IFRS 9 is more relevant than the value of IAS 39, while on the contrary IAS 39 will be more relevant in the case of corporate governance of quality or if the investor protection environment turns out to be of low quality.

Since the transition from IAS 39 to IFRS 9 has become mandatory for financial statements for financial years starting from January 1, 2018, the empirical evidence of its real effects is still of limited proportions. Encouraged by banking regulators, most existing studies in the field estimate the effect of day one on financial stability, with a focus on the impact of the ECL model on regulatory capital. Although regulators initially expected significant reclassifications of financial instruments in the fair value basis, the interviewed banks argued from the outset that the classification and measurement requirements of IFRS 9 would not have a significant impact on capital requirements (EBA 2016). Furthermore, the results of the preliminary studies on the anticipated effect of the IFRS 9 write-down model varied significantly between individual banks, showing an average expected first-day increase in financial asset write-downs between 18% (EBA 2016) and 42%. (European Systemic Risk Board 2017), compared to IAS 39. Initially, a similar transfer effect from the incurred losses-model to the expected losses-model was also forecasted in the academic literature. Gomaa *et al.* (2019) used a controlled environment to find a potential increase in both the level and sufficiency of periodic reserves. The authors reported this as the combined effect of two factors related to IFRS 9: (1) elimination of the minimum threshold condition for the recognition of impairment of financial assets and (2) incorporation of forward-looking information in the model.

Abad and Suarez (2017) also predicted an increase in provisions for credit losses. However, using a model estimate of a typical corporate loan portfolio by EU banks, they showed that the IFRS 9 ECL model was more responsive to changes in

economic conditions than the supported IAS 39 model. Therefore, the authors estimate that banks will be more capitalized in times of economic expansion and less in times of contraction, compared to the effects of the IAS 39 model of incurred losses. Furthermore, Kruger *et al.* (2018) showed that this effect also depends on the quality of the asset portfolio, as higher credit risk increases expected lifetime losses. Finally, Seitz *et al.* (2018) combined both effects in a broad simulation on European banking data from 2005 to 2014, which showed that expected credit loss provisions were highly sensitive to both economic conditions and the quality of the asset portfolio.

As IFRS 9 entered into force on January 1, 2018, the first evidence of its actual effect was available following the publication of the financial statements for the first quarter of 2018. Results of these studies, focusing on the impact of the first day on provisions, regulatory capital, and shareholders' equity of banks, indicate that the anticipated effects of IFRS 9, as reported in the preliminary studies, have been overestimated. Ernst and Young (2018) analyzed the IFRS 9 transition disclosures of 20 global first level IFRS reporting banks. All but one German and two Canadian banks reported increased write-downs of financial assets during the transition to IFRS 9. However, the banks said the reported impact was less than expected prior to the transition due to write-off policies anticipated, strong forward-looking macroeconomic conditions incorporated into the depreciation and reclassification models in FVTPL.

Loew *et al.* (2019) have conducted the most comprehensive study to date. Out of a sample of 78 systemic banks supervised by the ECB, they observed on average -20 bps (with an extremely high standard deviation of 145 bps) of impact on regulatory capital, mainly due to higher write-downs and provisions, reducing on average the banking capital by 1.8%. The study also found that banks reclassify only 4.6% of financial assets on average. Furthermore, out of 78 banks analyzed, only 9 reported a combined positive effect of write-downs of financial assets and provisions for off-balance sheet exposures on bank assets, including both Slovenian banks included in our sample Abanka and Nova ljubljanska banka (NLB banka). Khan and

Damyanova (2018) report similar results for the sample of 16 European banks with total assets exceeding € 300 billion.

One field of the literature relating to how markets adequately capture the information content of accounting policies is that which examines whether accounting information is considered relevant for value when it has the expected association with the market value of equity (Barth and McNicholas 1994; Barth and Clinch 1996; Barth *et al.* 2001). If the accounting information is considered relevant by investors and sufficiently reliable to be reflected in the market value of the capital, then there is an association between the fair value adjustments and the market value of the capital. The relevance of value is, therefore, a dimension of accounting quality (Barth *et al.* 2008). Among the most influential works relating to the relevance of the value of losses and fair gains in the banking sector, Barth and McNicholas (1994) and Ahmed and Takeda (1995) were the first investigating the relevance of the value of gains and losses on banks and securities on investment. More specifically, Barth and McNicholas (1994) studies the extent to which disclosed fair value estimates of banks' investment stocks and their gains and losses are reflected in stock prices relative to historical costs. He concludes that estimates of the fair value of investment securities are reliable and relevant to investors and provide significant explanatory power beyond the amortized cost in valuing banking assets. However, he finds weak results on the significance of fair value losses/gains and argues that there is more noise in these variables. He points out that unrealized gains and losses on securities are estimated with enough error to make it difficult to establish the relevance of the value, raising the question of whether it is appropriate to include less reliable fair value estimates in earnings. In contrast, Ahmed and Takeda (1995) argue that the weakness of fair value gains/losses in Barth and McNicholas (1994) is attributable in part to the omitted changes in the value of other net assets affected by interest rate movements. When they consider exposure to changes in interest rates, they find that both unrealized and realized gains and losses are positively correlated to the market value of principal. Furthermore, Ahmed and Takeda (1995) find that realized losses/gains are less valuable in times of low capital

ratios. This is consistent with the fact that investors recognize the bank management's incentive to manage profits and regulatory capital when evaluating gains and losses. Recently, Dong *et al.* (2014) found that when a bank reclassifies unrealized gains/losses on securities available for sale (AFS) into net income (i.e. when a bank actually makes a gain or loss on AFS), there is an effect incremental on the banks' market values, suggesting that the reclassification provides additional information to investors about the bank's future growth. Related to this study is also the literature that addresses the question of whether disclosure of fair values for assets to be valued at historical cost can affect a firm's market value. This literature is related to this study for two main reasons. First, the accounting treatment of these assets / liabilities is in practice very similar to that of securities held to maturity (HTM), like loans. Second, there is usually no established market value available for these assets/liabilities (i.e. fair value is less reliable) as is likely to be the case for most HTM securities. Among these studies, Barth and Clinch (1996) provide evidence that the fair value estimates disclosed in SFAS no. 107, "Disclosures about the fair value of financial instruments", provide explanatory power for the values of bank shares in addition to that provided by the book values. In the banking sector, Eccher *et al.* (1996) study the loan portfolios of banks and find that fair values of reported loans are relevant for value only in a limited context. Nissim (2003) argues that the unreliability of fair values of disclosed loans is a consequence of banks' management incentive to misrepresent these values.

In summary, the literature on the effect of fair value losses and gains on the market value of equity provides conflicting results; consequently, the empirical evidence of the relevance of the value of losses/profits are important in the ongoing debate on fair value.

4. *Conclusions*

The aim of this paper was twofold. First, we wanted to analyze to what extent the introduction of the IFRS 9 in January 2018 improved the assessment of the book value of banks' eq-

uity. Second, we wanted to understand the market's response to the introduction of this new accounting principle.

If the market believes that the IFRS 9 improves the reliability of bank's financial statements, there should be a reaction of the market value of equity following its introduction in 2018, leading to an improvement of the assessment of the market value of banks' equity. In contrast, a lack of response by the market would be consistent with possible alternatives: (i) a "failure" by the market in incorporating valuable information into prices or, alternatively, (ii) the market believes that the new information provided by the IFRS 9 is not as valuable as to be incorporated into their beliefs. This would be the case if, for instance, the new accounting principles do not improve investors' ability to value opaque assets (e.g. loans). If this scenario occurs, we will not have a "market failure" but rather a "failure" of the international accounting standards.

To meet the abovementioned goals, we first discuss how the new accounting standard (IFRS 9) has impacted the operations of banks, improving, and simplifying the basic principles of the predecessor (IAS 39); then, in Section 3, we carry out a comprehensive literature review on the effect of the introduction of IFRS 9 in the banking sector.

Our analysis of the accounting revision process, in Section 2, points out how the new postulates of IFRS 9 has improved the ability of the financial statements to adequately reflect the real value of shareholders' equity, providing new valuable information to investors. In fact, a new model has been introduced for the valuation of expected losses, which allows a more future-oriented valuation, which has changed the primary vision, which has passed from a model based on the destination that management attributes to a single instrument (IAS 39) to one based on the economic activity management method (IFRS 9). We believe that the new regulatory standard has made it possible to limit the opacity that characterizes the assets of banks, directly regulating the valuation of loans, which represent an important asset component for commercial banks.

As described in Section 3, the main findings of the existing finance literature evidence suggest that the IFRS 9 has improved

the reliability of the report relating to the bank's loan portfolio, increasing investor confidence (Onali and Ginesti 2015). Furthermore, the reduction of information asymmetries has generated greater comparability also for international investors (European Commission 2015), consequently increasing the relevance of book values for investment decisions (Chen *et al.* 2013). Therefore, the empirical findings do not support the hypothesis of a "market failure" in reacting to the IFRS 9 introduction.

It must be noticed that the current studies on this field of the literature focus on the reaction of the equity values (i.e. prices and returns); however, we believe that a more direct test of "market failure or discipline" would be possible by directly comparing book values to market values of shareholders' equity. Future research in this field, should investigate whether the new international accounting standard IFRS 9 generates a more accurate alignment between the book value and the market value of equity than in the past.

References

J. Abad, J. Suarez (2017), *Assessing the Cyclical Implications of IFRS 9. A Recursive Model*, Occasional Paper Series, European Systemic Risk Board

A.S. Ahmed, C. Takeda (1995), *Stock Market Valuation of Gains and Losses on Commercial Banks' Investment Securities: An Empirical Analysis*, «Journal of Accounting and Economics», 20, pp. 207-225

C. Armstrong, M. Barth, A. Jaqolinzer, E. Riedl (2010), *Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe*, «The Accounting Review», 85, 1, pp. 31-61

M.E. Barth, M.F. McNichols (1994), *Estimation and Market Valuation of Environmental Liabilities Relating to Superfund Sites*, «Journal of Accounting Research Supplement», 32, 1, pp. 77-209

M.E. Barth, G. Clinch (1996), *International Accounting Differences and Their Relation to Share Prices: Evidence from U.K., Australian, and Canadian Firms*, «Contemporary Accounting Research», 13, pp. 135-170

M.E. Barth, D. Cram, K. Nelson (2001), *Accruals and the Prediction of Future Cash Flow*, «The Accounting Review», 76, pp. 27-58

M.E. Barth, W. Landsman, M. Lang (2008), *International Accounting*

Standards and Accounting Quality, «Journal of Accounting Research», 46, pp. 467-498

Basel Committee on Banking Supervision (2017), *Regulatory Treatment of Accounting Provisions – Interim Approach and Transitional Arrangements*, Bank for International Settlements

T. Bernhardt, D. Erlinger, L. Unterrainer (2014) *IFRS 9: The New Rules for Hedge Accounting from the Risk Management's Perspective*, «ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives», 3, 3, pp. 53-66

A. Beatty, S. Liao (2011), *Do Delays in Expected Loss Recognition Affect Banks' Willingness to Lend?*, «Journal of Accounting and Economics», 52, pp. 1-20

J. Bischof, H. Daske (2016), *Interpreting the European Union's IFRS Endorsement Criteria: The Case of IFRS 9*, «Accounting in Europe», 13, 2, pp. 129-168

D. Byard, Y. Li, Y. Yu (2011), *The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Financial Analysts' Information Environment*, «Journal of Accounting Research», 49, pp. 69-96

R.R. Bliss, M.J. Flannery (2002), *Market Discipline in the Governance of U.S. Bank Holding Companies: Monitoring vs. Influencing*, «Review of Finance», 6, 3, pp. 361-396

B.W. Cantrell, J. M. McInnis, C.G. Yust (2014), *Predicting Credit Losses: Loan Fair Values versus Historical Costs*, «The Accounting Review», 89, 1, pp. 147-176

C. Chen, D. Young, Z. Zhuang (2013), *Externalities of Mandatory IFRS Adoption: Evidence from Cross-Border Spillover Effects of Financial Information on Investment Efficiency*, «The Accounting Review», 88, pp. 881-914

H.B. Christensen /2012), *Why Do Firms Rarely Adopt IFRS Voluntarily? Academics Find Significant Benefits and the Costs Appear to Be Low*, «Review of Accounting Studies», 17, 3, pp. 518-525

H.B. Christensen, L. Hail, C. Leuz (2013a), *Mandatory IFRS Reporting and Changes in Enforcement*, «Journal of Accounting and Economics», 56, 2, pp. 147-177

H.B. Christensen, L. Hail, C. Leuz (2013b), *Proper Inferences or a Market for Excuses? The Capital-Market Effects of Mandatory IFRS Adoption*, Chicago Booth and Wharton working paper

F. Covas, W. Nelson (2018), *Current Expected Credit Loss: Lessons from 2007-2009*, Staff Working Paper, Bank Policy Institute

H. Daske, L. Hail, C. Leuz, R. Verdi (2008), *Mandatory IFRS Reporting Around the World: Early Evidence on the Economic Consequences*, «Journal of Accounting Research», 48, pp. 1085-1142

Deloitte (2019), *After the First Year of IFRS 9: Analysis of the Initial Impact on the Large UK Banks*

F. Di Lazzaro, T. Fabi, M. Tezzon (2018), *Principi Contabili Internazionali: Temi e Applicazioni*, Torino, Giappichelli

M. Dong, S. Ryan, X.-J. Zhang (2014), *Preserving Amortized Costs within a Fair-Value Accounting Framework: Reclassification of Gains and losses on Available-For-Sale Securities upon Realization*, «Review of Accounting Studies», 19, 1, pp. 240-282

R.R. Duh, A.W. Hsu, P.A.P. Alves (2012), *The Impact of IAS 39 on the Risk-Relevance of Earnings Volatility: Evidence from Foreign Banks Cross-Listed in the USA*, «Journal of Contemporary Accounting and Economics», 8, 1, pp. 23-38

EBA, *Report on Results from the EBA Impact Assessment of IFRS 9*, 2016

EBA, *First Observations on the Impact and Implementation of IFRS 9 by EU Institutions*, 2018

A. Eccher, K. Ramesh, S.R. Thiagarajan (1996), *Fair Value Disclosures Bank Holding Companies*, «Journal of Accounting and Economics», 22, pp. 79–117

European Banking Federation (2017), *EBF Position on IFRS 9 Transition Period (Proposed Article 473a of CRR2)*

European Central Bank (2004), *The Impact of Fair Value Accounting on the European Banking Sector – a Financial Stability Perspective*

European Commission (2015), *Evaluation of Regulation (Ec) N° 1606/2002 of 19 July 2002 on the Application of International Accounting Standards*

European Commission (2016), *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Amending Regulation (EU) No 575/2013*

International Accounting Standards Board, IAS 39: Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione, par.1

Ernst, Young (2018), *IFRS 9 Expected Credit Loss: Making Sense of the Transition Impact*

E. Fama (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, «Journal of Finance», 25, 2, pp. 383-417

Financial Stability Forum (2009), *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*

M.J. Flannery (2001), *The Faces of "Market Discipline*, «Journal of Financial Services Research», 20, pp. 107-119

M.J. Flannery, R.R. Bliss (2019), *Market Discipline in Regulation: Pre-and Post-Crisis*, in *Oxford Handbook of Banking 3e*, Oxford, OUP, § 23

G20 (2009), *Declaration on Strengthening the Financial System*

E. Gaston, I.W. Song (2014), *Supervisory Roles in Loan Loss Provisioning in Countries Implementing IFRS*, IMF Working Papers, 14, 170

B. Giner, A. Mora (2019), *Bank Loan Loss Accounting and its Contracting Effects: the New Expected Loss Models*, «Accounting and Business Research», 49, 6, pp. 726-752

M. Gomaa, K. Kanagaretnam, S. Mestelman, M. Shehata (2019), *Testing the Efficacy of Replacing the Incurred Credit Loss Model with the Expected Credit Loss Model*, «European Accounting Review», 28, 2, pp. 309-334

L.A. Gordon, M.P. Loeb, W. Zhu (2012), *The impact of IFRS Adoption on Foreign Direct Investment*, «Journal of Accounting and Public Policy», 31, pp. 374-398

S. Guidantoni, F. Verrucchi (2009), *Esercizi e complementi di contabilità internazionale (IAS/IFRS)*, Milano, Angeli

G. Iannotta (2006), *Testing for Opaqueness in the European Banking Industry: Evidence from Bond Credit Ratings*, «Journal of Financial Services Research», 30, pp. 287-309

IAS 39 *Financial Instruments: Recognition and Measurement*, London, <http://www.ifrs.org>

IFRS 9 *Financial Instruments*, London, <http://www.ifrs.org>

R.A. Jacob, C.N. Madu (2009), *International Financial Reporting Standards: an Indicator of High Quality*, «International Journal of Quality and Reliability Management», 26, 1, pp. 712-722

P. Joos, E. Leung (2013), *Investor Perceptions of the Potential IFRS Adoption in the United States*, «The Accounting Review», 88, 1, pp. 577-609

L. Hail, C. Leuz, P. Wysocki (2010a), *Global Accounting Convergence and the Potential Adoption of IFRS by the US (Part I): Conceptual Underpinnings and Economic Analysis*, «Accounting Horizons», 24, 3, pp. 355-394

L. Hail, C. Leuz, P. Wysocki (2010b), *Global Accounting Convergence and the Potential Adoption of IFRS by the US (Part II): Political factors and Future Scenarios for U.S. Accounting Standards*, «Accounting Horizons», 2010, 24, 4, pp. 567-588

H. Hoogervorst (2018), *Speech: Are we Ready for the Next Crisis?*, IFRS Foundation

PWC (2017), *IFRS 9 – Financial Instruments. Understanding the Basics*

E. Khan, V. Damyanova (2018), *European Banks' Capital Survives New IFRS 9 Accounting Impact, but Concerns Remain*, S&P Global Market Intelligence

KPMG (2018), *IFRS 9: Transition Impact on Banks in the Gulf Cooperation Council*

S. Krüger, D. Rösch, H. Scheule (2018), *The impact of Loan Loss Provisioning On Bank Capital Requirements*, «Journal of Financial Stability», 36, C, pp. 114-129

A.G. Kund, D. Rugilo (2018), *Does IFRS 9 Increase Financial Stability?*, «SSRN Electronic Journal»

A. Mechelli, R. Cimini (2020), *The Effect of Corporate Governance and Investor Protection Environments on the Value Relevance of New Accounting Standards: the Case of IFRS 9 and IAS 39*, «Journal of Management and Governance»

A. Mechelli, V. Sforza, R. Cimini (2020), *Dall'incurred-loss model all'expected-loss model: profili teorici ed analisi di impatto in sede di first-time adoption dell'IFRS 9*, «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», pp. 7-23

S. Lloyd (2014), *IFRS 9: A Complete Package for Investors*, Investor Perspectives-July, IFRS Foundation Publications Department, London

E. Loew, L.E. Schmidt, L.F. Thiel (2019), *Accounting for Financial Instruments under IFRS 9 – First-Time Application Effects on European Banks' Balance Sheets*, EBI Working Paper Series, 48, 1

Y. Lu, V. Nikolaev (2022), *Expected Loan Loss Provisioning: An Empirical Model*, «The Accounting Review», 97, 7, pp. 319-346

A. Novoa, J. Scarlata, J. Solé (2009), *Procyclicality and Fair Value Accounting*, Working Paper. WP 09/39, International Monetary Fund, Washington

Z. Novotny-Farkas (2016), *The Interaction of the IFRS 9 Expected Loss Approach with Supervisory Rules and Implications for Financial Stability*, «Accounting in Europe», 13, 2, pp. 197-227

E. Onali, G. Ginesti (2015), *New Accounting Rules for Loan Loss Provisions in Europe: Much Ado about Nothing?*, MPRA Paper No. 64266

F. Panetta, P. Angelini, U. Albertazzi, F. Columba, W. Cornacchia, A. Di Cesare, G. Santini (2009), *Financial Sector Pro-Cyclicality: Lessons from the Crisis*, Bank of Italy Occasional Paper, 44, 1

J.J. Prather-Kinsey, P.T. Tanyi (2014), *The Market Reaction to SEC IFRS-Related Announcements: The Case of American Depository Receipt (ADR) Firms in the U.S.*, «Accounting Horizons», 28, 3, pp. 579-603

B. Seitz, T. Dinh, A. Rathgeber (2018), *Understanding Loan Loss Reserves under IFRS 9: A Simulation-Based Approach*, «Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting», 16, 1, pp. 311-357

G. Strampelli (2010), *Gli ias/ifrs dopo la crisi: alla ricerca dell'equilibrio tra regole contabili non prudenziali e tutela della stabilità patrimoniale della società*, «Rivista delle società», p. 395

P.B. Wheeler 2021, *Unrecognized Expected Credit Losses and Bank Share Prices*, «Journal of Accounting Research», 59, 3

Domenica Tropeano

Financialization and the financial cycle after the GFC crisis: the role of the Federal Reserve

Abstract. This paper aims at understanding the evolution of financialization from the global financial crisis of 2007-8 to the Covid crisis. It focusses on a particular aspect of financialization, the evolution of the financial cycle. Drawing on Minsky's and Toporowski's insights the paper starts with a discussion of stages of capitalism dealing in particular with the finance capital stage of the Gold Standard age and the state finance capital phase of the period 1920-70 and compares them with the present period. The intervention of the state through the central bank in providing liquidity to financial markets in the United States will be examined. The liquidity provision by the central bank is directed to both the domestic and the international financial market for securities denominated in dollars. Central in this respect is the foreign exchange swap market. This reflects the increased integration in financial markets and the rising share of dollar denominated securities. The paper argues that a novel state finance capitalism could come out of the current Covid crisis. The main feature of that stage would be liquidity provision in dollars to financial markets and enterprises without steering them towards any societal shared goal. So that intervention would preserve the private interests of parts of the society without pursuing any public interest. Further, a contradiction is emerging between the regulatory changes enacted after the global financial crisis, the evolution of financial markets and the traditional way of conducting monetary policy.

Keywords. Regulation central bank financial cycle foreign exchange swaps.

Introduction

The paper aims at sketching the evolution of the central bank during the most recent stage of financialization and its perspectives for the future.

Financialization is not identified with data such as the increase of financial investments by non financial sector firms and their negative effects on accumulation (Stockhammer 2004) or a particular stage of the accumulation of capital or a particular focus on shareholders' value by corporations (Lazonick and O'Sullivan 2000).

As Toporowski (2020) argues, data are appearances through which financial processes occur. So, having chosen to study financialization as a process, the paper focusses on the evolution of the financial cycle in the period between the Great Financial Crisis (GFC) and the Covid crisis. Toporowski (2020: p.152) argues that changes in the financial process that is in the financing of firms assets through liabilities and in the financial cycle that is the size of that financing as wells as the composition of long and short term financial sources to back assets of different maturity are essential features to study the evolution of capitalism. The paper will look more directly at the balance sheets of financial firms and the interaction among different types of financial institutions as these changes also imply changes in the financial process and the financial cycle. So the implicit assumption is that financialization mainly regards finance.

As Toporowski (2020) writes, the study of financialisation is supposed to provide insight into the operations of finance in a market capitalist economy. He distinguishes further between processes and appearances pointing out that this goes beyond the distinction between exogenous and endogenous variables. This also leads beyond the notions of general equilibrium, which is in contradiction with the very notion of a process. A financial cycle would be essential to understand financialization. Financial cycles in turn change in different stages of capitalism following changes in financial structures. Toporowski (2020) focusses on the financing of firms rather than households or the state. He follows Minsky's periodization of capitalism in various stages enlarging the perspective to an international rather than simply US dimension and to the long term finance of firms and the capital market. The main stages of capitalist development are so described: a finance capital, a state finance capital, a pension fund capitalism. The current stage is described as evolving towards a

novel state finance capitalism as the liquidity in the market for bonds and shares is ensured by the state.

The paper will start from Toporowski's contribution to the debate on financialization by focussing on the role played in this novel state finance capital stage by the central bank. Central banks are not external to the evolution of both financial capitalism and the structure of finance but are a constitutive part of this structure and actively interact with other financial actors.

The central bank behaves differently according to the stage of capitalism in which operates and shapes the financial system while being affected by the same change that has concurred to create. There is no one-way causality but a cumulative process that may involve different directions of causality.

A sequence of institutional change may be described as follows. A change in the goals of monetary policy may require a change in the financial system, in the composition of financial firms and in the securities that they issue. The central bank in some historical episodes has decided to change market practices in order to be able to implement a new policy paradigm. Walter and Wansleben (2019) study the entanglements of central banks with markets and in particular the change in the targets of monetary policy occurred in the 1980s in the US and in Great Britain. In both cases – they show – the realization of the programme required a reshaping of markets and this in turn affected the financing structure fostering wholesale borrowing/long-term lending practices. They see no separation between monetary strategy and implementation policy (Walter and Wansleben 2019). So the central bank does not simply select among a given set of technical instruments to achieve a target defined by 'outside' forces (Walter and Wansleben 2019: p. 4). Central banks are engaged in active market construction as the outcomes of policy depend on how markets are shaped. Market construction becomes an essential aspect of securing alignment between policy programmes and their implementation contexts (Walter and Wansleben 2019: p. 4).

A different sequence of institutional change may be imagined too. First a change in financial regulation might occur, then in the assets and liabilities of banks as well as NBFI and finally

in the assets and liabilities on the balance sheets of nonfinancial firms. All these changes taken jointly might make monetary policy ineffective. Sometimes, the same central bank that has previously contributed to changes in regulation and/or has not reacted to changes in financing habits by banks and investment habits by firms, fails to acknowledge their consequences on monetary policy and on market liquidity as was pointed out by Minsky as early as 1957 (Minsky 1957).

This paper reads the events occurred in the interval between the GFC and the Covid crisis as an example of the latter sequence displaying itself. Further, it will look at how the central bank of the United States pursued a contradictory policy that on one hand contributed to change the structure of financial markets and the flows of financing to firms and on the other hand made its own monetary policy ineffective. Thus, changes in financial regulation and reforms of financial markets in the aftermath of the GFC created the conditions for successive liquidity crises and led to a more direct involvement of the central bank with the financing of firms beyond Quantitative Easing and other unconventional monetary policies.

The state through the central bank is and probably will be even after the Covid crisis more involved in the financing of firms and perhaps will be compelled to participate in firms capital if the crisis will cause a wave of insolvencies. At this stage of the crisis we are observing a rising entanglement of the central bank with financial markets. This is necessary given the pattern of wholesale borrowing-long term lending of financing that is the product of previous entanglements.

The features with which the central bank and the state are and will be being entangled with markets in the current stage of capitalism are different from both the pure finance capital phase roughly coincident with the Gold Standard and the state finance capital ranging from the Great Depression of 1929 until the 1970s. So what could emerge from the current tendencies is the morphing of some features of these two stages into a novel state finance capital.

There are different opinions on how the involvement of the state into firms capital should display itself. Some scholars are

pleading for a new New Deal (Burlamaqui and Torres Filho 2020). The opinion of the author of this essay is that the state will presumably preserve the centralization of capital through direct financing of capital as well as the wholesale borrowing/long term lending feature of contemporary finance by providing liquidity to the short term global dollar funding market. A new New Deal would require both the change in the goals of firms after their having been taken over by the state and a different entanglement of the central bank with markets so a total overhaul of the current financial structure. Though highly desirable, these developments do not appear realistic.

The plan of the work is as follows. In the first section differences as well as similarities of the current stage of capitalism to finance capital and state finance capital stages will be critically examined. In the second, the interventions of the Federal Reserve in the capital market and in the money market during the recent COVID crisis will be interpreted as an example of how the central bank might act in the future hybrid state finance capital stage. Conclusion will follow.

1. *The current stage of capitalism compared to the finance capitalism of 1870-1920 and the state finance capitalism of 1920-70*

1.1 *A comparison with finance capital of 1870-1920*

The current version of capitalism is similar to the finance capital stage as big multinational or transnational firms are the main actors in the economy but the state rather than supporting their economic success by territorial expansion and political domination through colonies uses other tools, by enlarging the legal and economic space in which they can operate. So free capital movements, investment treaties as well as the enforcement of international legislation on property rights, protection and patents are essential for the business model of multinational firms that produce in many different countries and invest their profits freely in open financial markets by choosing among an always expanding plethora of financial assets denominated in any currency

and whose main characteristic such as maturity and risks may be changed with the help of auxiliary securities (derivatives).

The main feature of the current stage of capitalism is a tendency towards the centralization of capital rather than to the concentration of capital through monopolies (Screpanti 2014; Bellofiore 2014; Brancaccio *et al.* 2015; Brancaccio *et al.* 2018; Foster 2015). Early Marxist literature on finance capital of 1890-1920 stressed the combination of finance and monopoly capital (Brancaccio *et al.* 2015). Instead, a defining feature of centralized capital is a corporate governance in which many firms are linked to each other though being juridically and spatially separated in contrast to the vertically integrated structure of a monopolistic firm.

Yet similarities between finance capital and the present stage of capitalism exist. The patterns of expansion of trade and foreign direct investments as well as the international dimension of finance are common points. During the Gold Standard foreign direct investments increased a lot as percentage of world domestic products though the extent to which they have increased in the period 1990-2012 is still greater (Subramanian and Kessler 2013: p. 7, Figure 2.2). Further, though after the global financial crisis started in 2007 world trade has registered lower volumes, the same does not hold for foreign direct investments that have continued to grow reflecting in part new mergers and acquisition among global firms (Brancaccio *et al.* 2015: pp. 64-65; Bellofiore 2014: p. 14).

Another similarity is in the great elasticity of credit creation both at the domestic and international level. Though in the Gold Standard age the international monetary system was based on gold, financial innovation had allowed to skip the gold constraint and to greatly increase credit following the growth of industry and trade. The use of bank deposits as means of payment instead of bank notes, that were linked to gold, was the trick. At the same time international payments were made by using bills on London rather than gold. So the system worked with a very thin gold basis (de Cecco 1974).

Credit creation however occurred along different routes. In the finance capital stage the money market was not so impor-

tant for the provision of long term credit to firms. The maturity transformation occurred on the balance sheets of banks. Great Britain was both a short tem debtor and a long term lender to the rest of the world (de Cecco 1975; Mehrling 2015b: p. 10). British banks financed long term investment abroad directly. Long term investment was also financed through the issue of bonds and shares. Trade bills instead were used to finance the working capital of domestic enterprises and international trade. In addition, trade bills were very different from modern money market predominant securities.

The instruments used in money markets now were used in the finance capital stage only in the US. Valchyshen (2019: p. 31) reports that the predominance in the New York money market since the beginning of the 20th century of call-money loans, that is overnight loans having as collateral bonds or stocks, with the possibility of re-hypothecation, was a feature of the US market and strongly contrasted with the characteristics of money markets in London and other leading European financial centres. In Europe short term loans in the money market were legally shaped differently and were still personal rather than impersonal. Instead over-certification and re-hypothecation, though not legally allowed, were widely practised in New York. This feature of US money markets led then to the overextension of credit to the stock exchange and to the financial crisis of 1929. Valchyshen (2019) reports that this type of loans ceased after the 1929 crisis because of the change in regulation enacted in the New Deal and resumed in the 1980s.

So the analogies between modern money markets and those of the Gold Standard age that have recently come to the forefront of academic debate (Merhling 2011; Mehrling *et al.* 2013; Sissoko 2014) may have been exaggerated. What is common is the fact that most securities are issued by private entities in both worlds; what is different is how the liabilities of those private entities are legally framed. Moreover, in our world there is no strict separation between short term money market finance and long term finance in contrast to the Gold Standard age.

1.2 *A comparison with state finance capital of 1920-1970*

The main difference with respect to state finance capitalism from 20-60 vintage is that the state and the central bank just follow the usages and the customs of the financial system rather than guiding them (Minsky [1986] 2008; Tropeano 2018: pp. 23-25). The state thus ends up financing corporations that act to maximize the value of their shares and payments to shareholders rather than pursuing any public purpose.

There are debates on what public purpose means and on how it can be defined but there is agreement among heterodox economists that it cannot be reduced to economic agents' utility maximization, Pareto optimality or shareholders value maximization (Ehnts and Hofgen 2020). The theme public purpose has been dealt with by other economists in the Post-Keynesian and Institutionalist tradition.

Commons theorized public purpose as the selection of private purposes that contribute to the public good (Zimarowski 1988: p. 399; Commons 1934). This may apply to various policies. For example, the state in selecting a means of payment by fiat should follow a public rather than a private purpose. The selection of one unit rather than another entails in fact a distributive policy, a transfer of wealth among social groups. This means that some customary tenders will not be acknowledged as legal tender Commons (1934: pp. 463-464).

Minsky also argued that the state should act in the public interest because he was of the opinion that leaving unfettered capital markets to thrive would have caused unstoppable cumulative processes and total instability rather than equilibrium as absence of motion (Ferri and Minsky 1994; Tropeano 2018). He was also convinced that pursuing each his or her own interest does not lead to an improvement for the society as a whole. The destructive force of every individual pursuing his own interest may only be tamed by institutions and economic policy.

Legal scholars writing on corporate governance dealt with the issue of public purpose too. In the US, corporations were originally introduced into law and chartered to follow a public purpose. The special privileges that were granted to them

as legal entities, not to their shareholders, were justified by this public purpose (Ciepley 2020: pp. 11-14).

In the period after the 2nd World War the state provided finance through various public banks and public financed corporations (such as the Reconstruction Finance Corporation in the New Deal) that were regulated in a different way according to their tasks. The size of banks balance sheet depended on the programmes that had been selected to be financed rather than on the marginal increase in profits. So the nature of the financial cycle was different with respect to the current financial cycle. Creation of credit occurred mostly on the balance sheet of banks rather than on those of non bank financial institutions and short term private money markets were not important either for the financial cycle or for the conduct of monetary policy. Actually short term private money markets were underdeveloped even in advanced countries throughout the period.

Nowadays instead the state is providing liquidity to private firms without asking them to act in the public interest. So the provision of liquidity by the state is oriented to achieve private goals.

In the next section the recent intervention by the Federal Reserve of the United States will be explored to show how the US through the central bank is supporting firms issuing dollar denominated liabilities both at home and abroad.

2. *The Federal Reserve during the Covid crisis: direct intervention in the capital market and support to the global dollar funding market*

The Covid crisis prompted a liquidity crisis in short term funding markets at both the domestic and the international level (Eren *et al.* 2020a; 2020b) and required a renewed intervention by the Federal Reserve along the lines already drawn during the Great Financial Crisis. The modalities of that intervention, though, had to be fitted to the changed financial structure that had resulted from the financial innovation, changes in regulation and changes in the same central bank monetary policy. A novelty with respect to the great financial crisis intervention is

that the Fed intervened directly through special purpose vehicles to buy corporate bonds and commercial paper and intervened again and with new facilities at the international level to restore the viability of the global dollar funding market.

2.1 *Interventions in the domestic market*

The Fed introduced new facilities to deal with the lack of liquidity in corporate bonds markets: (the Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF) to support credit for large employers for new bond and loan issuance and the Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF) to provide liquidity for outstanding corporate bonds (Federal Reserve 2020).

The PMCCF is so described by the Fed:

> The PMCCF will allow companies access to credit so that they are better able to maintain business operations and capacity during the period of dislocations related to the pandemic. This facility is open to investment grade companies and will provide bridge financing of four years. Borrowers may elect to defer interest and principal payments during the first six months of the loan, extendable at the Federal Reserve's discretion, in order to have additional cash on hand that can be used to pay employees and suppliers. The Federal Reserve will finance a special purpose vehicle (SPV) to make loans from the PMCCF to companies. The Treasury, using the ESF, will make an equity investment in the SPV. (Federal Reserve 2020).

The SMCCF is so described by the Fed:

> The SMCCF will purchase in the secondary market corporate bonds issued by investment grade U.S. companies and U.S.-listed exchange-traded funds whose investment objective is to provide broad exposure to the market for U.S. investment grade corporate bonds. Treasury, using the ESF, will make an equity investment in the SPV established by the Federal Reserve for this facility. (Federal Reserve 2020)

The Fed thus in the modalities of its intervention acknowledges that the most important channel for the provision of liquidity to firms is now represented by investment funds following a passive strategy such as those that aim at closely tracking the major financial indexes (ETFs). This is a tendency already present before the GFC that however has intensified in the 2010s.

Now passive funds aiming at tracking indexes, in particular three of them Blackrock, Vanguard and State Street, are the controllers of most firms quoted in the major stock indexes in the US (Fichtner and Heemskerk 2020).

The Fed in its intervention reached all the parts of the market for bonds and stocks on the demand side without any distinction between primary and secondary market and among the types of security bought by investors (bonds, shares, Etf). In its intervention the Fed provided not only relief to the short term money market but also long term finance to firms.

2.2 *The Fed as lender of last resort and market maker of last resort at global level*

The role of the Eurodollar market that had been decisive in the transformation of state finance in pension fund capitalism has been decreasing after the GFC and the task of providing dollar loans that is liquidity in dollars has been taken over by the market for foreign exchange swaps in which many financial institutions participate on both the buy and sell side. When that market does not work smoothly then it is a task of the Federal Reserve through lending to other central banks to inject dollars.

The main feature of this new financial cycle is that the Federal Reserve does ensure liquidity not only to the domestic market but also to the cross-border financial market serving both US and transnational firms. The size of this cross-border financial market has increased after the Great Financial Crisis. Nowadays most dollar loans are not dollar loans and dollar deposits on the balance sheets of Eurodollar banks but are being created through the use of derivatives called foreign exchange swaps. There is a discussion on what those swaps are as they may be considered hidden debts or cross-border repos (Borio *et al.* 2017; Comotto 2017; Murau 2018: 28; Poszar 2017a; 2017b).

So nowadays dollar financing happens through market tools. There has been an evolution from onshore dollar financing in which dollar loans and deposits were created on the balance sheets of US chartered banks to offshore dollar financing in which dollar loans and deposits were created on the balance sheets of

non-Us chartered banks called Eurodollar banks to foreign exchange swaps dollar financing in which secured dollar loans and the corresponding liabilities are created by banks and non bank financial institutions through the use of a security, the foreign exchange swap or the cross-currency swap, off-balance sheet.

Foreign exchange swaps are the new reserves of this cross-border monetary system and when markets do not supply enough of them the Federal Reserve is the only institution that can intervene to restore normal conditions by establishing swap lines with other countries' central banks. Swap lines have been important during the GFC and have been reactivated during the Covid crisis. They have become a permanent feature of the international monetary system. Swap lines among central banks just as swaps among private entities are loans of dollars against collateral in other currencies. When they are repaid the collateral is returned too.

In the same way as at the domestic level it is possible to sketch a circuit of central bank money (Rochon and Rossi 2007) so is at the international level too. A circuit of international central bank money arises when dollars lent by the Federal Reserve are returned back to it by foreign central banks. In the same way as a central bank creates reserves at the domestic level, the Federal Reserve creates new central bank money at the international level through central bank swaps. In order for the banks to repay their debt to their own central bank, a financial circuit, not only a bank money circuit, is needed (Rochon and Rossi 2007).

The financial circuit in this case passes through the private market for foreign exchange swaps. The creation of new central bank money cross-border reactivates private markets for foreign exchange swaps. Only then, after the intervention of the Federal Reserve, foreign exchange swap dealers have been able to create the dollars that were needed by the banks to repay dollar loans to their own domestic central banks. They may even have repaid them by transferring dollar deposits in their accounts at Eurodollar banks as central banks since the beginning of the Eurodollar system have placed deposits at it (Braun *et al.* 2020: p. 14). The domestic central banks in turn have repaid their loans to the Federal Reserve. So the circuit closes.

Within the US, the intervention of the Fed reactivated the flow of financing that was ruling before the Covid crisis. Foreign exchange swap dealers were again able to lend to other intermediaries that in turn lent to banks that financed non financial firms.

The interventions enacted during the Covid crisis distance themselves from the Quantitative Easing because, while QE aimed at changing the long term interest rate on government bonds and through this on other bonds including those issued by private entities, the facilities introduced in 2020 aimed at directly replacing the missing demand side and support the price of bonds and the channeling of finance to firms.

2.3 *Changes in financial structure and credit supply after the GFC*

After the GFC, the nexus between banks and non banks financial institutions both onshore and offshore had become stronger. Banks were increasingly relying on some NBFI for short term funding and in turn financing other NBFI such as hedge funds and investment funds (Eren *et al.* 2020b). All these links revealed themselves as weak in March 2020 during the Covid crisis. Outflows of investors from Money Market Mutual Funds caused a loss of financing for banks (Eren *et al.* 2020a: p. 68; Aldasoro *et al.* 2020: p. 68). In turn their financing of NBFI declined too. The financing by banks of NBFI before the crisis had contributed to building up leverage in that sector. In the spring of 2020 the leveraged NBFI were compelled to sell assets to get liquidity initiating a spiral of price falls. Margin calls by central counterparties that were playing a big role in the new financial stability global architecture caused problems as well and contributed to the fall in the price of assets (Huang 2020; Schrimpf 2020).

Cross-border links between banks and NBFIs were created through FX positions that generated liquidity and maturity mismatches (Aldasoro *et al.* 2020: p. 70). The issue is explained very clearly in Mehrling (2015a: p. 316, Table 1; 2013: p. 357) with a table. In the table below the balance sheets of a borrower, a creditor and two dealers are jointly sketched.

TABLE 1
Private Settlement

Assets	*Liabilities*	*Assets*	*Liabilities*	*Assets*	*Liabilities*
\$10 due from					\$10 due to
−\$10 due from +\$10 spot		+\$10/s FX spot	+\$10 spot	−\$10/s FX spot	−\$10 due to
		+\$10 term	+\$10/s FX term		
		+\$10/s FX term	+\$10 term		

Source: Mehrling (2013: 357)

In the first row we see that a country owes dollars to another country. In the second row a foreign exchange dealer creates a spot dollar liability that is used by the debtor to pay the creditor and receives an asset denominated in another currency. So the dealer balance sheet expands by creating credit in dollars. He bears an exchange rate risk and hedges that risk by issuing liabilities in the foreign currency and buying dollar assets (third row). The dealer lends dollars and borrows foreign exchange forward. At this point he still bears a liquidity risk as the maturities of the dollar liability in the second row and of the dollar asset in the third are different. Hence, the dollar liability must be continuously renewed.

The second and third rows combined show the same exposure that would result if the dealer used a foreign exchange swap having the obligation to deliver dollars and the right to receive the equivalent in another currency spot while having the right to receive dollars and the obligation to provide the equivalent in another currency at a future date. Yet a foreign exchange swap contract would not cause, because of accounting conventions, an expansion of the balance sheet. Borio *et al.* (2017: p. 39) show two possible ways of recording the swap; the first is in accordance with current accounting conventions so the size of the balance sheet does not grow while the second is similar to the table reproduced above. Borio *et al.* (2017: p. 39) add that recording on a net basis shows an apparent currency mismatch. Instead this mismatch disappears if the transaction is recorded on a gross basis. If the dealer used a repo its balance sheet would expand. So there is a convenience for the dealer to use swaps instead of repo for regulation purposes.

Reading further in the table, in the fourth line it is represented the balance sheet of the counterparty to the first dealer, usually another dealer. The second dealer bears exchange rate risk in the forward market. Of course the entity that bears the risk does it in the expectation of a profit given by the difference between the forward rate and the future spot rate at the maturity of the contract. The swap increases leverage and liquidity risk of dealers with a matched book as well as foreign exchange rate risk of speculative dealers.

When the Covid crisis erupted banks were lending to NBFI more dollars than they were borrowing from them while they presumably were using foreign exchange swaps to offset foreign exchange risk (Aldasoro *et al.* 2020: p. 70). So they were in the same position as the first matched-book dealer in the table reproduced above. Since most of those swaps have a short maturity the crisis and the liquidity problems that followed may have hindered them from renewing the swaps.

So, given the interconnection between dollars created within the US and dollars created in the rest of the world, the Federal Reserve's support of foreign exchange swaps market was aimed at improving credit conditions in the domestic market too. Further, traditional monetary policy enacted by changing the Federal Funds rate in order to target the unsecured interbank rate was no more transmitted to the domestic cost of credit.

An appreciation of the dollar, measured through the dollar index, the effective nominal exchange rate, causes a contraction of dollar credit and a fall in real economic activity (Erik *et al.* 2020). It follows that in order to avoid a contraction of credit at home the central bank of the United States has to intervene in the foreign exchange swaps market. The link between the appreciation of the dollar and the fall in real economic activity would not depend on a fall in exports and a worsening of the current account of the balance of payments as any simple macroeconomic model would assume but rather on the financial cycle, the cross-border supply of dollar loans that also impacts the domestic supply or cost of dollar loans.

Another important feature of the post-crisis period is that the main debtors were firms rather than households borrowing

to finance the purchases of houses. Before the GFC the most indebted sector in the US economy was the household sector while the corporate sector was in a much better position. Nowadays their total indebtedness is roughly of the same size. Yet firms have not used this financing to increase investment expenditure but to repurchase their own shares, to organize merger and acquisitions, to finance research aiming at the extraction of rents through patents or through the acquisition of data from customers, to speculate on financial assets.

2.4 *Lack of coherence between changes in regulation and conduct of monetary policy*

The interventions we have discussed in the previous paragraph testify to the failure of controlling domestic interest rates by traditional means. This is due to the contradictions between the regulatory reforms conducted both at the international level and in the US after the GFC and the conduct of monetary policy.

The Federal Reserve tried on one hand to constrain Money Market Mutual Funds so to favour regular banks over nonbanks. It has also absorbed liquidity from the market through the introduction of a reverse repo facility open to some non-bank financial institution and foreign banks. With this facility a section of NBFI and some banks have an alternative to overnight repo lending to speculative entities or securities desks of big banks. This may have contributed to reducing the size of banks balance sheet. So all these new measures have absorbed liquidity and cut some sources of financing from nonbanks to banks.

On the other hand the implementation of the new international regulation popularly called Basel III has penalized interbank borrowing the most. The regulatory measures introduced in the Basel III package penalized interbank borrowing as well as all types of unsecured borrowing. The measures were justified by the belief that unsecured interbank interconnectedness was the origin of the 'too-interconnected-to fail' problem (Tropeano 2018: p. 63).

Interbank loans were assigned high risk weights in the prudential capital calculation; in the Liquidity Coverage Ratio they

did not receive a better treatment as, if booked as liabilities, were assigned a high outflow coefficient in the denominator and, if booked as assets, could not be included in the stock of "high quality liquid assets" in the numerator. In the Liquidity Coverage Ratio both repo and swaps had a better treatment than interbank borrowing as source of finance being assigned lower outflow coefficients (Tropeano 2018: pp. 66-67). Repos though receiving a lower coefficient for outflows than unsecured borrowing deprive the borrowers of the possibility of including the collateral in the stock of High Quality Liquid Assets.

Hence, after the GFC most borrowing occurred between banks and NBFIs rather than among banks and foreign exchange swaps replaced both overnight repos and Eurodollar loans. Therefore, it comes to no surprise that during the Covid crisis the foreign exchange swap market suffered from the same liquidity problems as the repo market during the GFC. So practically the interbank market has stopped being important. As the transmission of monetary policy hinges upon this market, the operating procedures of the central bank are no more consistent with the transmission mechanism believed to work in theory.

As a consequence of the introduction of the Basel III regulation the banks have retreated from financing on very short term money markets and from other banks. They however have increased their financing from non-bank financial institutions both domestic and international though at longer maturities replacing the segment below 30 days maturity that is penalized by the LCR. This is exactly what the new regulation wanted to achieve.

So in the end the change in regulation has reinforced the link between nonbanks and banks and has compelled the central bank in order to make effective its rate to intervene actively in repo markets which the regulation notwithstanding have increased in importance. The market for reserves instead and the interbank rate do not ensure a smooth transmission of monetary policy as the recent interventions of the central bank in September 2019 and later during the Covid crisis have shown. The increased dollar liabilities issued outside the US banking system

and through derivatives have further decreased the importance of reserves and the role of the Federal Funds rate. In this order, the Fed now should target the repo rate and the cross-currency basis swap dollar with other currencies.

Poszar (2020) argues that the conduct of monetary policy by the Fed is becoming very close to war finance. The only thing that is missing is yield curve control. The Fed – Poszar argues – should cap the Treasury bill rate so as to avoid that this increased supply of dollars takes the wrong direction, i.e. finances the state instead than private firms.

So financial regulation changed the financial structure and then monetary policy also had to change again in order to preserve the new financial structure. The events signal a contradiction between the regulatory reforms (Liquidity Coverage Ratio, Leverage Ratio, Money Market Mutual Funds reform) and the conduct of monetary policy by the Federal Reserve with the usual tools that is the fixing of the Federal Funds rate.

Conclusions

The paper has highlighted the main features of the financial cycle in the period since the GFC up to the current COVID crisis. The prevalence of finance that had been a characteristic of the previous financial cycle has persisted though many innovations have occurred in the financial structure. The central bank has remained a leading institution in the current phase of financialization. Its interventions, however, have had to be fitted into the new financial structure and have succeeded in reactivating the flow of financing to firms. In particular, the central bank of the United States has intervened directly in the financing of private firms.

So we are going back to a stage of capitalism in which the state provides liquidity to firms as Toporovsky (2020) argued. The return to state finance capital, however, occurs under very different conditions from the previous state finance capital stage dated 1920-70. Nowadays, the state is supporting private firms while leaving them free to pursue their own goals rather than steering them to pursue any societal shared goal. Unfortunately,

the goals of firms, particularly those of corporations, are not suited to solving any of the urgent problems of our economies such as environmental degradation and rising inequality. In the moment in which we are writing corporations are being busy in repurchasing their own shares and engaging in merger and acquisitions operations.

Thus the central bank has succeeded in restoring the flow of financing to firms but a great part of that financing is going back to the stock exchange. The rise in the value of stocks in turn increases bonuses for managers. In the previous financial cycle, the one that ended in 2007, instead, short term finance on the money market was used to finance mortgages and mortgage-backing derivatives in the end favouring long term investment in real estate. Even this feeble link to the real economy has now disappeared.

The paper also highlights the contradiction inherent in the changes in financial regulation enacted after the GFC that on one hand encouraged financial innovation and the use of new securities for financing (mainly in dollars) while on the other hand restricted the liquidity of financial markets. Further the central bank of the United States continued to carry out monetary policy in a way that did not fit into the changed financial market structure and had to innovate intervening again in the repo market in September 2019 and then directly in the corporate securities market and in the foreign exchange swap market in March 2020.

Bibliography

I. Aldasoro, W. Huang, E. Kemp (2020), *Cross-Border Links between Banks and Non-Bank Financial Institutions,* «BIS Quarterly Review», September 2020, pp. 61-74

R. Bellofiore (2014), *The Socialization of Investment, from Keynes to Minsky and Beyond*, Levy Economics Institute Working Paper no. 822

C. Borio, R. McCauley, P. McGuire (2017), *FX Swaps and Forwards. Missing Global Debt?*, «BIS Quarterly Review», September 2017, pp. 37-54

E. Brancaccio, O. Costantini, Lucarelli (2015), *Crisi e centralizzazione del capitale finanziario*, «Moneta e Credito», 68, 269, pp. 53-79

E. Brancaccio, R. Giammetti, M. Lopreite, M. Puliga (2018), *Centralization of Capital and Financial Crisis: A Global Network Analysis of Corporate Control*, «Structural Change and Economic Dynamics», 45, pp. 94-104

B. Braun, A. Krampf, S. Murau (2020), *Financial Globalization as Positive Integration: Monetary Technocrats and the Eurodollar Market in the 1970s*, «Review of International Political Economy», 28(4), pp. 794-819

L. Burlamaqui, E.T. Torres Filho (2020), *The COVID-19 Crisis: A Minskyan Approach to Mapping and Managing the (Western?) Financial Turmoil*, Levy Economics Institute Working Paper 968

D. Ciepley (2020), *How America's Corporations Lost their Public Purpose, and How it Might be (Partially) Restored*, «Accounting, Economics, and Law: A Convivium», 10, 3, pp. 1-25

J. Commons (1934), *Institutional Economics: Its Place in Political Economy*, New York, Macmillan

R. Comotto (2017), *Are FX Swaps and Forwards Missing Global Debt? Why the BIS is Wrong*, ICMA Centre, ICBlog, 22 September 2017, <https://icmacentre.blog/2017/09/22/are-fx-swaps-and-forwards-missing-global-debt-why-the-bis-is-wrong/> accessed October 2023

M. De Cecco (1970), *Money and Empire. The International Gold Standard 1890-1914*, Oxford, Basil Blackwell

D.H. Ehnts, M. Höfgen (2020), *Modern Monetary Theory and the Public Purpose*, «American Review of Political Economy», 15, 1, doi: https://doi.org/10.38024/arpe.eh.6.28.20

E. Eren, A. Schrimpf, V. Sushko (2020a), *US Dollar Funding Markets during the Covid-19 Crisis: the Money Market Fund Turmoil*, «Bank for International Settlements Bulletin» 14, pp. 1-6

E. Eren, A. Schrimpf, V. Sushko (2020b), *US Dollar Funding Markets during the Covid-19 Crisis: the International Dimension*, «Bank for International Settlements Bulletin», 15, pp. 1-6

B. Erik, M.J. Lombardi, D. Mihaljek, H.S. Shin (2020), *The Dollar, Bank Leverage and Real Economic Activity: an Evolving Relationship*, Bank for International Settlements Working Papers 847

Federal Reserve (2020), *Federal Reserve Announces Extensive New Measures to Support the Economy*, Press Release, 23 March 2020, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm>, accessed October 2023

P. Ferri, H. Minsky (1991), *Market Processes and Thwarting Systems*, Economics Working Papers Archive, 64, New York, Levy Economics Institute

J. Fichtner, E. Heemskerk (2020), *The New Permanent Universal Owners:*

Index Funds, Patient Capital, and the Distinction between Feeble and Forceful Stewardship, «Economy and Society», 49, 4, pp. 493-515

J. Foster (2015), *The New Imperialism of Globalized Monopoly-Finance Capital*, «Monthly Review», 67, 3, July-August 2015, <https://monthlyreview.org/2015/07/01/the-new-imperialism-of-globalized-monopoly-finance-capital/>, accessed October 2023

W. Huang, T. Előd (2020), *The CCP-Bank Nexus in the Time of Covid-19*, «Bank for International Settlements Bulletin», 13, May 2020, pp. 1-6

W. Lazonick, M. O'Sullivan (2000), *Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance,* «Economy and Society», 29, 1, pp. 13-35

P. Mehrling (2011), *The New Lombard Street, How the Fed became the Dealer of Last* Resort, Princeton, New Jersey, Princeton University Press

P. Mehrling (2013), *Essential Hybridity: A Money View of FX*, «Journal of Comparative Economics», 41, pp. 355-363

P. Mehrling, Z. Pozsar, J. Sweeney, D.H. Neilson (2013), *Bagehot Was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance*, Mimeo <https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2232016>, accessed October 2023

P. Mehrling (2015a), *Elasticity and Discipline in the Global Swap Network*, «International Journal of Political Economy», 44, pp. 311-324

P. Mehrling (2015b), *Beyond Bancor*, unpublished paper

H. Minsky (1957), *Central Banking and Money Market Changes*, «The Quarterly Journal of Economics», 71, p. 171

H. Minsky ([1986] 2008), *Stabilizing an Unstable Economy* New York, Mc Graw Hill

S. Murau (2018), *Offshore Dollar Creation and the Emergence of the post-2008 International Monetary System*, Potsdam, Iass Discussion Paper Institute for Advanced Sustainability Studies (IASS)

Z. Pozsar (2017a), *Excess Reserves and Global Dollar Funding*, Credit Suisse, Global Money Notes 9

Z. Pozsar (2017b), *Dollar Funding after the Storm*, Credit Suisse, Discussion Paper, 8 December 2017

Z. Pozsar (2020), *U.S. Dollar Libor and War Finance*, Credit Suisse Economics Global Money Notes 29

L.-P. Rochon, S. Rossi (2007), *Central Banking and Post-Keynesian Economics*, «Review of Political Economy»,19, 4, pp. 539-554

A. Schrimpf, H.S. Shin, V. Sushko (2020), *Leverage and Margin Spirals in Fixed Income Markets during the Covid-19 Crisis*, «Bank for International Settlements Bulletin», 2, April 2020, pp. 1-6

E. Screpanti (2014), *Global Imperialism and the Great Crisis*, New York, New York University Press

C. Sissoko (2014), *Shadow Banking: Why Modern Money Markets are Less Stable than 19th Money Markets but Shouldn't be Stabilized by a Dealer of Last Resort*, USC Law legal Studies Working Paper 14-21

E. Stockhammer (2004), *Financialisation and the Slowdown of Accumulation,* «Cambridge Journal of Economics», 28, 5, pp. 719-741

A. Subramanian, M. Kessler (2013), *The Hyperglobalization of Trade and Its Future*, Global Citizen Foundation Working Paper, 3

I. Toporowski (2020), *Financialisation and the Periodisation of Capitalism: Appearances and Processes*, «Review of Evolutionary Political Economy», 1, pp. 149-160

D. Tropeano (2018). *Financial Regulation in the European Union after the Crisis. A Minskian Approach*, London, Routledge

O Valchyshen (2019), *Evolution of US-Dollar-Centric International Money Markets and Pro-Cyclicality of Basel III Liquidity Framework*, Masters of Science in Economic Theory and Policy, 21, <https://digitalcommons.bard.edu/levy_ms/21>, accessed October 2023

T. Walter, L.Wansleben (2019), *How Central Bankers Learned to Love Financialization: The Fed, the Bank, and the Enlisting of Unfettered Markets in the Conduct of Monetary Policy*, «Socio-Economic Review», 18, 3, July 2019, pp. 625–653

J. Zimarowski (1988), *Public Purpose, Law, and Economics: J. R. Commons and the Institutional Paradigm Revisited*, «West Virginia Law Review», 90, pp. 387-416, <https://researchrepository.wvu.edu/wvlr/vol90/iss2/4>, accessed October 2023

Note sugli autori

Francesco Bottoni – Professore associato di Diritto privato presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata

Barbara Malaisi – Ricercatrice di Istituzioni di Diritto pubblico presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata

Tommaso Febbrajo – Professore ordinario di Diritto privato presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata

Miria Ricci – Ricercatrice di Diritto commerciale presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata

Francesca Bartolacci – Professoressa associata di Economia aziendale presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata

Michela Soverchia – Professoressa associata di Economia aziendale presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata

Stefano Deriu – Ricercatore di Politica economica presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata

Barbara Fidanza – Professoressa associata di Finanza aziendale presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata

Clio Ciaschini – Assegnista di Ricerca presso il Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali dell'Università politecnica delle Marche

Claudio Socci – Professore ordinario di Politica economica presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata

Massimo Biasin – Professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata

Emanuela Giacomini – Professoressa associata di Economia degli intermediari finanziari presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata

Gianluca Valeri – Assegnista di ricerca presso il Dipartimento di Scienze Statistiche "Paolo Fortunati" dell'Università di Bologna "Alma Mater Studiorum"

Domenica Tropeano – Professore associato di Economia politica presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata

Il mercato tra analisi e regolamentazione

L'art. 41 della Costituzione, nel riconoscere la libertà di iniziativa economica privata purché non si svolga in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana, non contempla ma presuppone necessariamente il mercato il quale, tra le varie possibili accezioni, si sostanzia in un'area istituzionalizzata di relazioni economiche.
L'esigenza di perseguire finalità che il funzionamento spontaneo del mercato non potrebbe assicurare costituisce una delle ragioni alla base di un intervento esterno. Ai limiti connaturati all'analisi dello specifico settore sul quale si rende necessario agire, dovuti ai profili di complessità che quest'ultimo presenta, si aggiungono le questioni relative all'idoneità degli strumenti impiegati.
I contributi presenti nel volume, nell'ambito dei diversi settori disciplinari giuridici ed economici, si sviluppano all'interno del quadro sinteticamente descritto.

Francesco Bottoni è Professore associato di Diritto privato presso il Dipartimento di Economia e Diritto dell'Università degli Studi di Macerata. È autore di monografie, saggi, note a sentenza e contributi in volume aventi principalmente ad oggetto il diritto delle obbligazioni e dei contratti, i diritti reali e la materia successoria.

eum edizioni università di macerata

€ 12,00

ISBN 978-88-6056-882-3

9 788860 568823