

ISSN 2282-8168

CEFIN Working Papers

No 60

**Strumenti per il sostegno finanziario di
famiglie e microimprese: il caso italiano
(Policies to help financially vulnerable Italian
households and micro-businesses)**

by Simonetta Cotterli

December 2016

Strumenti per il sostegno finanziario di famiglie e microimprese: il caso italiano (Policies to help financially vulnerable Italian households and micro-businesses)

Simonetta Cotterli*

Università di Modena e Reggio Emilia e Cefin

Sommario

Scopo del contributo è individuare alcuni interventi normativi in ambito finanziario, indirizzati verso famiglie e micro-imprese, già sperimentati o auspicabili, utili ad affrontare le conseguenze della crisi economica. A tal fine si è ritenuto di prendere in considerazione gli effetti della crisi su famiglie e microimprese relativi a due aree, distinte ma complementari. Da una parte si è assistito infatti ad un aumento delle situazioni di deterioramento degli indebitamenti e, dall'altro, si è osservata una contrazione dell'offerta di credito. A partire da questi presupposti, sono presi in considerazione gli interventi, già posti in essere o che si intende suggerire, volti a favorire l'accesso al credito per famiglie e micro imprese, anche alla luce dell'opportunità di sostenere la domanda di auto-imprenditorialità, scaturita dalle minori prospettive di lavoro dipendente. Successivamente, sono analizzati gli strumenti per la gestione di situazioni di sovraindebitamento di persone e micro imprese, con alcune considerazioni critiche in relazione alla effettiva capacità dimostrata, ma altresì individuandone, in prospettiva, i possibili effetti positivi. Infine si pone il quesito se, alla luce della nuova disciplina in materia di credito responsabile sia ipotizzabile la configurazione di un diritto al credito.

Abstract

This study aims to review and evaluate several policies enacted in the financial field to alleviate the negative consequences of the economic crisis on families and micro-businesses. Two different, yet complementary aspects of the effects of the crisis have been examined: the increased difficulty in gaining access to credit and the increased problems in meeting debt repayment obligations. Firstly the recent regulations governing micro-credit - enacted to facilitate access to credit for families and micro-businesses (the latter in light of the increasing need for self-sufficient entrepreneurial projects, as a response to increased unemployment in the job market) - are evaluated. This is followed by an examination of the efficacy of the law relating to over-indebtedness of families and micro-businesses, with particular focus on the concept of creditor-blame. This study ends with a question: could an interpretation of the new rules governing responsible credit to consumers constitute a legal right to such credit?

JEL Classification: G21, G28, I38, K35, K36

Keywords: microcredit, overindebtedness, creditor blame, responsible credit

*Simonetta.Cotterli@unimore.it

1. Introduzione.

Il giurista chiamato ad individuare e valutare gli interventi c.d. “anticrisi”¹ si trova davanti ad una produzione normativa che negli ultimi anni è stata imponente, per lo più emanata per iniziativa governativa e/o su impulso dell’Unione Europea, e quasi esclusivamente orientata al contenimento ed al superamento dei problemi esplosi con la crisi economica, il cui inizio è tradizionalmente fissato nel corso del 2008 e la cui fine, nonostante i provvedimenti, è ancora difficile da intravedere. Si può dunque classificare questa degli ultimi 8 anni come una lunga intera stagione legislativa anticrisi, durante la quale quasi tutta l’attività legislativa è condotta con l’esplicita e diretta od implicita ed indiretta finalità di combattere la crisi e di limitarne gli effetti negativi.

In un contesto tanto vasto, nel cercare un filo conduttore lungo il quale sviluppare il tema degli strumenti per il sostegno di famiglie e microimprese, ho preso in considerazione due fenomeni inquadrabili entrambi all’interno del problema del credito in tempo di crisi, guardando ad esso dal punto di vista del debitore e collocandolo in due distinti momenti: quello dell’accesso e quello del ripagamento. Sono questi due momenti sui quali la crisi ha influito in modo particolarmente significativo in relazione alla condizione delle famiglie e delle micro imprese, sia sul versante della restrizione creditizia sia su quello del veloce deterioramento dei debiti. Gli ultimi anni hanno visto infatti l’aumento dei soggetti che gli eventi hanno avuto l’effetto di trasformare in debitori insolventi e, contemporaneamente, l’incremento di coloro che, per affrontare il momento negativo e capovolgere gli esiti, necessiterebbero della possibilità di accedere al credito, o ne trarrebbero comunque grande beneficio.

Per quanto attiene l’accesso al credito, le azioni volte a favorirlo sono state in larga misura indirizzate verso il segmento delle PMI, in particolare per migliorare le possibilità di ricorso al mercato dei capitali². Inoltre, deve farsi cenno anche ad una forma inedita nella modalità della raccolta di finanziamenti, destinata alle imprese più innovative, attuata attraverso il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. Decreto Sviluppo bis), che ha disciplinato l’attività di *equity crowdfunding*³.

Accanto a questi provvedimenti, la riforma dell’art. 111 del Testo Unico Bancario (tub)⁴, che ha disciplinato i soggetti abilitati all’attività di concessione di finanziamenti di microcredito, ne ha accolto nel nostro ordinamento un modello dalla doppia anima, orientato sia al sostegno produttivo che a finalità diverse, di

¹ Per una panoramica degli interventi normativi in ambito bancario cfr. **P. Tullio**, *Osservatorio. La legislazione bancaria in tempo di crisi*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2, 2014, p. 218. Più di recente, con particolare riferimento agli interventi relativi all’Unione Bancaria, cfr. **F. Capriglione**, *Regolazione Europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell’economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 2, 2016, p. 537.

² Il d.l. 22 giugno 2012, n. 83 (Decreto Sviluppo), ed il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (Decreto Sviluppo bis), hanno introdotto strumenti alternativi di finanziamento sul mercato dei capitali per le società non quotate, escluse le micro-imprese, le quali possono oggi finanziarsi emettendo cambiali finanziarie, mini-bond ed anche obbligazioni subordinate partecipative. Cfr. **G. Leoni – C. Melotti Caccia**, *Il regime fiscale dei minibond*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2, 2014, p. 407; **A. Guaccero**, *La start-up innovativa in forma di srl: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 6, 2014, p. 699.

³ L’art. 30 del decreto ha introdotto nel Tuf, all’art. 1, i commi 5-*novies* e 5-*decies*, che delineano il portale e la start-up innovativa, 50-*quinquies*, sulla gestione dei portali, e 100-*ter*, relativo alle offerte attraverso i portali per la raccolta di capitali. Queste regole hanno successivamente trovato attuazione nel Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* approvato con delibera Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 e successivamente modificato con Delibera n. 19520.

del 24 febbraio 2016. Vedi in tema **A. Guaccero**, *La start-up innovativa in forma di srl: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 6, 2014, p. 699. In generale per la storia ed i modelli di *crowdfunding* cfr. **W. Vassallo**, *Crowdfunding nell’era della conoscenza: chiunque può realizzare un progetto: il futuro è oggi*, Franco Angeli, Milano, 2014.

⁴ Con la sostituzione dell’art. 111 tub, operata dall’art. 7 D.Lgs. 13 agosto 2010, n. 141, come modificato dall’art. 16, D.Lgs. 14 dicembre 2010, n. 218 e dall’art. 3, comma 1, lett. da e) a i), D.Lgs. 19 settembre 2012, n. 169.

tipo inclusivo. Nell'analisi qui condotta in relazione agli strumenti per il sostegno di famiglie e microimprese questa disciplina si rivela pertanto di particolare interesse e la sua analisi sarà per lo più rivolta ad evidenziarne potenzialità ed eventuali lacune.

Il problema dell'incapacità di far fronte ai propri debiti è stato a sua volta affrontato attraverso diversi strumenti, fra i quali quello del coinvolgimento diretto del sistema creditizio, chiamato al sostegno dei clienti in difficoltà. In questo contesto, sono stati siglati accordi tra l'Associazione Bancaria Italiana (ABI) e soggetti rappresentativi delle imprese, con la mediazione e partecipazione pubblica, rivolti al mondo delle PMI⁵, per la sospensione o l'allungamento dei debiti. Per quanto riguarda le famiglie, l'istituzione di un fondo di solidarietà ha consentito la stipula di accordi tra ABI ed alcune Associazioni dei Consumatori, per la messa in atto di misure di sospensione del pagamento delle rate di mutuo o di credito al consumo da parte di famiglie in difficoltà economica a causa della crisi⁶. Si tratta di interventi, per quanto utili alla gestione di una situazione contingente, di tipo estemporaneo e transitorio, con il limitato effetto di consentire una mera tregua ai soggetti in difficoltà, senza portare ad una compiuta soluzione dei problemi.

In una direzione diversa si muove la legge 27 gennaio 2012, n. 3, che ha previsto una procedura per la composizione delle crisi da sovra-indebitamento, attuando un intervento di tipo strutturale. Dopo un dibattito durato decenni, sulla probabile spinta dell'urgenza determinata dagli effetti della crisi, anche il fallimento della persona fisica, e della impresa non fallibile (micorimpresa), vede oggi una sua specifica procedura di gestione, che può giungere sino alla cancellazione del debito. La seconda parte di questo lavoro è dedicata, dopo brevi ed inevitabilmente incompleti cenni alla disciplina, all'analisi della sua effettiva capacità di incidere positivamente sulle condizioni di sovra-indebitamento e di sostenere efficacemente i soggetti più deboli ed in difficoltà finanziaria.

Le due tematiche dell'accesso al credito e del debito insoluto, distinte ma connesse, trovano infine a mio avviso, come sarà evidenziato, un momento di sintesi nella disciplina in materia di responsabilità nella concessione del credito.

⁵ A partire dal 2009 si sono susseguiti diversi interventi di ausilio per PMI in difficoltà, con un ritardo nel ripagamento delle rate del prestito non superiore a 180 giorni e con buone prospettive di ripresa. Cfr. "Avviso Comune" per la sospensione dei debiti delle PMI verso il sistema creditizio", accordo trilaterale siglato a Roma nell'agosto del 2009, , cui ha fatto seguito il nuovo "Accordo per il credito alle PMI", sottoscritto il 16 febbraio 2011, per la proroga di ulteriori sei mesi dei termini previsti dall'Avviso Comune e l'allungamento dei mutui "sospesi" che hanno beneficiato della sospensione ai sensi dell'Avviso Comune, reperibili all'indirizzo <https://www.abi.it/Pagine/Mercati/Crediti/Credito-alle-imprese/Avviso-comunealtre-misure-perlePmi/Avviso-comune-per-sospensione-dei-mutui.aspx>. Il prolungarsi della congiuntura economica negativa ha poi portato alla conclusione di 3 ulteriori Accordi, di analogo tenore, nel 2012, nel 2013 e, da ultimo, il 31 marzo 2015, Accordo che rimarrà in vigore sino al 31 dicembre 2017, reperibili all'indirizzo <https://www.abi.it/Pagine/Mercati/Crediti/Credito-alle-imprese/Avviso-comunealtre-misure-perlePmi/Nuove-misure-per-il-credito-alle-Pmi.aspx> .

⁶ Il riferimento è alla l. n. 244 del 24.12.2007 (Legge finanziaria 2008) e successive modificazioni, il cui art. 2, comma 475, ha istituito presso il Ministero dell'economia e delle finanze il "Fondo di solidarietà per i mutui per l'acquisto della prima casa", nonché da ultimo all'accordo tra ABI ed alcune delle maggiori Associazioni dei consumatori per la "sospensione della quota capitale dei crediti alle famiglie", siglato nel marzo del 2015. Secondo i dati forniti dall'ABI nel periodo maggio 2013-gennaio 2016 oltre 30.000 famiglie hanno potuto usufruire della sospensione del pagamento dei propri debiti. 26.619 le famiglie che hanno potuto sospendere per 18 mesi il pagamento delle rate del mutuo grazie all'intervento del fondo di solidarietà, per un controvalore di 2,5 miliardi di euro di debito residuo. 1.000 sospensioni di rate di mutui e 3237 di rate di rimborso del credito al consumo sono intervenute più recentemente a seguito dell'Accordo ABI- Associazioni dei Consumatori, la cui validità è prevista sino a dicembre 2017. Dati reperibili all'indirizzo https://www.abi.it/DOC_Info/Comunicati-stampa/Sospensione_rate_famiglie_20_2_2016.pdf.

Quest'ultimo Accordo prevede anche la possibilità di sospendere la quota capitale delle rate di rimborso del credito al consumo. Fino a dicembre 2015, 3.237 famiglie hanno usufruito di questa misura per un controvalore di debito residuo pari a 51,5 milioni di euro.

2. L'accesso al credito: il microcredito

Il microcredito è una tipologia di finanziamento che nella sua accezione originaria si basa non tanto o non solo, sulla micro entità dei prestiti concessi, quanto su una valutazione del merito del prenditore del credito del tutto peculiare: il sistema creditizio tradizionale esclude dal prestito gli individui che non considera solvibili o redditizi in base alle loro caratteristiche economiche e sociali, il microcredito fonda le valutazioni sulla solvibilità degli individui in base ad un ordine del tutto diverso, legato alla persona, anzi al gruppo di persone, e non al suo capitale⁷.

L'approccio "occidentale" al microcredito ha assunto forme e modalità parzialmente diverse da quelle originarie, e tuttavia ne mantiene alcune caratteristiche essenziali, quali l'assenza della necessità di garanzie e la configurazione della possibilità di accedere al credito per soggetti che difficilmente otterrebbero un prestito da un intermediario tradizionale.

L'Unione Europea ha da tempo intrapreso alcune azioni volte a promuovere la microfinanza e nel 2010 ha istituito uno strumento europeo per l'occupazione e l'inclusione sociale, denominato Progress Microfinance⁸, divenuto uno dei 3 "assi" (Asse 3: Microfinanza e imprenditoria sociale) del nuovo Programma per Occupazione e l'Innovazione Sociale (EaSI) 2014-2020, che ha il fine di supportare la "promozione di un elevato livello di occupazione di qualità e sostenibile, la garanzia di un'adeguata e dignitosa protezione sociale, la lotta contro l'esclusione sociale e la povertà e il miglioramento delle condizioni di lavoro"⁹. I dati recentemente forniti dalla Commissione Europea parlano di più di un miliardo di euro erogato a supporto di oltre centomila micro imprese in 23 Stati dell'Unione¹⁰. Si tratta di programmi che non sono rivolti direttamente ai cittadini ma sono a supporto della capacità creditizia degli operatori di microcredito, fornendo loro garanzie per coprire il rischio di eventuali perdite e mettendo a disposizione ulteriori fondi per la concessione di microfinanziamenti. Nell'ambito dell'azione europea, per microcredito si intendono prestiti di valore inferiore ai 25.000 euro, concessi a persone e microimprese¹¹ che non hanno accesso al credito tradizionale e che desiderano avviare o sviluppare ulteriormente una microimpresa o un'attività autonoma.

Il modello di microcredito accolto nel nostro ordinamento si configura come un intervento strutturale e di particolare interesse ai nostri fini, componendosi di due anime, la prima, e principale, che guarda agli individui alla ricerca di una risposta alternativa e personale alla domanda occupazionale ma che sono privi delle caratteristiche necessarie ad ottenere un finanziamento da canali tradizionali ed una seconda, anch'essa a mio avviso molto importante, rivolta ai soggetti che si trovino in stato di bisogno.

⁷ Sono le risorse immateriali dell'individuo che rilevano, sono le tradizioni, le regole informali, i valori, la cultura. La tecnica sposta sul gruppo di individui, legati da comuni cultura, etica ed interesse, il centro dell'attività creditizia. I prestiti vengono concessi infatti singolarmente ma a gruppi di individui (*solidarity group*), i quali si controllano l'un l'altro e ciascuno è responsabile per la solvibilità degli altri, in una sorta di meccanismo di "mutua responsabilità". Cfr. **M. Yunus**, *Il banchiere dei poveri*, Feltrinelli 2003; **M. Novack**, *Non si presta solo ai ricchi*, Einaudi, 2005; **D. Ciravegna, A. Limone** (a cura di) *Otto modi di dire microcredito*, Il Mulino, 2007. Le esperienze di microcredito legate ai paesi più poveri hanno successivamente conosciuto diverse forme di innovazione, soprattutto in ragione della loro "esportazione" nelle economie avanzate. Ampia è la letteratura in materia, cfr. fra gli altri **J. Marduch**, *The Microfinance Promise*, in *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, No. 4. (Dec., 1999), pp. 1569-1614, e **T. Beck**, *Microfinance – A critical literature survey*, IEG Working Paper, 2015/4 reperibile all'indirizzo https://ieg.worldbankgroup.org/Data/reports/Microfinance_-_Critical_Lit_Review_w.cover_.pdf

⁸ Decisione n. 283/2010/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 25 marzo 2010, art. 1.

⁹ Regolamento (UE) 1296/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio, dell'11 dicembre 2013, art. 1.

¹⁰ Dati reperibili all'indirizzo

<http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=it&catId=1081&newsId=2662&furtherNews=yes>

¹¹ In base alla Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE, del 6 maggio 2003 (Allegato, titolo I, art. 2, comma 3, è microimpresa un'impresa che occupa meno di dieci persone, comprese le attività a titolo individuale, e il cui fatturato annuo e/o totale di bilancio non supera i 2 milioni di EURO.

2.1 Le due anime del microcredito italiano: l'autoimprenditorialità

L'art. 111 tub¹² introduce un'eccezione alla riserva di attività in materia di esercizio del credito, come noto riservato alle banche ed agli intermediari non bancari autorizzati ai sensi dell'art. 106, comma 1 tub, consentendo ai soggetti iscritti in apposito elenco di erogare determinate tipologie di credito qualora in possesso di requisiti diversi ed assai meno stringenti rispetto a quelli richiesti dalla legge per poter essere ammessi alla concessione di finanziamenti in generale. A questi operatori la norma consente, in primo luogo, di concedere finanziamenti per un ammontare non superiore a 25.000 euro, che non siano assistiti da garanzie reali, finalizzati all'avvio o allo sviluppo di iniziative imprenditoriali o all'inserimento nel mercato del lavoro. Il regolamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze¹³, chiamato ad emanare le disposizioni attuative dell'art. 111, precisa meglio i contorni dei prestiti, da un lato ampliandoli - è infatti possibile l'estensione dei finanziamenti erogati da 25.000 a 35.000 euro a supporto di progetti correttamente avviati ed a fronte di regolarità nei pagamenti - e, dall'altro, limitando i potenziali destinatari alle microimprese individuali o organizzate in forma di associazione, società di persone, srls o coop, ma escluse le ipotesi di titolari di partita IVA da più di cinque anni, con un numero di dipendenti superiore alle 5 unità o 10 (non soci) se costituiti in forma societaria, e di assenza dei due presupposti dimensionali di fallibilità¹⁴, essendo il terzo relativo all'indebitamento portato entro i limiti più severi dei 100.000 euro¹⁵. La definizione accolta non coincide con quella di microimpresa raccomandata dalla Commissione Europea ma appare più restrittiva ed è riconducibile a quella delle imprese sottoposte alla l. 3/2012 in materia di sovraindebitamento.

Inoltre, il regolamento ministeriale stabilisce che i finanziamenti debbono essere indirizzati a precisi scopi, quali l'acquisto di beni o di servizi strumentali all'attività d'impresa¹⁶, la retribuzione di nuovi dipendenti o soci lavoratori, il pagamento di corsi di formazione, anche *“di natura universitaria o post-universitaria volti ad agevolare l'inserimento nel mercato del lavoro delle persone fisiche beneficiarie del finanziamento”* (art. 2 reg). Non prestiti solo all'impresa dunque, ma anche volti a garantire il diritto allo studio, in un contesto dove di prestiti del genere si è spesso parlato ma le iniziative concrete sono state quasi inesistenti se si escludono alcune iniziative locali.

Aspetto di grande interesse di questa nuova disciplina è l'obbligo per l'intermediario, direttamente o in *outsourcing*, di assicurare *“servizi ausiliari di assistenza e monitoraggio dei soggetti finanziati”* (art. 111, comma 1, lett. c). Il regolamento ministeriale fornisce alcune chiarificazioni in merito ai contorni di questa attività ed è subito evidente che non si tratta solo di un'assistenza di tipo finanziario, seppure necessaria visti i dati sull'educazione finanziaria, bensì di un supporto generale all'attività d'impresa. L'elenco spazia infatti dai servizi di supporto allo sviluppo ed al miglioramento dell'attività, compresa l'individuazione di

¹² Così sostituito dall'art. 7, D.Lgs. 13 agosto 2010, n. 141, come modificato dall'art. 16, D.Lgs. 14 dicembre 2010, n. 218 e dall'art. 3, comma 1, lett. da e) a i), D.Lgs. 19 settembre 2012, n. 169.

¹³ Ministero dell'Economia e delle Finanze, Decreto 17 ottobre 2014, n. 176.

¹⁴ In base all'art. 1, secondo comma, lettere a) e b) del regio decreto 1 marzo 1942, n. 267, modificato dal d. lgs. 9 gennaio 2006, n.5 e successivamente dal d.lgs 12 settembre 2007, n. 169, non sono soggetti alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo gli imprenditori i quali dimostrino il possesso congiunto dei seguenti requisiti: a) aver avuto, nei tre esercizi antecedenti la data di deposito della istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore, un attivo patrimoniale di ammontare complessivo annuo non superiore ad euro trecentomila; b) aver realizzato, in qualunque modo risulti, nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell'istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore, ricavi lordi per un ammontare complessivo annuo non superiore ad euro duecentomila; c) avere un ammontare di debiti anche non scaduti non superiore ad euro cinquecentomila.

¹⁵ Si noti come la citata definizione accolta dal Regolamento MEF non coincide con quella di microimpresa raccomandata dalla Commissione Europea ma appare più restrittiva.

¹⁶ Compreso il pagamento dei canoni delle operazioni di leasing e il pagamento delle spese connesse alla sottoscrizione di polizze assicurative (anche microleasing).

eventuali criticità, ed alla soluzione di problemi legali e fiscali, a quelli di formazione nelle materie aziendali (contabilità, gestione finanziaria, gestione del personale), compreso il marketing, e nell'uso delle tecnologie più avanzate (art. 3 reg.). Con specifico riferimento ai prestiti concessi per lo studio, si prescrive il "supporto alla definizione del percorso di inserimento nel mercato del lavoro".

Appaiono chiare le potenzialità di un simile strumento: un'idea, un progetto di base, un finanziamento, di contenute dimensioni ma, in sinergia con altri provvedimenti, primo fra tutti quello che ha introdotto le srls¹⁷, adeguato in determinate ipotesi, e l'assistenza tecnica per realizzare correttamente, in tutti i suoi profili, l'attività d'impresa. Pur mitigato dalla necessità di prestare "almeno due" fra tutti i diversi servizi elencati, tuttavia l'obbligo disegna un'attività che non si esaurisce nella mera erogazione di un finanziamento ma implica un concreto supporto in servizi ausiliari reali, anche se non necessariamente "a tutto tondo". Persone prive di competenze tecniche ed aziendali ma con spirito imprenditoriale e un'idea, possono così essere accompagnate in un percorso di autoimprenditorialità che, se correttamente sostenuto, potrà anche portare al coinvolgimento di ulteriori soggetti, con effetti benefici in termini occupazionali¹⁸. Il problema del basso livello di educazione finanziaria ed in generale di educazione al rischio è nel nostro paese significativamente presente, in misura maggiore rispetto agli altri paesi europei¹⁹, ed è parimenti riconosciuta la necessità di accrescere le competenze sul lavoro come passaggio necessario allo sviluppo economico e del mercato del lavoro²⁰. Naturalmente la via maestra per la soluzione a questi problemi è prevedere strumenti per lo sviluppo ed il sostegno dell'educazione finanziaria ed all'impresa, dalla scuola primaria sino all'età adulta. Mi sembra tuttavia che in un contesto di particolare debolezza come quello italiano la previsione di un apporto di competenze esterne alla nascita ed allo sviluppo dell'attività d'impresa possa dimostrarsi particolarmente interessante.

Complessa può rivelarsi da un punto di vista organizzativo e di sostenibilità dei costi un'organizzazione degli operatori creditizi che preveda la prestazione di servizi diversi e dunque la necessaria presenza di diverse competenze. In particolare, le banche possono essere scarsamente attratte da questa area di attività, a fronte della necessità di dotarsi di specifiche, e costose, figure in grado di assicurare l'assistenza richiesta dalla legge. Per queste ragioni il regolamento ministeriale prevede la possibilità di esternalizzare la parte dell'attività rivolta all'accompagnamento dei soggetti finanziati tramite contratti a soggetti specializzati, con l'obbligo in capo a questi ultimi di riferire al finanziatore in merito ad andamenti e risultati (art. 3, 2° comma). Questa possibilità può agevolare la partecipazione delle banche in un settore che si mostra sicuramente ad alto valore sociale, con forte impatto in termini di responsabilità sociale e di immagine, a basso grado di rischio, ed altresì interessante in prospettiva grazie alla sua capacità di attrazione e fidelizzazione della clientela.

In quest'ottica, L'Ente Nazionale per il Microcredito (ENM)²¹, a fronte di un mercato non maturo, è stato indotto ad offrire la propria collaborazione agli operatori attraverso una *partnership* finalizzata all'erogazione dei servizi ausiliari di assistenza e monitoraggio. In questo progetto la banca per prima entra in contatto con il potenziale beneficiario. Effettuata una iniziale valutazione sul potenziale debitore e sulle finalità del finanziamento, potrà richiedere, gratuitamente, all'ENM appoggio per l'attività c.d. di tutoraggio. L'ENM entro 5 giorni contatta il cliente per un incontro ed entro un lasso di tempo di 30-120 giorni porta a termine l'istruttoria²², il cui esito è comunicato alla banca, cui spetta comunque l'ultima

¹⁷ Vedi art. 3 D.l. 1/2012, convertito con la legge 27/2012, (c.d. Decreto liberalizzazioni), e DM 23 giugno 2012, n. 138, in vigore dal 29 agosto 2012.

¹⁸ Cfr. **M. Paoluzzi**, *Il modello dell'Ente nazionale per il Microcredito*, in *Micro Finanza*, n. 15, 2016, p. 28, secondo il quale dal 2011 al 2014 in Italia sono stati erogati oltre 370 milioni di euro, 277 milioni di euro per finalità produttive, 14.000 persone sono state in grado di avviare o sostenere un'attività lavorativa, ogni beneficiario di microcredito produttivo genera in media 2,43 posti di lavoro (lui compreso), dal 2011 il microcredito produttivo ha creato oltre 34.000 posti di lavoro e ogni posto di lavoro è stato creato con una anticipazione di credito di circa 8.100 euro per occupato.

¹⁹ Cfr. **A. Lusardi**, *Risk Literacy, Research Paper*, Italian Economic Association, 2015, p.14.

²⁰ **OECD**, *Oecd Skills Strategy, Building an effective skills strategy in Italy*, 2016.

²¹ Ente pubblico non economico, costituito ai sensi della legge 12 luglio 2011, n. 106.

²² Cfr. **M. Paoluzzi**, op. cit., p.33. In particolare sarà definito un documento di *business plan*, che si compone di un prospetto illustrativo dei punti di forza e di debolezza dell'idea, del piano degli investimenti

parola²³. È successivamente previsto il monitoraggio, almeno annuale, dell'attività d'impresa e l'intervento in caso di ritardi nel pagamento.

Accanto alla necessità di trovare strumenti di incentivo per le banche ad offrire microcredito, un altro problema che la legge non risolve è relativo alle fonti di finanziamento per gli operatori specializzati e non costituiti in forma bancaria. La raccolta del risparmio fra il pubblico è preclusa ai soggetti diversi dalle banche, e gli operatori di microcredito non fanno eccezione, seguendo le regole generali. Se vi sono diversi interventi che mirano ad incentivare il sistema bancario ad offrire microcredito, in larga misura attraverso la creazione di fondi di garanzia, per lo più di carattere pubblico e regionale e con la partecipazioni di soggetti privati²⁴, non molto si è fatto e si sta facendo per garantire la provvista per gli operatori diversi dalle banche, geneticamente strutturati proprio al fine di svolgere attività di microcredito, che vale la pena di ricordare non consiste nella mera erogazione di un finanziamento. Partendo dal presupposto che si tratta di attività economica, in grado cioè di garantire quantomeno la copertura dei costi, ben potendo prevedere il pagamento di regolari interessi e senza limitazioni peculiari in caso di prestiti produttivi, mi pare varrebbe la pena compiere una riflessione approfondita sulle eventuali possibili modalità di finanziamento, ad esempio attraverso forme di *crowdfunding*, o attraverso forme di incentivazione fiscale o di finanziamento pubblico diretto.

2.2 ...e la vulnerabilità economica e sociale

Accanto al credito c.d. produttivo, l'art. 111, comma 3°, tub, prevede la possibilità di erogare finanziamenti di importo non superiore a 10.000 euro a favore di soggetti in condizioni di particolare vulnerabilità economica o sociale. Anche questa attività creditizia deve essere accompagnata da servizi ausiliari di sostegno, in particolare di gestione del bilancio familiare, deve essere erogata a condizioni più favorevoli rispetto a quelle di mercato, requisito assente nell'ipotesi di credito all'impresa, e mira a "consentire l'inclusione sociale e finanziaria del beneficiario".

Gli importi sensibilmente inferiori così come il carattere residuale di questo tipo di attività mostrano come obiettivo primario della disciplina sul microcredito sia il sostegno alle attività produttive, e tuttavia non posso non fare un cenno anche a questo tipo di intervento ed alla sua importanza come strumento di inclusione sociale.

Si tratta di una forma di microcredito il cui scopo è puramente assistenziale, essendo destinata a soggetti che versino in stato di bisogno e come conferma il fatto che si tratta di attività consentita anche a soggetti diversi da quelli autorizzati in generale ad esercitare il microcredito ed in particolare ai "soggetti giuridici senza fine di lucro" [...], a tassi adeguati a consentire il mero recupero delle spese sostenute dal creditore", cioè tipicamente a coloro che sono impegnati in attività di beneficenza e solidarietà sociale ed in interventi di tipo emergenziale.

L'efficacia di questa forma di microcredito è in primo luogo subordinata alla capacità dell'operatore di individuare le situazioni di bisogno e di intervenire a sostegno degli stati di necessità sperimentati da persone che non hanno alcuna possibilità di accedere al credito, vuoi perché già in stato di indebitamento o vuoi per le caratteristiche personali. È il c.d. "credito di emergenza", le cui circostanze possono essere le più varie ma la cui caratteristica comune consiste nella loro capacità di trascinare i soggetti dentro il buco dell'esclusione sociale. Non è un caso che le definizioni in merito usino concetti quali "beni primari", come

e del prospetto dei ricavi attesi, del Il conto economico e dello stato patrimoniale, corredati del prospetto di calcolo del *cash flow* finanziario.

²³ In caso di erogazione si rende disponibile l'importo al cliente per il 20%, previa -dichiarazione di destinazione d'uso dell'importo, mentre il restante 80% è vincolato sul conto corrente ed i pagamenti effettuati direttamente dalla Banca a fronte dei giustificativi di pagamento.

²⁴ Ad esempio la Regione Piemonte ha istituito, con Deliberazione della Giunta Regionale del 25 gennaio 2016, n. 21-2836, il "fondo di garanzia per il microcredito", che dispone di risorse regionali per 2.100.000 euro, a cui si aggiungono: contributo di 1 milione di euro dalla Compagnia di San Paolo, contributo di 300.000 euro dalla Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo, contributo di 630.000 euro da Unioncamere Piemonte e contributo di 354.811,27 euro da Gruppo consiliare del Movimento 5 Stelle. Dati disponibili sul sito ufficiale della Regione Piemonte – Lavoro.

la casa e la salute, ed individuino come beneficiari soggetti a forte rischio di esclusione sociale, quali i detenuti ed i loro familiari²⁵.

Si tratta pertanto di un strumento a mio avviso assai diverso dal precedente, essendo rivolto prevalentemente a soggetti che affrontano problemi legati alla vita quotidiana, soggetti che non sono in grado di far fronte neppure ai bisogni primari propri o dei propri familiari, in stato di povertà. Elemento del tutto assente nel microcredito all'impresa, dove le caratteristiche soggettive del beneficiario sono più connesse alle sue capacità imprenditoriali che alla sua condizione di bisogno in senso stretto.

3. L'insolvenza

Gli stati di insolvenza rappresentano l'altra faccia del credito, il cui ruolo di sostegno all'economia reale ed allo sviluppo è alla base dell'economia moderna ma i cui potenziali effetti negativi in caso di insolvenza sono evidenti a tutti, se solo pensiamo a quella che è ritenuta una delle cause della c.d. "crisi subprime". L'incapacità dei soggetti indebitati di far fronte ai propri debiti non conosce oggi differenze ed interessa tutti, dagli stati sovrani ai singoli cittadini, ed è altresì un fenomeno temuto e pericoloso, sin dai tempi più antichi visto come tale per la sua capacità di minare la *fides*, fondamento della società, e che necessita pertanto di essere controllato e disciplinato.

Nel nostro paese, tuttavia, per quanto attiene alle discipline privatistiche, solo recentemente si è approdati ad una regolamentazione compiuta del fenomeno, con l'emanazione della legge 27 gennaio 2012, n.3, il cui ambito di applicazione è residuale, riguardando i c.d. soggetti "non fallibili" e che consente una via di uscita dalla spirale del debito per consumatori, microimprese e professionisti, attraverso piani di gestione che possono sfociare nella cancellazione di parte del debito stesso. L'importanza della legge sulla composizione delle crisi da sovraindebitamento, che pure sembrerebbe evidente, non trova per ora conferma nella pratica, essendo ancora esiguo, seppure in aumento, il numero dei procedimenti avviati²⁶. La legge nasce in un momento difficile: dopo anni di improduttivi dibattiti e inascoltate richieste di colmare una significativa lacuna dell'ordinamento italiano, proprio la crisi sembra avere infine indotto il legislatore ad intervenire. Non è qui possibile un'analisi compiuta di una disciplina complessa e che ha generato non pochi dubbi interpretativi, tuttavia vorrei fare alcune considerazioni.

3.1 Dalla remissione all'esdebitazione: la colpa e la legge 27 gennaio 2012, n.3.

Il debitore insolvente è uno dei protagonisti della letteratura ottocentesca, la quale ci regala pagine che fotografano la diffusione degli stati di sovraindebitamento in quell'epoca, narrando di giovani scapestrati e di fughe rocambolesche dai creditori ma anche di prigionie e disperazioni²⁷. Perché nell'Ottocento il debitore insolvente andava in prigione, ed era già una fortuna, dato che la storia antica ci racconta di

²⁵ Ad esempio, Il Fondo di Microcredito istituito dalla regione Lazio, in seguito alla legge regionale 28 dicembre 2007, n. 27 (art. 11) definisce l'attività di microcredito, fra l'altro, come "crediti di emergenza, finalizzati ad affrontare bisogni primari dell'individuo, quali la casa, la salute e i beni durevoli essenziali; sostegno a persone sottoposte ad esecuzione penale, *intra* o *extra* muraria, ex detenuti, da non più di ventiquattro mesi, nonché conviventi, familiari e non, di detenuti. Cfr. **L. Nonne**, *Il microcredito solidale: profili tipologici e proposte disciplinari*, in *Banca borsa tit. cred.*, fasc.1, 2011, pag. 49.

²⁶ Sono documentati pochissimi casi nel corso del primo anno, successivamente la legge è stata modificata radicalmente dal D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla L. 17 dicembre 2012, n. 221, in vigore dal 18 gennaio 2013. Per un commento alle prime pronunce cfr. **E. Pellicchia**, *Primi provvedimenti sulle procedure di composizione delle crisi da sovraindebitamento: in particolare, il piano del consumatore*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 5, 2014, pag. 543 ss.

²⁷ Solo per citare alcuni esempi, si pensi a Dickens ed al suo famoso romanzo *Il circolo Pickwick*, in cui le cambiali non pagate costeranno al sig. Pickwick la prigione, o ai tormenti del giovane Lucien perseguitato dai debiti nelle *Illusioni perdute* di H. De Balzac, o alla disperazione delle pagine di Delitto e Castigo, di F. Dostoevskij. Si veda il divertente libretto di **H. De Balzac**, *L'arte di onorare i debiti e pagare i propri creditori senza scucire neanche un centesimo*, Nova Delphi Libri, 2015.

riduzioni in schiavitù, mutilazioni, uccisioni con tanto di smembramento del corpo per ripagare con i suoi pezzi, a peso, ciascun creditore²⁸.

Tutto questo non ha impedito la remissione dei debiti, documentata sin da epoca antichissima. Gli esempi più risalenti concernono gruppi di debitori, che coincidevano con classi sociali particolarmente povere o irrequiete, e sono rintracciabili in atti pubblici e leggi, dettati dal timore della conflittualità sociale. Con l'affinamento del concetto di *humanitas*, che si rafforza con l'avvento del Cristianesimo, la remissione del debito interesserà anche il singolo e con l'avvento dei Principi, a partire dal 1300/1400, saranno loro a concederla ai debitori buoni e bravi ma che avendo subito un qualche tipo di disgrazia, malattie, morti in famiglia, non sono più stati in grado di onorare i debiti.

Il concetto di colpa non abbandonerà più il debitore insolvente ed è lo stesso che ritroviamo nell'odierno istituto della cancellazione del debito previsto dall'art. 14-*terdecies* della l. 3/2012. Qui, il diritto a beneficiare della liberazione dei debiti presuppone un debitore virtuoso ma sfortunato, del tutto esente da colpa per il suo stato di soggetto insolvente. Poiché senza colpa, potrà essere perdonato e così reinserito nella società (dei consumi), gli sarà data una seconda *chance*, liberandolo da un debito potenzialmente in grado di accompagnarlo altrimenti per tutto il resto della vita.

Tra le soluzioni che la legge infatti prevede per coloro che si trovino in uno stato di "sovraindebitamento", e cioè in una "situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte, che determina la rilevante difficoltà di adempiere le proprie obbligazioni, ovvero la definitiva incapacità di adempierle regolarmente" (art. 6, 2° comma, lett. a)), vi è la possibilità di chiedere la liquidazione di tutti i beni (art. 14-*ter*), a seguito della quale potrà operare un'eventuale esdebitazione, per usare l'infelice linguaggio della legge, cioè la liberazione dei debiti residui. Ciò a condizioni determinate ma mai "quando il sovraindebitamento del debitore è imputabile ad un ricorso al credito colposo e sproporzionato rispetto alle sue capacità patrimoniali" (art. 14-*terdecies*, comma 2, lett. a, l. 3/2013). La norma non solo rinvia alla colpa, ma il riferimento alla "sproporzione" rispetto alla capacità patrimoniale del soggetto indebitato consegna un concetto di colpa rigido, che porta ad escludere dai benefici chiunque si sia ritrovato anche solo a sottovalutare il peso del debito contratto quando questo si sia rivelato poi, appunto "sproporzionato" ed infatti impossibile da ripagare, lasciando fuori le sole ipotesi, esattamente con al tempo dei Principi, di disgrazie ed eventi tanto sfortunati quanto imprevedibili.

Il beneficio della cancellazione del debito residuo non appare così poter operare nel caso del c.d. "sovraindebitamento attivo", cioè in quelle ipotesi in cui l'incapacità a ripagare il debito non derivi da cause esogene imprevedibili e disgraziate, bensì sia conseguenza di un comportamento poco prudente, o irrazionale, della persona, che abbia appunto assunto un'obbligazione che si mostra non proporzionata alle sue capacità finanziarie²⁹. E questo di fronte ad un sistema economico che, si tratti di Stati o di persone, si basa sul debito³⁰ e ad un problema, evidenziato ormai da tempo dalla finanza comportamentale, di irrazionalità nelle scelte che investono gli ambiti finanziari da parte delle persone.

Le non frequenti decisioni giurisprudenziali non sono univoche nell'applicazione della legge, fornendo interpretazioni non sempre rigide della colpa³¹ del debitore, ed inoltre, come si vedrà, la nuova regola sul

²⁸ Per un'analisi della storia del debitore insolvente cfr. **A.D. Manfredini**, *Rimetti a noi i nostri debiti*, Il Mulino, 2013.

²⁹ Contro la rigidità di questa interpretazione Cfr. **G. Limitone**, *Postilla sulla colpa nella legge n.3/2012 sul sovraindebitamento del consumatore e la proposta della Commissione Rordorf*, reperibile in *Crisi d'impresa e fallimento*, 23 settembre 2016, reperibile sul sito il caso.it.

³⁰ Cfr. **M. Lazzarato**, *Il governo dell'uomo indebitato*, Derive Approdi, 2013. Il saggio compie una interessante analisi su quello che definisce il governo del debito.

³¹ Cfr. le decisioni Trib. Catania, 24 giugno 2014 e Id, 17 giugno 2014, che non appaiono sostanzialmente dare spazio ad analisi in merito alla colpa del consumatore nella omologazione dei piani di risanamento, pubblicate con note critica di **L. Modica**, *Tutela del sovraindebitamento incolpevole o sanzione per omessa verifica del merito creditizio (art. 124 tub)? Il "piano del consumatore" in funzione punitiva*, in *Diritto Civile Contemporaneo*, Anno I, numero II, luglio/settembre 2014, secondo la quale "lo screening di meritevolezza, se lo si vuole prendere sul serio, non può prescindere da un esame incentrato sul grado di accortezza con cui si sia ricorsi al credito e se ne sia fatto impiego. In quest'ottica anche la semplice accumulazione ingiustificata di prestiti, pur in assenza di qualsivoglia intento fraudolento o abusivo o di una deliberata

credito responsabile prevista dalla disciplina in materia di mutui immobiliari ai consumatori apre uno spiraglio ad interpretazioni ancora diverse, in grado di escludere dalle tutele i soli casi di frode e di inadempimento volontario.

3.2 Il sovraindebitamento del consumatore e la colpa

Il concetto di “colpa” investe non solo l’istituto dell’esdebitazione ma anche altra parte della disciplina, quella riservata esclusivamente ai consumatori e diversa dalla liquidazione del patrimonio, che rappresenta una delle due ulteriori soluzioni per l’uscita dagli stati di sovraindebitamento previste dalla legge.

La prima consiste in un accordo di ristrutturazione dei debiti sulla base di un piano proposto dal debitore ed è, come si accennava, applicabile per esclusione a chi non rientra nella legge fallimentare, vale a dire i consumatori e gli imprenditori commerciali sotto soglia³², gli enti non commerciali, ed inoltre l’imprenditore agricolo e le *start up* innovative, con ipotesi queste espressamente previste (art. 7, comma 2 bis, l. 3/2012 e art. 31, co. 3, del d.l. 18 ottobre 2012, n.179³³).

La seconda procedura, applicabile esclusivamente ai consumatori³⁴, prevede la predisposizione di un piano unilaterale per la soddisfazione anche parziale dei debiti, che non richiede il consenso dei creditori una volta che sia stato omologato dal giudice³⁵. Il giudice omologa il piano “quando esclude che il consumatore ha assunto obbligazioni senza la ragionevole prospettiva di poterle adempiere ovvero che ha colposamente determinato il sovraindebitamento, anche per mezzo di un ricorso al credito non proporzionato alle proprie capacità patrimoniali” (art. 12-bis, comma 3, l. 3/2013).

Di nuovo la colpa, la “sproporzione”, ed addirittura la “ragionevolezza”, come se l’unico sovraindebitamento “perdonabile” e degno di tutela fosse, come già rilevato, quello causato da eventi del tutto imprevedibili e sfortunati. E ciò a fronte di una realtà ben lontana da quella che vede la spirale dell’indebitamento legata a vicende negative ed estemporanee della vita delle persone, quali perdita del lavoro, divorzi, malattie, morti, anche disastri naturali. Al contrario, il sovraindebitamento è spesso figlio dell’attuale contesto economico, umano e sociale in cui si assiste, seppure nel nostro paese in misura meno significativa rispetto ad altri, all’offerta di facili strumenti di indebitamento, che opacizzano non solo il rischio ma spesso anche il costo credito (si pensi alle carte *revolving*), e nasce dall’importanza personale e

volontà di non rispettare i propri impegni contrattuali, dovrebbe considerarsi elemento ostativo all’accesso o comunque in vario modo interferente con il concreto assetto della situazione debitoria”.

³² Cfr. nota 14.

³³ Provvedimento noto come Decreto Crescita 2.0, che ha introdotto “misure per la nascita e lo sviluppo delle *start up* innovative”. Cfr. sugli effetti economici **P. Finaldi Russo, S. Magri, C. Rampazzi, *Innovative Start-Ups in Italy: Their Special Features and the Effects of the 2012 Law*, in *Politica economica*, 2/2016, pp. 297-330.**

³⁴ Il consumatore, in coerenza con la definizione prevista dal nostro ordinamento, è la persona fisica che ha assunto obbligazioni esclusivamente per scopi estranei all’attività imprenditoriale o professionale eventualmente svolta (art. 6 comma 2 lett. b)). Questa definizione, assai restrittiva, esclude qualunque soggetto diverso dalla persona fisica ma, soprattutto, esclude l’ipotesi della presenza di debiti misti, cioè le situazioni di confusione patrimoniale che possono essere tipiche dell’attività professionale o d’impresa, se teniamo conto, ad esempio, che non esiste alcun obbligo di separazione della gestione finanziaria, essendo ben possibile far transitare le operazioni su un conto promiscuo, usato dalla persona fisica sia a titolo personale che professionale. Di questo aspetto problematico tiene conto il Progetto di Legge Delega per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell’insolvenza (c.d. DDL Rordorf), il quale prevede l’accesso alla procedura “anche in base ad un criterio di “prevalenza” del debito personale (art. 9, 1° comma, lett.a))

³⁵ Il creditore può sollevare delle contestazioni ed il giudice dovrà in tal caso valutare se il credito possa essere soddisfatto dall’esecuzione dell’accordo o del piano in misura non inferiore a quella che deriverebbe dalla liquidazione dell’intero patrimonio del debitore, e tuttavia le contestazioni non impediscono, fatta questa valutazione, l’omologazione del piano anche contro la volontà del creditore (art. 12-bis, comma 4, l.3/2012).

sociale di alcuni beni nella vita delle persone, quali in primo luogo la casa³⁶, o anche dall'irrazionalità umana delle scelte.

Della difficoltà nell'identificazione dei confini entro i quali collocare l'area dell'indebitamento meritevole di tutela sono testimonianze due contrapposte decisioni, in cui il giudice delegato procede in un primo momento con l'omologa di un piano del consumatore, sulla base di una valutazione di diligenza nell'assunzione delle obbligazioni. Il tribunale revoca successivamente l'omologazione su reclamo di un creditore in quanto il consumatore avrebbe errato i calcoli della sua capacità finanziaria, sovraindebitandosi dunque colpevolmente. Anche supponendo che, di fatto, il consumatore abbia mostrato di fare eccessivo affidamento sulla sua capacità di ripagare il debito dato il suo già importante stato di indebitamento³⁷, ebbene, non è questo proprio uno dei pericoli che una disciplina relativa al sovraindebitamento dovrebbe considerare? La spirale in cui il soggetto indebitato rischia di incorrere, facendo debiti per fare fronte ai debiti, non viene considerata degna di tutela, sulla base di un'interpretazione rigida della colpa nell'indebitamento, riscontrabile in pratica a fronte della mera sproporzione del debito contratto. Ma, ancora, l'intermediario che ha concesso l'ultimo credito³⁸ era in possesso delle informazioni in merito allo stato di indebitamento del cliente ed ha ritenuto il cliente meritevole. Ne dovrebbe a mio avviso conseguire delle due l'una, o sono state dolosamente omesse informazioni e il credito è stato concesso "responsabilmente" oppure ci troviamo di fronte ad un comportamento illegittimo del finanziatore piuttosto che ad una colpa del debitore.

4. La responsabilità del creditore nell'indebitamento del consumatore

Persone, da un lato, escluse dal credito e, dall'altro, che vi hanno avuto eccessivo o inadeguato accesso e che sperimentano, o rischiano per questo, l'esclusione sociale. È la doppia faccia del credito, volano dell'economia e strumento di inclusione, ma anche veicolo di dannazione ed ingresso in una spirale drammatica, finanziaria e personale. Come è possibile ridurre allo stesso tempo rischi che appaiono contrapporsi, favorendo il corretto equilibrio tra potenziali benefici e possibili danni?

Una risposta può essere rintracciata nelle regole in materia di responsabilità del creditore. Gli artt. 124-*bis* e 120-*undecies* del tub³⁹, che si occupano di credito al consumo il primo e di credito immobiliare il secondo, si inseriscono in un contesto disciplinare in cui trasparenza ed informazione restano pilastri fondamentali del sistema di tutela dei consumatori, consentendo loro di assumere scelte consapevoli, ma in cui il comportamento richiesto agli intermediari va oltre l'obbligo di mettere a disposizione della controparte chiare e complete informazioni sui termini e le caratteristiche del contratto. Le due norme accolgono un principio introdotto dalla regolamentazione comunitaria già con la direttiva 2008/48/CE⁴⁰ in materia di credito al consumo e ripreso ed ampliato con la direttiva 2014/17/UE sui contratti di credito ai

³⁶ Cfr. **M. Filandri**, *Proprietari a tutti i costi, La disuguaglianza abitativa in Italia*, Carrocci Editore, 2015, Roma.

³⁷ Dimostra il ricorrente finanziatore che all'epoca della richiesta dell'ultimo prestito il debitore si trovava già fortemente indebitato, risultando pertanto immeritevole di accedere alla procedura. Per un commento dei due provvedimenti cfr. **E. Pellicchia**, *Primi provvedimenti*, *op cit.*

³⁸ Si tratta della società che ha concesso l'ultimo e più significativo credito. Il creditore afferma « l'assenza delle condizioni di meritevolezza ex art. 12 *bis*, comma 3, l. 3/2012, per palese negligenza da parte della debitrice, che al momento della stipula del finanziamento da essa reclamante concesso, non poteva non essere consapevole della sua difficoltà economica e finanziaria ». Cfr. **E. Pellicchia**, *Primi provvedimenti*, *op cit.*, p. 547, che si chiede infatti "Ma il creditore, poteva sapere o quanto meno ipotizzare che il soggetto che chiedeva il finanziamento difficilmente avrebbe potuto restituirlo? E se sapendo o potendo almeno ipotizzare, ha ugualmente concesso il finanziamento, ha in qualche modo concorso al sovraindebitamento la cui responsabilità vorrebbe integralmente addossare al consumatore?".

³⁹ Articoli introdotti, rispettivamente, dall'art. 1 D.Lgs. 13 agosto 2010, n. 141 e dall'art. 1, comma 2, D.Lgs. 21 aprile 2016, n. 72.

⁴⁰ Direttiva 2008/48/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 87/102/CEE, cioè la precedente regolamentazione, che da allora aveva disciplinato il delicato settore del credito al consumo.

consumatori relativi ad immobili residenziali⁴¹. Il primo provvedimento si limita a sancire un “obbligo di verifica del merito creditizio del consumatore”, sulla base di informazioni adeguate (art. 8 dir. 2008/48/CE), lasciando ogni ulteriore specificazione agli Stati membri, ma aprendo in ogni caso la strada verso l’importante principio della responsabilizzazione del creditore per la concessione del credito nei confronti delle potenziali controparti che siano riconducibili alla nozione di consumatore.

La direttiva 2014/17 dedica invece l’intero capo VI alla “valutazione del merito creditizio”, predisponendo i contenuti minimi dell’attività di analisi che precede la concessione, che comprendono la necessità che l’impresa si doti a tal fine di idonee procedure, non si basi sul maggior valore prospettico dell’immobile, che dovrà essere valutato nel rispetto di *standard* affidabili (art.19), e tenga “adeguatamente conto dei fattori pertinenti ai fini della verifica delle prospettive di adempimento da parte del consumatore degli obblighi stabiliti dal contratto” (art. 18). Le verifiche andranno condotte sulla base di informazioni minime tipizzate (art. 20). Qui, la preoccupazione del legislatore dell’Unione non è esclusivamente rivolta alla protezione dei consumatori in quanto tali, ma si estende alla tutela della stabilità complessiva nella consapevolezza che “un comportamento irresponsabile da parte degli operatori del mercato può mettere a rischio le basi del sistema finanziario, portando ad una mancanza di fiducia tra tutte le parti coinvolte, in particolare i consumatori, e a conseguenze potenzialmente gravi sul piano socioeconomico”⁴². La crisi fa il suo ingresso nella normativa e la gestione del rischio di sovraindebitamento⁴³ da parte dei consumatori è così qui affidata al sistema creditizio, al quale è imputato un ulteriore e distinto obbligo rispetto a quelli prudenziali generali, il cui contenuto si estende oltre ad essi, pur naturalmente presupponendoli. Non pare infatti potersi ricondurre questa previsione dentro ai semplici confini della regolamentazione in materia di adeguatezza patrimoniale, poiché la sua *ratio* va oltre il fine che quella normativa si propone, sostanziandosi in una precisa specificazione di quel dovere di diligenza e correttezza, posto a tutela di una controparte più debole e che necessita di assistenza professionale, che pure in termini di principi generali è contenuto nell’art. 7, 1° comma della direttiva stessa⁴⁴.

4.1 La valutazione del merito creditizio nella concessione di mutui immobiliari ai consumatori

Quest’ultima previsione è stata recepita nel nostro ordinamento all’art. 120-*septies* tub, che ricalcando analogo regola in materia di prestazione di servizi di investimento⁴⁵, stabilisce al 1° comma che finanziatore ed intermediario “si comportano con diligenza, correttezza, e trasparenza, tenendo conto dei diritti e degli interessi dei consumatori”. Non si può ritenere questa norma meramente indirizzata ad impedire comportamenti scorretti ed opportunistici da parte delle imprese, ciò che rappresenta il presupposto generale alla base della formazione di ogni contratto, come fissato dagli artt. 1175, 1337 e 1375 c.c., che come noto prescrivono comportamenti basati sulla buona fede e correttezza. Essa pare piuttosto concretizzare un principio generale di diritto speciale che sottende alle ulteriori regole da questo previste, tra le quali preminente importanza riveste proprio l’obbligo di valutazione del merito creditizio, il cui significato risulta così ancora rafforzato. Una sua lettura alla luce dei principi generali fissati porta ad

⁴¹ Direttiva 2014/17/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 4 febbraio 2014, in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2013/36/UE e del regolamento (UE) n. 1093/2010, in GUUE L 60/34 del 28.2.2015.

⁴² Considerando n. 3 dir. 2014/17/UE.

⁴³ In verità, pur riconoscendo che durante la crisi i maggiori problemi di sovraindebitamento si sono verificati fuori dall’Unione, “i consumatori nell’Unione accusano un considerevole livello di indebitamento, in gran parte concentrato su crediti concernenti beni immobili residenziali”, Cit. Considerando n. 3 dir. 2014/17/UE.

⁴⁴ Interessante notare come l’art. 7 nei commi successivi si occupi delle politiche retributive, che devono assicurare che il personale agisca “in maniera onesta, equa, trasparente e professionale, tenendo conto dei diritti e degli interessi dei consumatori”, ribadendo ancora una volta l’attenzione all’interesse del potenziale debitore.

⁴⁵ In base all’art. 21, 1° comma, lett. a), tuf, “i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati”.

alcune considerazioni che paiono di particolare rilevanza ai fini che qui interessano.

Le regole europee sulla valutazione del merito creditizio sono state recepite in primo luogo all'art. 120 – *undecies* tub, in base al quale prima della conclusione del contratto di credito, “il finanziatore svolge una valutazione approfondita del merito creditizio” del consumatore, in particolare verificando la sua capacità di adempimento “sulla base delle informazioni sulla situazione economica e finanziaria necessarie, sufficienti e proporzionate e opportunamente verificate”. La diligenza e correttezza richieste all'impresa in questa fase della relazione contrattuale presuppongono una valutazione di ampio spettro, che tenga conto del merito creditizio e della capacità finanziaria ma altresì, in base alle regole generali di comportamento di cui all'art. 120-*septies* tub, delle specifiche esigenze e necessità della controparte, dovendo avere riguardo ai diritti ed agli interessi del consumatore.

In altre parole, la centralità che la nuova disciplina assegna al consumatore si traduce in un obbligo, in capo al finanziatore, che va oltre l'esigenza che questi adotti strumenti prudenziali nell'erogazione del credito e si spinge sino a richiedergli una vera e propria assistenza tecnica, nell'interesse non solo della stabilità dell'impresa e generale, ma specificatamente della controparte, come peraltro confermato dalla norma in base alla quale il finanziatore è tenuto a fornire chiarimenti adeguati sui contratti per consentire al consumatore di “valutare se il contratto di credito e i servizi accessori proposti siano adatti alle sue esigenze e alla sua situazione finanziaria” (art. 120-*novies*, comma 5). L'intermediario è così chiamato ad un comportamento proattivo su due fronti che appaiono complementari, in quanto solo attraverso entrambi si assicura, da un lato, la piena e vera consapevolezza del consumatore nella scelta operata e, dall'altro, la limitazione sia dei problemi derivanti dalla scarsa o nulla cultura finanziaria, sia di quelli connessi all'irrazionalità delle scelte⁴⁶. Il debitore non diviene esente da responsabilità per le scelte operate ma, nella misura in cui fornisce tutte le informazioni richieste e non ne omette in buona fede, l'asse della responsabilità trasla in capo al finanziatore, con alcune conseguenze rilevanti nel caso in cui si verificano situazioni di incapacità ad adempiere e di sovraindebitamento. Si pensi in primo luogo alla procedura relativa all'accordo unilaterale previsto dalla l. 27 gennaio 2012, n.3, in cui la “meritevolezza” del debitore, presupposto per l'omologazione da parte del tribunale, dovrà ritenersi presunta con la conseguenza che il creditore, salvo il caso in cui questi provi che il consumatore abbia mentito, non potrà opporsi⁴⁷.

4.2 Dalla responsabilità del creditore al diritto al credito del consumatore?

La severità delle regole appena viste può indurre il timore che si verifichi un irrigidimento del creditore nell'attività di valutazione del potenziale debitore-consumatore, che potrebbe condurre a forme di restrizione creditizia. È allora possibile, per contro, in questo rinnovato contesto normativo, immaginare un diritto al credito per il consumatore quale conseguenza speculare del principio del credito responsabile?

La natura imprenditoriale dell'attività bancaria ha sino ad oggi portato la giurisprudenza ad escludere l'esistenza di un obbligo a contrarre da parte delle banche, in ossequio ai principi della libertà negoziale e di iniziativa economica, pur nel riconoscimento del limite, nello svolgimento della fase delle trattative, della buona fede e correttezza. Anche le decisioni dell'Arbitro Bancario e Finanziario (ABF), in più occasioni investito della questione in relazione alla configurabilità di un simile diritto derivante dall'obbligo di valutazione nella concessione di credito ai consumatori di cui all'art. 124-*bis* tub, ribadiscono come non sia “in alcun modo previsto dall'ordinamento positivo, né appare in alcun modo desumibile neppure attraverso la più rigorosa esegesi delle fonti vigenti, alcun diritto del cliente ad ottenere credito dall'intermediario, la

⁴⁶ Si tratta dei problemi messi in luce dalla c.d. finanza comportamentale. Ampia la letteratura in materia si veda fra gli altri **U. Morera e F. Vella** (a cura di), **Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata**, AGE, 2012, n.1.

⁴⁷ In merito vale la pena notare come il disegno di legge di riforma della normativa fallimentare, c.d. DDL Rordorf, all'art. 9 lett. H, preveda misure sanzionatorie, eventualmente di natura endoprocessuale attinenti ai poteri di impugnativa e opposizione, a carico del creditore che abbia colpevolmente contribuito all'aggravamento della situazione di indebitamento.

valutazione circa la convenienza a contrarre, in assenza di anteriori vincoli pattizi [...], essendo rimessa, in via esclusiva e insindacabile, alla piena discrezione del medesimo”⁴⁸.

Tuttavia, la diversa dimensione e rilevanza dell’analogo obbligo di valutazione del merito creditizio nella concessione di crediti immobiliari ai consumatori porta a ritenere che, come si è visto, essa debba essere condotta in base alle procedure predisposte dal finanziatore, avendo riguardo alla capacità, anche prospettica, ad adempiere, del consumatore, nonché “ai suoi diritti ed interessi”. Il comportamento richiesto dalle nuove regole si pone in equilibrio fra diritto, non arbitrario, dell’impresa ad esercitare l’attività creditizia e diritto del consumatore ad una valutazione che tenga conto della sua capacità a ripagare il debito, dei suoi interessi e dei suoi diritti. Ne consegue che, seppure, in sintonia con l’orientamento generale, non si voglia ammettere l’esistenza di un vero e proprio diritto al credito, sembra d’altra parte potersi configurare una responsabilità dell’intermediario non solo per la concessione di credito ad un consumatore che si sia successivamente mostrato non in grado di adempiere ma, altresì, anche in caso di diniego del credito ad un consumatore che, in base ai criteri stabiliti dalle procedure interne, mostri di possedere i requisiti richiesti.

Accanto così ai casi già individuati dalla giurisprudenza e dalle decisioni dell’ABF, in cui si sono evidenziate ipotesi di responsabilità precontrattuale da parte della banca in caso di “ragionevole affidamento creatosi in capo al cliente, nel recesso dell’intermediario dalle trattative, nell’arbitrarietà/assenza di un giustificato motivo nel recesso”⁴⁹, analoga responsabilità dovrebbe configurarsi nel caso in cui la mancata concessione del credito non sia giustificata dalla documentazione informativa raccolta dall’intermediario e dalla profilatura che questi, in osservanza delle procedure da esso predisposte, abbia compiuto del cliente.

Il diritto del consumatore meritevole ad ottenere il credito è supportato dal suo diritto ad essere informato in relazione alle motivazioni sottostanti il rifiuto⁵⁰, “intendendo ... la trasparenza nella sua accezione ampia di obblighi informativi gravanti sull’intermediario in funzione di consulenza e di assistenza verso il consumatore”⁵¹.

Se sino ad oggi si è affermato che nell’ipotesi di diniego l’unico comportamento scorretto “è ricollegabile non al rifiuto della richiesta di finanziamento quanto al mancato assolvimento dell’obbligo di fornire informazioni sulle ragioni che hanno condotto a tale determinazione”, ciò che “non è sufficiente a fondare un credito risarcitorio né sul piano patrimoniale – relativo alla perdita dell’affare - né su quello non patrimoniale – relativo ai danni morali”⁵², alla luce della più recente disciplina e delle considerazioni qui svolte, il rifiuto dovrebbe assumere diversa rilevanza, richiedendo la legge che esso sia, da un lato, non solo trasparente ma altresì giustificato⁵³ dalla condizione economica e personale del consumatore e, dall’altro, in caso di effettiva ed accertata “sproporzione”, dovuto.

⁴⁸ Cfr. ABF, Decisione N. 5517 del 05 settembre 2014 e, da ultimo sempre in tal senso ABF, Decisione N. 1876 del 26 febbraio 2016.

⁴⁹ ABF, Collegio di Coordinamento, Decisione n. 6182/2013. Cfr. anche ABF, Decisione n. 8300/2015, sulla base dei principi enunciati dalla Corte di Cassazione, Sentenza n. 7768, del 29 marzo 2007.

⁵⁰ Comportamento che si concretizza anche “nell’obbligo di fornire ai clienti maggiori informazioni sulle motivazioni che spingono alla mancata concessione di denaro verso i richiedenti i quali avranno diritto alla massima trasparenza e correttezza dei creditori nei loro confronti” (Cass. 9 gennaio 2013, n. 349).

⁵¹ Cfr. ABF, Decisione N. 1876 del 26 febbraio 2016.

⁵² Cfr. ABF, Decisione N. 1876 del 26 febbraio 2016.

⁵³ Vale la pena ricordare l’importanza che una simile interpretazione delle nuove regole riveste in un contesto come quello dei mutui immobiliari, in cui le modalità di trattativa ed acquisto dei beni immobili possono indurre il consumatore in buona fede ad assumere obbligazioni che il finanziatore con il suo rifiuto non gli consentirà di adempiere.

CEFIN Working Papers ISSN (online) 2282-8168

- 59 *A test of the Behavioral versus the Rational model of Persuasion in Financial Advertising*,
by Ferretti, R., Pancotto, F. and Rubaltelli, E. (May 2016)
- 58 *Financial connectedness among European volatility risk premia*,
by Cipollini, A., Lo Cascio, I. and Muzzioli, S. (December 2015)
- 57 *The effectiveness of insider trading regulations. The case of the Italian tender offers*,
by Ferretti, R., Pattitoni, P. and Salinas, A. (September 2015)
- 56 *Introducing Aggregate Return on Investment as a Solution for the Contradiction between
some PME Metrics and IRR*, by Altshuler D. and Magni, C.A. (September 2015)
- 55 *'It's a trap!' The degree of poverty persistence in Italy and Europe*, by Giarda, E. and
Moroni, G. (September 2015)
- 54 *Systemic risk measures and macroprudential stress tests. An assessment over the 2014
EBA exercise*. by Pederzoli, C. and Torricelli, C. (July 2015)
- 53 *Emotional intelligence and risk taking in investment decision-making*, by Rubaltelli, E.,
Agnoli, S., Rancan, M. and Pozzoli, T. (July 2015)
- 52 *Second homes: households' life dream or wrong investment?*, By Brunetti, M. and
Torricelli, C. (May 2015)
- 51 *Pseudo-naïve approaches to investment performance measurement*, by Magni, C.A.
(February, 2015)
- 50 *Monitoring systemic risk. A survey of the available macroprudential Toolkit*, by
Gualandri, E. and Noera, M. (November 2014).
- 49 *Towards a macroprudential policy in the EU: Main issues*, by Gualandri, E. and
Noera, M. (November 2014).
- 48 *Does homeownership partly explain low participation in supplementary pension
schemes?*, by Santantonio, M., Torricelli, C., and Urzi Brancati M.C., (September 2014)
- 47 *An average-based accounting approach to capital asset investments: The case of
project finance*, by Magni, C.A. (September 2014)

- 46 *Should football coaches wear a suit? The impact of skill and management structure on Serie A Clubs' performance*, by Torricelli, C., Urzi Brancati M.C., and Mirtoleni, L. (July 2014)
- 45 *Family ties: occupational responses to cope with a household income shock*, by Baldini, M., Torricelli, C., Urzi Brancati M.C. (April 2014)
- 44 *Volatility co-movements: a time scale decomposition analysis*, by Cipollini, I., Lo Cascio I., Muzzioli. S. (November 2013)
- 43 *The effect of revenue and geographic diversification on bank performance*, by Brighi, P., Venturelli, V. (October 2013)
- 42 *The sovereign debt crisis: the impact on the intermediation model of Italian banks*, by Cosma, S., Gualandri, E. (October 2013)
- 41 *The financing of Italian firms and the credit crunch: findings and exit strategies*, by Gualandri, E., Venturelli, V. (October 2013)
- 40 *Efficiency and unbiasedness of corn futures markets: New evidence across the financial crisis*, by Pederzoli, C., Torricelli, C. (October 2013)
- 39 *La regolamentazione dello short selling: effetti sul mercato azionario italiano (Short selling ban: effects on the Italian stock market)*, by Mattioli L., Ferretti R. (August 2013)
- 38 *A liquidity risk index as a regulatory tool for systematically important banks? An empirical assessment across two financial crises*, by Gianfelice G., Marotta G., Torricelli C. (July 2013)
- 37 *Per un accesso sostenibile delle Pmi al credito (A sustainable access to credit for SMEs)*, by Giuseppe Marotta (May 2013)
- 36 *The unavoidable persistence of forum shopping in the Insolvency Regulation*, by Federico M. Mucciarelli (April 2013)
- 35 *Rating Triggers, Market Risk and the Need for More Regulation*, by Federico Parmeggiani (December 2012)
- 34 *Collateral Requirements of SMEs: The Evidence from Less-Developed Countries*, by Elmas Yaldiz Hanedar, Eleonora Broccardo, Flavio Bazzana (November 2012)
- 33 *Is it money or brains? The determinants of intra-family decision power*, by Graziella Bertocchi, Marianna Brunetti, Costanza Torricelli (June 2012)
- 32 *Is financial fragility a matter of illiquidity? An appraisal for Italian households*, by Marianna Brunetti, Elena Giarda, Costanza Torricelli (June 2012)
- 31 *Attitudes, personality factors and household debt decisions: A study of consumer credit*, by Stefano Cosma and Francesco Pattarin (February 2012)
- 30 *Corridor implied volatility and the variance risk premium in the Italian market*, by Silvia Muzzioli (November 2011)

- 29 *Internal Corporate Governance and the Financial Crisis: Lessons for Banks, Regulators and Supervisors*, by Elisabetta Gualandri, Aldo Stanziale, and Enzo Mangone (November 2011)
- 28 *Are defined contribution pension schemes socially sustainable? A conceptual map from a macroprudential perspective*, by Giuseppe Marotta (October 2011)
- 27 *Basel 3, Pillar 2: the role of banks' internal governance and control function*, by Elisabetta Gualandri (September 2011)
- 26 *Underpricing, wealth loss for pre-existing shareholders and the cost of going public: the role of private equity backing in Italian IPOs*, by Riccardo Ferretti and Antonio Meles (April 2011)
- 25 *Modelling credit risk for innovative firms: the role of innovation measures*, by Pederzoli C., Thoma G., Torricelli C. (March 2011)
- 24 *Market Reaction to Second-Hand News: Attention Grabbing or Information Dissemination?*, by Cervellati E.M., Ferretti R., Pattitoni P. (January 2011)
- 23 *Towards a volatility index for the Italian stock market*, by Muzzioli S. (September 2010)
- 22 *A parsimonious default prediction model for Italian SMEs*, by Pederzoli C., Torricelli C. (June 2010)
- 21 *Average Internal Rate of Return and investment decisions: a new perspective*, by Magni C.A. (February 2010)
- 20 *The skew pattern of implied volatility in the DAX index options market*, by Muzzioli S. (December 2009)
- 19 *Accounting and economic measures: An integrated theory of capital budgeting*, by Magni C.A. (December 2009)
- 18 *Exclusions of US-holders in cross-border takeover bids and the principle of equality in tender offers*, by Mucciarelli F. (May 2009).
- 17 *Models for household portfolios and life-cycle allocations in the presence of labour income and longevity risk*, by Torricelli C. (March 2009)
- 16 *Differential evolution of combinatorial search for constrained index tracking*, by Paterlini S, Krink T, Mittnik S. (March 2009)
- 15 *Optimization heuristics for determining internal rating grading scales*, by Paterlini S, Lyraa M, Pahaa J, Winker P. (March 2009)
- 14 *The impact of bank concentration on financial distress: the case of the European banking system*, by Fiordelisi F, Cipollini A. (February 2009)
- 13 *Financial crisis and new dimensions of liquidity risk: rethinking prudential regulation and supervision*, by Landi A, Gualandri E, Venturelli V. (January 2009)
- 12 *Lending interest rate pass-through in the euro area: a data-driven tale*, by Marotta G. (October 2008)
- 11 *Option based forecast of volatility: an empirical study in the Dax index options market*, Muzzioli S. (May 2008)
- 10 *Lending interest rate pass-through in the euro area*, by Marotta G. (March 2008)
- 9 *Indebtedness, macroeconomic conditions and banks' losses: evidence from Italy*, by Torricelli C, Castellani S, Pederzoli C. (January 2008)

- 8 *Is public information really public? The role of newspapers*, Ferretti R, Pattarin F. (January 2008)
- 7 *Differential evolution of multi-objective portfolio optimization*, by Paterlini S, Krink T. (January 2008)
- 6 *Assessing and measuring the equity gap and the equity*, by Gualandri E, Venturelli V. (January 2008)
- 5 *Model risk e tecniche per il controllo dei market parameter*, Torricelli C, Bonollo M, Morandi D, Pederzoli C. (October 2007)
- 4 *The relations between implied and realised volatility, are call options more informative than put options? Evidence from the Dax index options market*, by Muzzioli S. (October 2007)
- 3 *The maximum LG-likelihood method: an application to extreme quantile estimation in finance*, by Ferrari D., Paterlini S. (June 2007)
- 2 *Default risk: Poisson mixture and the business cycle*, by Pederzoli C. (June 2007)
- 1 *Population ageing, household portfolios and financial asset returns: a survey of the literature*, by Brunetti M. (May 2007)