FONDAZIONE CESIFIN ALBERTO PREDIERI

centro per lo studio delle istituzioni finanziarie
promosso dall'ente cassa di risparmio di firenze

IL MODELLO ITALIANO DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA: SPECIFICITÀ, EREDITÀ E FUTURO

a cura di
GIUSEPPE MORBIDELLI

scritti di
LUIGI ABETE, BETTINA CAMPEDELLI, FABIO CINTIOLI, PIERLUIGI CIOCCA
SERGIO CORBELLO, PAOLO GARONNA, GIAN MARIA GROS-PIETRO
SEBASTIANO LAVIOLA, GIUSEPPE LOIACONO, GIUSEPPE MORBIDELLI
PAOLO SANTELLA, GIAN GIACOMO NARDOZZI, GIANDOMENICO PILUSO
FABRIZIO SACCOMANNI, ROBERTO TANGA, GIUSEPPE ZADRA

cesifin on line

www.cesifin.it

9 788898 742097

La pubblicazione raccoglie le relazioni presentate al Convegno organizzato dalla Fondazione CESIFIN Alberto Predieri e da FEBAF (Federazione Banche Assicurazioni e Finanza), *Il modello italiano di intermediazione finanziaria: specificità, eredità e futuro*, tenutosi a Firenze lunedì 28 novembre 2014.

© 2016 Fondazione CESIFIN Alberto Predieri

ISBN 978-88-98742-09-7

Cesifin on line
marzo 2016

www.cesifin.it

IL MODELLO ITALIANO DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA: SPECIFICITÀ, EREDITÀ E FUTURO

Indice

UN RICORDO DI GIUSEPPE ZADRA I

I SESSIONE

INTRODUZIONE AL CONVEGNO 1
Luigi Abete

NOTE E RIFLESSIONI SUI TEMI DEL CONVEGNO 5
Giuseppe Morbidelli

LA CRISI DELL'ECONOMIA ITALIANA: COSA PUÒ FARE LA FINANZA? 11
Pierluigi Ciocca

II SESSIONE

L'ECONOMIA ITALIANA E IL RUOLO DELLA FINANZA: PUNTI DI FORZA E PUNTI DI DEBOLEZZA 19
Gian Maria Gros-Pietro

REGOLAZIONE E REGOLATORI NAZIONALI NEI SETTORI DEL CREDITO E DEI MERCATI FINANZIARI 41
Fabio Cintioli

FINANZA E TERRITORIO 57
Bettina Campedelli

III SESSIONE

LA MODERNIZZAZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO 75
Gian Giacomo Nardozzi

SITUAZIONE E PROSPETTIVE DEI FONDI PENSIONE IN ITALIA E IN EUROPA 79
Sergio Corbello

L'INNOVAZIONE FINANZIARIA TRA CRISI E RIPRESA 95
Giuseppe Zadra

L'INTEGRAZIONE DELLA FINANZA ITALIANA IN EUROPA E NEL MONDO 107
Fabrizio Saccomanni

IV SESSIONE

L'UNIONE BANCARIA E GLI EFFETTI DEI NUOVI STRUMENTI EUROPEI DI RISOLUZIONE DELLE CRISI: UN'ANALISI COMPARATA 117
Sebastiano Laviola
Giuseppe Loiacono
Paolo Santella

LE DINAMICHE EVOLUTIVE DELLA FINANZA ITALIANA IN PROSPETTIVA STORICA 133
Giandomenico Piluso

CONTRIBUTO 161
Roberto Tanga

V SESSIONE

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE 169
Paolo Garonna

UN RICORDO DI GIUSEPPE ZADRA

Il Convegno i cui atti pubblichiamo è stato onorato dalla brillante partecipazione del dottor Giuseppe Zadra – "Puccio" per gli amici che l'hanno amato – stimatissimo esponente del mondo bancario e finanziario.

Allievo di Cesare Cosciani all'Università di Roma, studi post-laurea alla Harvard Business School, esperienze in diversi istituti di credito, docente alla LUISS, autore dell'apprezzato Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Egli fu il vero artefice della modalità organizzativa e operativa della neonata CONSOB, molto contribuendo alla efficienza e trasparenza della finanza del Paese.*

Successivamente, fra il 1992 e il 2009, quale Direttore Generale ha interpretato una stagione altamente propositiva e fattiva della Associazione Bancaria Italiana. Per il prestigio anche internazionale di cui godeva venne in quella veste chiamato a presiedere il Comitato esecutivo della Federazione bancaria europea.

Vasta cultura, moderna competenza tecnica, dedizione al progresso dell'industria finanziaria, irresistibile simpatia gli hanno meritato – prima e dopo la Sua scomparsa, nel settembre del 2015 – il riconoscimento unanime di "banchiere gentiluomo".

I SESSIONE

INTRODUZIONE AL CONVEGNO

Luigi Abete [*]

Ringrazio CESIFIN col Presidente Morbidelli e tutti i partecipanti a questo seminario, che ben si inserisce nelle attività della Federazione Banche Assicurazioni e Finanza, che presiedo e che si concentra sui temi di rilievo trasversale per l'industria finanziaria promuovendo il ruolo dell'industria bancaria, assicurativa e finanziaria. Associamo Abi, Ania, Assogestioni, Aifi, Assofiduciaria, Assoimmobiliare, Assoprevidenza e Assosim, le principali rappresentanze delle imprese che operano sui mercati finanziari, e a tal fine siamo e vogliamo essere la "casa comune del risparmio e della finanza".

Il Convegno di oggi è coerente con le attese e gli obiettivi del Piano Strategico 2014-2016 della Federazione che prevede di studiare e se possibile valorizzare i punti di forza del sistema finanziario italiano – in un momento di grave difficoltà dell'impianto produttivo del Paese – e formulare proposte condivise da parte della comunità finanziaria. Anche ascoltando il punto di vista degli studiosi. Tra gli argomenti di oggi, su cui la Federazione sta lavorando, segnalo i seguenti:

Modernizzazione del sistema finanziario, in particolare approfondendo studi su materie come

- fiscalità sul risparmio: la Federazione sta lavorando su questo tema con un Gruppo di Lavoro sulla Tassazione del Risparmio;
- innovazione finanziaria: riguardante strumenti tecnologici all'avanguardia, come per esempio trattato nel recente Convegno Carte2014 a Roma sulle transazioni elettroniche e mobile, e-banking e e-commerce organizzato dall'Abi;
- unione bancaria, e gli effetti dei nuovi strumenti europei di risoluzione delle crisi. Come Federazione stiamo lavorando per costruire un "ponte" in Europa tra Unione Bancaria e Mercato Unico dei Capitali con un Gruppo di Lavoro su Investimenti a Lungo Termine e Mercato Unico dei Capitali, coordinato da Rainer Masera.

[*] Presidente della Federazione Banche Assicurazioni e Finanza (FEBAF).

Internazionalizzazione del modello italiano

È necessario analizzare approfonditamente durante l'incontro di oggi caratteristiche, vantaggi e strumenti competitivi cha hanno permesso alla finanza nazionale di rimanere stabile, solida, legata al territorio ed al *target* delle nostre imprese, nonostante la crisi e la recessione.

Come Federazione è nostra intenzione riflettere sull'esportabilità all'estero di questo modello. "Portare" la nostra finanza fuori dai confini nazionali è un obiettivo fondamentale, una sfida per noi, ma un beneficio per il sistema europeo, che proprio nelle *best practice* orienta la propria integrazione. E con esso sostenere le nostre Piccole Imprese che hanno bisogno in Italia ed in Europa di nuovi strumenti di garanzia e incentivi alla capitalizzazione. Come Federazione stiamo lavorando proprio su questi temi, per formulare proposte atte a consentire alle nostre Piccole Imprese di superare questa crisi epocale e di rilanciarsi in Italia e all'estero.

Rilancio della Crescita, Prospettive europee ed internazionali

A livello europeo stiamo lavorando sui primi annunci del Piano Juncker che prevede 315mld di investimenti in 3 anni.

Il Piano Juncker appare ben impostato, ma è destinato a produrre risultati solo nel medio-lungo periodo. L'economia europea per invertire le aspettative e la grave crisi di fiducia in cui versa avrebbe bisogno di segnali e stimoli "da domanda", ciclici e quindi temporanei, ma sufficienti e credibili. Si potrebbe a tal fine far leva su un'applicazione intelligente della clausola di flessibilità che consenta ai singoli Paesi interessati di finanziare, fuori dai vincoli del Patto di Stabilità, il Fondo europeo.

È inoltre necessario costituire un Mercato Unico per gli investimenti, singolo ed europeo e muovere un passo ulteriore dopo l'Unione bancaria.

Infine, potrebbero essere anche stanziate risorse europee prelevate dai fondi strutturali di pertinenza del Paese, con una parallela esenzione dall'obbligo di co-finanziamento pubblico. Dopo tante parole e sterili dibattiti Euro sì ed Euro no, l'Europa finalmente sarebbe non solo percepita, ma realmente funzionale ad una grande operazione di sviluppo della nostra economia.

A livello internazionale i Paesi del G20 si sono impegnati ad alzare dello 0,5% l'anno la crescita nei prossimi 4 anni rispetto al *trend* del 3,5% indicato dal Fondo Monetario Internazionale. Se si realizzassero gli obiettivi, la crescita raggiungerebbe in aggregato il 4% l'anno. Si chiede di aumentare gli investimenti in infrastrutture e ridurre le barriere al commercio internazionale.

Previsioni economiche

A proposito di crescita, i dati più recenti mostrano l'Italia ancora indietro rispetto alla media degli altri Paesi europei, mentre l'Euro Area cresce, meno di USA e Giappone. Sono perciò indispensabili riforme strutturali per rilanciare l'economia.

È necessario incoraggiare il Governo italiano sulla strada delle riforme. In particolare, è essenziale il recupero di fiducia e della credibilità da parte del sistema-Italia sui mercati internazionali; un aumento del livello di investimenti pubblici e privati anche per riequilibrare la diminuzione della crescita del commercio mondiale; una semplificazione dell'amministrazione e dei processi burocratici ai vari livelli e settori anche per migliorare il dialogo con l'Europa; la realizzazione delle riforme istituzionali.

È altresì indispensabile, in conclusione, riordinare e di ridurre la fiscalità della finanza sulla finanza, nelle tre componenti degli intermediari, dei risparmiatori, delle imprese finanziate e riformare organicamente il diritto italiano dell'economia (societario, fallimentare, amministrativo, processuale, della concorrenza ecc.), da cui trarrebbe grande beneficio non solo l'industria della finanza, ma l'intero Paese, così come è necessario ripensare in maniera condivisa gli strumenti della finanza internazionale; noi come FeBAF chiediamo a livello europeo una "stabilizzazione" normativa in ambito finanziario, al fine di consolidare utilmente i risultati provenienti dagli interventi effettuati negli ultimi anni.

NOTE E RIFLESSIONI SUI TEMI DEL CONVEGNO

Giuseppe Morbidelli *

Già il titolo del presente Convegno è indicativo della congerie delle tematiche oltremodo impegnative che ci si propone di analizzare e discutere.

Parlare di intermediazione finanziaria significa non solo addentrarsi nel ruolo delle banche, e di tutta la variegata congerie di intermediari finanziari, ma anche in tutto ciò che circonda, condiziona, presuppone e avvolge la finanza: *in primis* l'andamento e le prospettive della nostra economia, per di più nelle sue interlocuzioni e con l'economia europea e con quella mondiale, ma anche la BCE e le altre autorità di vigilanza europee e nazionali, il debito sovrano, le iniquità distributive, la individuazione dei fattori di competitività, la politica del lavoro e delle relazioni industriali, la politica della ricerca, la disciplina di tutela e di incentivazione al risparmio, la politica fiscale, la regolazione della previdenza, la politica degli incentivi pubblici, la *governance* delle imprese, lo sviluppo e l'impiego razionale ed efficiente delle risorse offerte dalla *information technology*, le politiche di formazione sia del *top management* sia del personale in genere, la dimensione ottimale delle imprese, la loro internazionalizzazione e la loro capitalizzazione, l'operato e gli obiettivi degli investitori istituzionali, il funzionamento della Pubblica Amministrazione e tanto altro ancora, perché la finanza – volente o nolente – è legata a filo doppio sia con il mondo delle imprese, sia anche con le famiglie e dunque con tutta la società: è vero – come osserva Ciocca – che la finanza non può fare miracoli ma è, insieme allo Stato e alle imprese, uno dei motori dell'economia.

Tuttavia, come avrete modo di verificare, il Convegno non si traduce affatto né in una carta di buoni propositi, né in un elenco di *cahiers de doléances* né in considerazioni di ordine astratto, che invero possono anche consistere in espressioni di elevata cultura senza però che producano proposte o soluzioni operative.

Al contrario le relazioni che seguiranno sono intrise di connubio tra ragion pura e ragion pratica, si caratterizzano perché sulla scorta di dati analitici, riflessioni maturate dall'esperienza, indicazioni provenienti da soluzioni praticate in altri Paesi, propongono risposte puntuali e motivate ai tanti "che fare"? che le problematiche sottese implacabilmente quanto giustamente pongono (si veda ad es. il contributo di Gian Maria Gros-Pietro, che si dispiega in tutta una serie di articolate risposte al "cosa fare per sostenere la crescita"). Non dovrete perciò ascoltare programmi e soluzioni dissociate dalla realtà: al contrario, verrà sempre messo in luce, per prendere a prestito terminologia

* Università Sapienza di Roma; Presidente Fondazione CESIFIN Alberto Predieri.

e contrapposizioni tratte dal capitolo XV del "Principe", la "verità" effettuale della "cosa", e non la "immagine" di essa ovverosia, riprendendo il titolo della già ricordata relazione di Gros-Pietro, vengono minuziosamente quanto motivatamente poste in evidenza i punti di forza e i punti di debolezza del nostro sistema finanziario.

Stante la mia formazione giuridica, unita ormai ad una lunga esperienza di amministratore di banca, non posso però esimermi dal segnalare l'eccesso di regolazione che investe l'intermediazione finanziaria. A tal fine basti leggere l'art. 1 del TUF (Testo Unico della Finanza), che prima menziona una lunga trafila di enti, istituzioni pubbliche nazionali ed europee e tutta una serie di soggetti privati variamente denominati che operano nel settore finanziario, e che si dipana sino alla lettera w-*quinques*, e poi elenca una panoplia di autorità di vigilanza e di regolazione, cioè di soggetti deputati a dettare regole volte a disciplinare l'attività finanziaria. Ma oltre al TUF abbiamo anche il TUB (Testo Unico Bancario), il Codice delle Assicurazioni, nonché una schiera sterminata di leggi e norme speciali, sia statali sia anche regionali che vanno dalla disciplina fiscale alla disciplina antiriciclaggio, dalla disciplina antiusura a quella sulla trasparenza, sia numerose direttive europee, invero sempre più complesse e dettagliate (si pensi per tutte alla direttiva 2014/59/UE relativa alle procedure di risanamento e risoluzione degli enti creditizi, composta da 132 dettagliatissimi e complessi articoli, un allegato e 19 pagine di premessa). Fatto sta che le banche sono sommerse da una regolazione a getto continuo, sempre più pervasiva per non dire invasiva. Non si tratta solo di rispettare gli indici di solidità patrimoniale, ma anche una serie di molteplici altri profili che vanno dagli obblighi di informazione alle regole sul bilancio, dai sistemi di controllo dei vari rischi (di credito, di controparte, di mercato, di concentrazione, operativi, ecc.) ai sistemi di *governance*, dai meccanismi di incentivazione e remunerazione del personale alla definizione dei rapporti con le autorità. Per dare un'idea del peso della regolamentazione bancaria basti dire che, sommando il quadro normativo (comprese le disposizioni fiscali) nazionale e quello europeo, negli ultimi cinque anni le banche italiane hanno dovuto adeguarsi a più di 500 misure normative (circa 2 a settimana).

Tutto questo non favorisce la certezza, anzi è fonte continua di incertezze, che a sua volta costituisce uno dei fattori che maggiormente ostacolano l'attività imprenditoriale, non solo delle banche e degli altri istituti di intermediazione finanziaria, ma anche delle imprese che con questi vengono a contatto, come pure fanno da barriera ad ogni forma di investimento. Concorrono a tale incertezza (o, come scrive Natalino Irti, "non calcolabilità") sia l'eccesso di normativa, che di per sé è fucina di contraddizioni, sia l'abuso del ricorso a clausole indeterminate (es. tipico: "sana e prudente gestione"), cioè ad una disciplina per valori. Il che è tra l'altro contraddittorio, perché la disciplina per principi e valori è alternativa a quella per prescrizioni puntuali e di dettaglio.

Noi invece abbiamo e sommiamo entrambe le categorie di "tipi" di prescrizioni normative. E per l'appunto la disciplina per principi manca di fattispecie, nel senso che in essa è assente la benché minima rappresentazione di una condotta tipizzata, e di contro si esprime in "essenze assiologiche", ovvero valori, il che significa lasciare spazio al soggettivismo, in quanto viene a mancare un parametro sicuro (basti pensare in quante maniere si interpretano le nozioni di buona fede, di buon costume, di ordine pubblico, di funzione sociale e così via) Max Weber scriveva che il capitalismo ha bisogno di "un diritto che si possa calcolare in modo simile a una macchina". Questo per la verità non è mai o quasi mai possibile: è cioè più che altro un mito, stante comunque la necessità di un processo interpretativo, non foss'altro per individuare il fatto e di contro lo stesso significato letterale di un testo normativo. Però il mito è pur sempre sintomatico di una esigenza che sta alla base di ogni economia minimamente efficiente, esigenza che invece viene quotidianamente frustrata, come del resto è di comune esperienza, e come è agevole rilevare leggendo pressoché ogni giorno sul *Sole 24 Ore* le divergenze interpretative della giurisprudenza ad es. su disposizioni della legge fallimentare o delle leggi tributarie o anche su norme del codice civile sul condominio!

Venendo comunque al "che fare", le banche hanno un ruolo fondamentale e trainante nello stesso tempo, sia finanziando le innovazioni e gli investimenti, sia tramite le innovazione *in house*, in termini di prodotti e procedure attraverso l'offerta alle imprese di nuovi servizi volti a favorirne l'accesso ai mercati dei capitali e il loro posizionamento su nuovi mercati di sblocco. Come pure le banche hanno la possibilità di usare una serie di strumenti per ridurre il costo del credito, per esempio – come recentemente ricordato dal Presidente della BCE – attraverso l'uso dei prestiti come collaterale e delle garanzie fornite dalla BEI. Inoltre, per ridurre il peso delle sofferenze, il sistema bancario è chiamato a investire in analisi del merito di credito, in accesso e condivisione di informazioni accurate e tempestive, che consentano di valutare in modo appropriato il profilo di rischio dei clienti, attraverso il giusto *mix* di *hard* e *soft information*. E soprattutto le banche hanno il compito di tutelare dalla crisi il patrimonio produttivo rappresentato dalle PMI e questo anche per evitare indebolimenti delle filiere produttive. Il che deve avvenire attraverso *task forces* di esperti e reti di soggetti qualificati, in grado di assistere imprese in difficoltà finanziaria ma con potenziale di crescita (di qui l'importanza, anzi l'essenzialità della formazione del personale delle banche). Si consideri difatti che la crisi rischia di far scomparire non solo imprese marginali e decotte ma anche spezzoni del sistema produttivo che detengono competenze senza le quali si aprirebbero falle nelle catene del valore delle filiere produttive. Non si tratta quindi di riesumare politiche di "salvataggi" imprenditoriali quanto di rafforzare la tenuta del sistema produttivo. È dunque particolarmente rilevante l'attenzione alla filiera e alla rete. Sotto un certo profilo si può dire che in tal

maniera la banca torna alle sue origini. Difatti agli albori del credito le banche concedevano denaro non concentrandosi sulla singola azienda, ma a un'idea di filiera: dall'approvvigionamento delle materie prime fino ai trasporti e alla destinazione definitiva. Questo sistema nel mondo anglosassone è chiamato *supply chain finance*. La quale invero si articola in una pluralità di versioni che vanno dal tradizionale finanziamento del capitale circolante attraverso anticipi di fattura o operazioni di *factoring*, a meccanismi più innovativi sino a strumenti che si basano nella collaborazione tra soggetti inseriti nella filiera: e ancora una volta questa incessante evoluzione di prassi e di regole contrattuali richiede contemporanei aggiornamenti alla formazione dei preposti alla erogazione dei finanziamenti.

Ma c'è di più, ancora con riguardo al ruolo delle banche. Mai come oggi, sulle politiche industriali si registra un consenso larghissimo e un forte impegno di soggetti istituzionali ed economici. Le istituzioni – dall'Europa, agli Stati, alle Regioni – condividono le linee fondanti. Le parti sociali approvano documenti comuni. Regioni di diverso orientamento politico, come Toscana e Lombardia, attribuiscono priorità al rilancio del manifatturiero, approvano nuove leggi per la competitività e delineano programmi non dissimili. Anche la legislazione statale più recente (ad es. il decreto "del fare") introduce strumenti utili, come la estensione progressiva dell'operatività del Fondo di garanzia per le PMI, sia sotto il profilo soggettivo, che sotto quello oggettivo delle operazioni ammesse (le ultime estensioni hanno interessato i professionisti e hanno riguardato: le garanzie su portafogli di finanziamenti, le partecipazioni in fondi comuni di investimento mobiliari chiusi, le anticipazioni sui crediti verso la Pubblica Amministrazione). La tendenza principale è stata in ogni caso nel senso di ampliare progressivamente il novero delle operazioni per le quali la garanzia viene concessa nella misura massima consentita dalla disciplina comunitaria europea in materia di aiuti di Stato. Ma soprattutto la legge introduce elementi di flessibilità nella gestione dei criteri di valutazione economico-finanziaria previsti per l'accesso alla garanzia in funzione dell'andamento generale dell'economia e del mercato finanziario e creditizio. Ulteriori misure sono rinvenibili nel d.l. n. 145/2013, cosiddetto decreto "Destinazione Italia". Da rimarcare, in particolare, la previsione di misure per la riduzione del costo dell'energia, agevolazioni per nuove imprese, l'istituzione di un credito d'imposta per attività di ricerca e la previsione di contributi alle PMI per la digitalizzazione. Il quadro degli interventi non è ancora soddisfacente, soprattutto perché i soggetti pubblici dovrebbero investire ben di più per le innovazioni e per lo sviluppo (come ci ricorda e ci ammaestra il recente libro di M. Mazzuccato, *Lo Stato innovatore*). In ogni caso si tratta di un quadro in divenire che per di più si dispiega attraverso una stratificazione di interventi legislativi *omnibus*, di cui tra l'altro si faticano a seguire con tempestività i provvedimenti attuativi. V'è quindi necessità oltre che di un coordinamento tra

i vari soggetti pubblici promotori e regolatori delle politiche industriali, di un coordinamento che investa le varie misure approvate (e quelle da determinare in sede regolamentare), attualmente del resto non sempre ben decifrabili, e comunque disperse qua e là in vari testi. A tal fine le banche, soprattutto le più grandi, dotate di uffici studi e ricerche, possono e anzi debbono svolgere una funzione all'untempo di guida e di indirizzo onde far sì che gli interessati possano muoversi con maggiore chiarezza nella selva di facilitazioni, incentivi, garanzie, opportunità, offrendo in tal maniera un contributo con iniziative e nuovi progetti che arricchiscano l'economia nel nostro Paese.

Come pure, e qui a Firenze la menzione è quasi un obbligo, è necessaria una attenzione del tutto speciale verso gli investimenti sulla cultura, fondamentali per accrescere il valore aggiunto delle produzioni. Ma l'industria culturale è essa stessa un settore economico dinamico, con ulteriori potenzialità di sviluppo (e del resto sostenuta dalla politica industriale europea). Va difatti ricordato come la tutela e la valorizzazione dei beni culturali abbia ricadute non solo sul versante del turismo e dei tanti servizi connessi (da quelli recettivi alla trasportistica etc.) e su quello delle congerie di attività preordinate ad amministrare e mantenere il patrimonio storico-artistico-architettonico (musei, biblioteche, archivi, siti archeologici, monumenti storici), ma anche sulla industria culturale in senso stretto (film, video, mass-media, *software*, musica, libri e stampa), sulle industrie creative (architettura, comunicazione e *branding*, artigianato, *design* e produzione di stile), *performing-art* e arti-visive (rappresentazioni artistiche, convegni e fiere). Il nostro Paese ha in proposito uno *status* privilegiato, attesa la sua storia, la sua tradizione, le sue ricchezze culturali. Vi sono tutti i presupposti perché l'Italia sia *leader* a livello mondiale per le eccellenze nell'artigianato, nella moda, nel *design*, nell'agroalimentare, nelle tecnologie per i restauri, oltre che per il grande patrimonio artistico e paesaggistico, la cui fruizione e valorizzazione può essere accresciuta con innovazioni tecnologiche e gestionali, con importanti ricadute anche per lo sviluppo del turismo. Anche su questa area le banche non possono non avere voce in capitolo, attesa la loro vocazione di vere e proprie infrastrutture della società.

Il Convegno non è tuttavia incentrato sul solo sistema bancario, ed anzi un motivo comune è l'esistenza nel rilevare i rischi di una eccessiva dipendenza dal credito bancario, come fonte di debolezza e di vulnerabilità delle imprese, mentre una dotazione di capitale più elevata agevolerebbe l'accesso delle imprese al credito, il che, assieme ad una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento esterno, le renderebbe più robuste (ed invero l'attuale modello di finanziamento delle imprese riflette tratti strutturali del nostro sistema produttivo, quali la piccola dimensione e la natura familiare della proprietà).

Il Convegno percorrerà i vari rivoli in cui si dispiega tutto il tessuto finanziario, sia sotto il profilo dei soggetti, quali banche, fondi pensione, istituti previdenziali,

assicurazioni, sia sotto il profilo degli strumenti (es. cartolarizzazioni, *minibond*), nonché tutte le varie interconnessioni, che ad es. investono la disciplina fiscale o il funzionamento delle pubbliche amministrazioni o quello del mercato del lavoro e con esso le varie tendenze e prassi in atto in punto di modernizzazione del sistema finanziario e di dinamiche evolutive. Il che è prodromico ed invero funzionale ad una rivisitazione e anzi ad una ricostruzione di tutto il diritto dell'economia (secondo i messaggi più volti lanciati proprio da Ciocca), sì da rendere più compatibile con i processi economici il diritto societario, quello fallimentare, quello assicurativo e previdenziale, quello amministrativo, quello processuale, quello del lavoro ecc. A tal fine il Convegno presenta relazioni che costruiscono vere e proprie "dissezioni" normative, a loro volta elaborate sia attraverso la lente della analisi storica, sia attraverso la lente dello studio comparatistico, essendo indispensabile verificare ciò che avviene negli altri Paesi onde tenere conto delle esperienze altrui, sia infine attraverso una attenta ricognizione della normativa europea, delle sue ragioni e delle sue finalità. A tal fine talune relazioni hanno l'ambizione di proporre un esame congiunto degli aspetti economici e di quelli giuridici. Ricordo che alle origini del diritto amministrativo, G.D. Romagnosi sosteneva che i due aspetti non sono separabili, al punto che li considerava due rami della stessa scienza[1]. Questo connubio per la verità non è praticabile, se non altro per la diversità di fonti, metodologie, strumenti e criteri di ricerca, obiettivi. Resta però fermo il fatto che l'analisi economica e quella giuridica devono fra loro integrarsi se vogliono evitare di raggiungere risultati parziali, privi di una visione complessiva ed oggettiva del fenomeno indagato. Sicché lo studio giuridico non può prescindere dall'analisi dei processi economici che va comunque a regolare o su cui va ad impattare. Questa è l'ottica che deve guidare la revisione di quella disciplina che si suol definire il "diritto dell'economia", e nel contempo è una delle tante aspirazioni cui tende il presente Convegno.

[1] Nei *Principi fondamentali di diritto amministrativo onde tesserne le istituzioni*, Prato 1814, par. 141, G.D. ROMAGNOSI scriveva: "tempo verrà che il Diritto civile e l'economico pubblico verranno considerati come due rami della stessa scienza".

LA CRISI DELL'ECONOMIA ITALIANA: COSA PUÒ FARE LA FINANZA?

Pieluigi Ciocca *

Vale interrogarsi sulla condizione attuale della finanza italiana – banche, altri intermediari, mercati – e in particolare sull'apporto che essa è in grado di dare al superamento del disastro economico del Paese.

L'economia italiana patisce improduttività e recessione. La produttività scema, o stenta, da vent'anni. La domanda globale è crollata, quasi del 10%, dal 2007.

La produttività – in specie manifatturiera – non si è spenta nell'impegno dei lavoratori, ma nella componente di innovazione e progresso tecnico, di cui chi guida l'impresa è responsabile. Nel 1992-2013 gli investimenti in macchinari, impianti, mezzi di trasporto sono saliti all'8,6% del PIL, dal 7% del 1970-1991. Ma quelli privati in R&D non sono andati oltre lo 0,5% del PIL; si è speso poco in capitale umano e ICT; si è brevettato poco; la qualità dei prodotti non è migliorata. Sul cedimento della produttività hanno influito le debolezze dei produttori, l'insufficienza degli stimoli concorrenziali, la inadeguatezza delle infrastrutture, fisiche e giuridiche.

Nel 2008-2009 il taglio della domanda è dipeso dalla scarsa produttività e quindi dalla non competitività delle esportazioni di manufatti e dalla conseguente caduta degli investimenti, nel contesto della crisi finanziaria e della recessione mondiale di allora. Nel 2011-2014 il taglio della domanda è invece dipeso dalla politica fiscale assurdamente restrittiva del governo Monti, a cui è seguito il crollo dei consumi e quello degli investimenti, compensati solo in parte dalla flessione delle importazioni.

Sia lo smottamento della produttività di trend sia la contrazione della domanda nell'intero periodo 2008-2014 sono quindi dovuti a forze di natura strettamente "reale", non finanziaria. Banca e finanza non hanno colpe, questa volta. In particolare, l'Italia ha subìto la recessione più acuta fra i principali Paesi, ma il suo sistema bancario e finanziario non è stato coinvolto nel *crac* della finanza anglosassone.

Resta che la produttività non accenna a progredire e che dalla più profonda e lunga contrazione della sua storia l'economia italiana non esce.

Cosa ci si può attendere, in positivo, dal sistema finanziario?

Si può abbozzare una risposta movendo da un duplice, confortante presupposto. Il sistema finanziario italiano ha attraversato la più dura delle recessioni conservando solidità. Inoltre, il sistema è morfologicamente adeguato.

* Accademico dei Lincei.

Nella recessione, le banche italiane hanno accusato sofferenze, calo di redditività, bassa raccolta, ricorso alla BCE massiccio, fondato sui titoli di Stato. E tuttavia patrimonialmente hanno tenuto. Valgano le parole pronunciate dal Governatore Visco alla Giornata del risparmio, il 31 ottobre scorso: "Gli aumenti di capitale realizzati fra il gennaio e il settembre del 2014 (…) consentono a tutte le banche italiane di superare la soglia dell'8% stabilita per l'analisi di qualità degli attivi. Se si tiene conto delle altre misure di rafforzamento patrimoniale già decise nel 2014, la carenza di capitale connessa con il realizzarsi dello scenario avverso dello stress test si riduce a 2,9 miliardi (lo 0,2% del PIL) e interessa due banche (…), le cui difficoltà sono in ampia misura l'eredità di episodi passati di *mala gestio* (…). Le due banche presenteranno a breve piani di rafforzamento". Va sottolineato che lo stress test europeo muove da ipotesi davvero sfavorevoli e improbabili, di ulteriore caduta del PIL italiano del 3% nel 2015-2016 e di risalita dei tassi sui BTP in prossimità del 6%, come nello scorcio del 2011.

La solidità delle banche è una precondizione basilare. Non meno rilevante, tuttavia, è l'altro aspetto: l'adeguatezza strutturale del sistema finanziario. Tra il 1980 e il nuovo millennio il sistema ha compiuto quella che in un libro del 2000 – "La nuova finanza in Italia" – definii "difficile metamorfosi". Pongo ora l'accento sul sostantivo ("metamorfosi"), piuttosto che sull'aggettivo ("difficile"). Oltre a una rispettabile crescita dei volumi intermediati – che portò il loro rapporto con la ricchezza reale a superare l'unità – la finanza italiana realizzò in quel ventennio almeno sette profondi mutamenti, modernizzandosi. Mi limito a richiamarli:

- maggior ruolo dei mercati, divenuti efficienti;
- più operatori, più modalità organizzative, più strumenti finanziari;
- più privato e meno pubblico;
- apertura internazionale;
- funzionale sistema dei pagamenti;
- risparmio anche delegato;
- derivati (con moderazione).

Questi sviluppi si sono consolidati negli ultimi 10-15 anni, con l'eccezione, non trascurabile, delle obbligazioni emesse dalle imprese. Grazie a questi progressi, il rallentamento tendenziale del PIL *pro capite* è stato meno grave di quanto sarebbe avvenuto se il sistema fosse rimasto quello disegnato da Menichella e perfezionato da Carli. Negli assetti, l'industria finanziaria italiana è oggi analoga a quella delle economie avanzate. Non si richiede un'ulteriore vasta riforma delle sue strutture fondamentali. Cruciali sono i comportamenti, le scelte, gli attributi di chi offre, ma anche di chi richiede, servizi bancari e finanziari.

Dal lato della domanda di tali servizi tutto dipenderà dalla capacità dei richiedenti – imprese, famiglie, P.A. – di fare l'uso migliore delle opportunità rese disponibili dalla finanza nazionale, ma anche da quella internazionale, a cui la clientela italiana ha libero accesso. Ciò è sinora avvenuto solo in parte. Il caso limite è quello delle imprese, meno di 300 delle quali si quotano su una Borsa che oggi è molto meglio funzionante di ieri, e tuttavia capitalizza a mala pena 1/3 del PIL (la metà di Francia e Germania).

Dal lato dell'offerta dei servizi finanziari le banche restano cruciali. Forniscono due terzi dello *stock* di crediti ricevuti da imprese e famiglie e i loro depositi e obbligazioni rappresentano un terzo del portafoglio delle famiglie. Ma rileva l'idoneità dell'intero settore finanziario a contribuire alla fuoruscita dalla recessione e alla produttività totale dei fattori nell'economia italiana.

Le due questioni vanno distintamente considerate.

Personalmente dubito che la finanza possa farsi carico del rilancio della domanda globale, per la fuoruscita dalla recessione. Può riuscirvi solo una politica fiscale fortemente espansiva nel breve termine, basata su investimenti in utili infrastrutture e su minori imposte, con l'equilibrio del bilancio affidato alla lotta all'evasione e al contenimento delle uscite pubbliche per forniture, personale, trasferimenti vari. Nel 2014 i tassi d'interesse nominali – quelli sui prestiti bancari in particolare – sono scesi, ma i mezzi finanziari affluiti al settore privato hanno continuato a ridursi. Il limite, quindi, è principalmente nella debolezza della richiesta di fondi, più che nella restrizione della loro offerta. Se la politica fiscale rimetterà in moto consumi e investimenti, la domanda di credito aumenterà e troverà soddisfazione. La politica monetaria di tassi a breve pressoché nulli in termini nominali e di decisa espansione della liquidità tanto spesso evocata dalla Bce va attuata. Ma non basterà. Dovrà essere il complemento di una politica di bilancio finalmente volta a combattere ristagno e deflazione nell'intera economia dell'Eurozona e in modo particolare in Italia, dove si muore per pioggia e il carico fiscale è reso sperequato dall'evasione. Come negli Stati Uniti, il *quantitative easing* dovrà fiancheggiare la politica di bilancio espansiva, rimuovendo ogni vincolo finanziario alla ripresa di consumi e investimenti privati.

La finanza può invece contribuire al rilancio della produttività, almeno per due vie.

La prima via consiste nel favorire la crescita dimensionale delle imprese. Le economie di scala vi sono, eccome. Le imprese italiane, da sempre piccole, con moto perverso lo diventano sempre più. Il Censimento del 2011 ha registrato una dimensione media scesa a 3,7 addetti, il 60% dei 4,5 milioni di aziende con un solo addetto, il 90% con meno di 10 addetti. Nella manifattura presso le aziende con meno di 10 dipendenti il valore aggiunto per addetto è metà della media nazionale e nel confronto europeo con le imprese di eguale dimensione non arriva al 50% del livello inglese, al 60% di quello francese, al 75% di quello

tedesco. L'opposto si riscontra per le aziende manifatturiere italiane di media dimensione, con addetti compresi fra 50 e 250: la loro produttività supera del 25% la media nazionale del settore e del 15% quella delle imprese di simile dimensione in Francia, Germania, Regno Unito. Salire dalla minima alla media dimensione sarebbe prezioso.

La seconda via consiste nel porre la produttività dell'impresa da finanziare al primo posto nella valutazione del suo merito di credito. Flussi di cassa, utili realizzati e attesi, patrimonio netto, capacità di servire il debito – i profili aziendali a cui i finanziatori tradizionalmente guardano – sono a propria volta dipendenti dalla produttività dell'azienda che chiede fondi. Nel contesto italiano presente e futuro dipendono e dipenderanno sempre più dalla capacità/propensione dell'impresa nell'innalzare, oltre alla dimensione aziendale, investimenti in ICT e in R&D, tasso d'innovazione, qualità dei prodotti. Solo il profitto da produttività è nel lungo periodo solido, tale da garantire alla banca il rimborso del fido e l'interesse. Non è, questo, il caso degli utili che nascono da posizioni di rendita, d'oligopolio, dall'aiuto pubblico, dal basso salario.

Le banche e le altre istituzioni finanziarie del Paese devono porre il nesso fra crescita dimensionale e produttività delle aziende minori al centro delle loro valutazioni e delle loro scelte. Possono influire, perché queste imprese sono ampiamente dipendenti dalla finanza esterna, bancaria e non bancaria.

Vi è, infine, la questione della grande impresa.

I gruppi manifatturieri italiani di grande dimensione sono pochi, solo una decina con più di 15mila addetti. È stata mancata l'occasione delle privatizzazioni per concentrare e irrobustire la zona alta della nostra industria. Grazie alle economie di scala la produttività di tali gruppi è più elevata di quella delle imprese medie e piccole, ma è inferiore a quella delle conglomerate inglesi e tedesche. Una delle ragioni è che i gruppi italiani restano operanti in settori che non sono più alla frontiera del progresso tecnico: mezzi di trasporto e pneumatici, cioccolatini e spaghetti, cemento, occhialeria, abbigliamento di massa unito a servizi autostradali. Una diversificazione sarebbe auspicabile, anche quando tali attività risultassero tuttora profittevoli. L'iniziativa deve muovere da quegli stessi gruppi, dai loro azionisti e amministratori. La finanza può svolgere una funzione di supporto.

Il rilancio della produttività in primo luogo affidato alla capacità imprenditoriale dei produttori. La perdita di competitività e di profittabilità delle imprese italiane è fondamentalmente dovuta allo scadimento della produttività che al loro interno si determina sulla base della loro imprenditorialità. È per scarsa produttività che dal 2000 l'industria manifatturiera ha visto aumentare del 40% il costo del lavoro per unità di prodotto, rimasto invariato in Germania e salito solo del 12% in Francia.

Oltre che da un autonomo, intensificato impegno delle imprese, la produttività trarrebbe considerevole beneficio da una politica pubblica che superasse la

recessione, risanasse il bilancio, alleviasse la pressione fiscale e i gravami burocratici, potenziasse le infrastrutture fisiche e quelle giuridico-istituzionali, promuovesse la concorrenza.

La finanza non può fare miracoli. Come è ovvio, l'economia italiana tornerà a crescere solo se vi sarà il contributo congiunto delle imprese, dello Stato, della finanza.

II SESSIONE

L'ECONOMIA ITALIANA E IL RUOLO DELLA FINANZA: PUNTI DI FORZA E PUNTI DI DEBOLEZZA

Gian Maria Gros-Pietro*

SOMMARIO: 1. Una congiuntura ancora in bilico. - 2. Bassa domanda e perdita di competitività alla base della debolezza italiana. - 3. Finanziare l'innovazione. - 4. La crisi e il credito alle imprese. - 5. Cosa fare, allora, per sostenere la crescita? - 6. Condividere e diffondere le informazioni e il processo di *rating*. - 7. Aiutare le imprese nel processo di diversificazione delle fonti di finanziamento . - 8. Usare al meglio le garanzie. - 9. Continuare l'operazione di alleggerimento delle sofferenze dai bilanci bancari per liberare capitale e fornire nuovo credito. - 10. Adoperarsi per ristabilire la fiducia tra banche ed imprese. - 11. Innovare l'offerta di prodotti e servizi. - 12. Sostenere la *partnership* pubblico-privato.

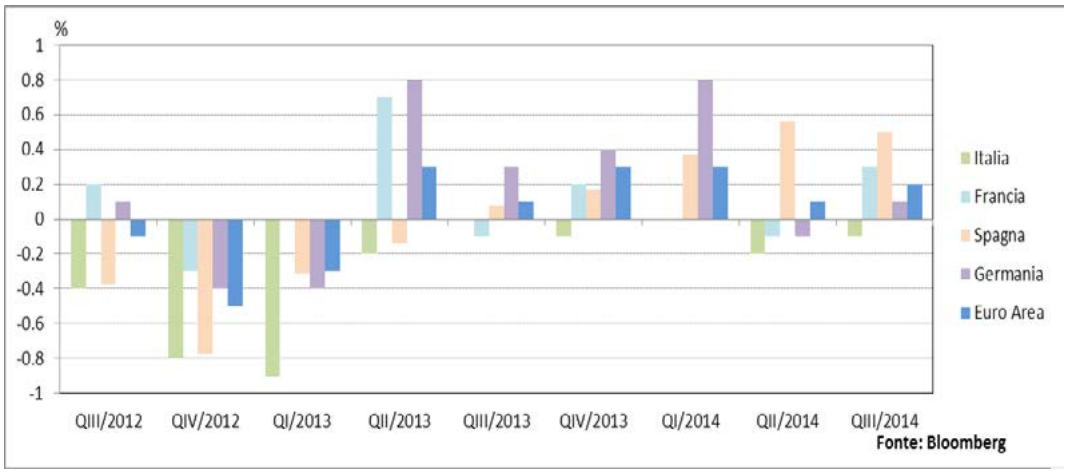
1. Una congiuntura ancora in bilico

La crisi si sta dimostrando molto più persistente di quanto ci si potesse attendere nel 2010. L'Europa e l'Italia continuano a registrare tassi di crescita molto contenuti e, anche per il 2015, le attese sono state ritoccate al ribasso. A metà 2014, l'*austerity* non sembrava aver giovato neanche alla Germania che mostrava segnali di difficoltà con tassi di espansione dell'attività produttiva negativi o nulli.

La dinamica di crescita, tuttavia, è rimasta disomogenea e per l'Italia gli ultimi dati evidenziano un *decoupling* dal resto dei Paesi dell'Area (cfr. Grafico 1).

* Presidente del Consiglio di Gestione Intesa Sanpaolo.

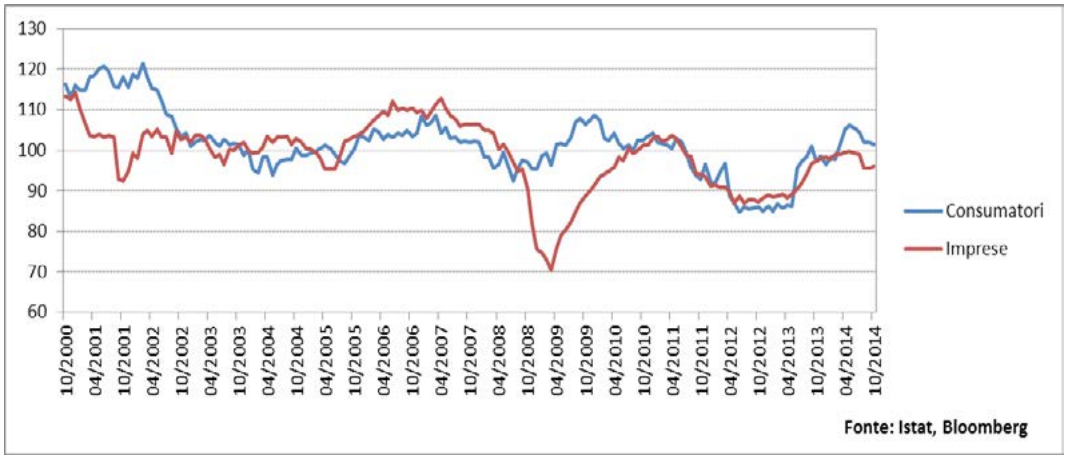
Grafico 1. - *Andamento tasso di crescita PIL reale su base trimestrale per Italia, Germania, Francia, Spagna, Area Euro*



Il quadro complessivo continua ad evidenziare rischi significativi dal punto di vista dell'attività produttiva. La produzione industriale è tornata in territorio negativo sia tendenzialmente sia su base congiunturale e, ad ottobre, l'indicatore anticipatore PMI per il settore manifatturiero evidenzia attese di ordinativi per i prossimi 6 mesi per la prima volta inferiori ai mesi precedenti (sotto la soglia di 50). La riduzione dei volumi prodotti corrisponde ad una caduta della produttività significativa che richiama all'urgenza delle riforme del mercato del lavoro ed istituzionali nel nostro Paese.

La stagnazione della produzione rispecchia una stagnazione dei consumi, sostanzialmente fermi dopo un periodo di contrazione, e una riduzione degli investimenti accompagnata da un rintracciamento della fiducia di consumatori ed imprese, a fronte dei ritardi degli effetti annunciati delle riforme e di un peggioramento del quadro congiunturale internazionale condizionato da diversi focolai di guerra e dalle sanzioni in Paesi *partner* commerciali, Russia *in primis* (cfr. Grafico 2).

Grafico 2. - *Clima di fiducia imprese e consumatori*



I tassi di disoccupazione in Europa, non solo in Italia, hanno raggiunto livelli mai visti dal dopoguerra (cfr. Grafico 3). Colpiscono, soprattutto, i dati relativi a donne e giovani, rispettivamente intorno al 14% e al 43%. Una situazione che non può lasciare indifferenti perché, di fatto, la riduzione della quota di reddito collegata al lavoro crea maggiore polarizzazione nella distribuzione del reddito e rende meno stabili gli assetti sociali. Anche Draghi, nel discorso di Jackson Hole e più recentemente, nel suo discorso per la celebrazione del centenario della nascita di Federico Caffè, sottolinea come il fenomeno debba essere affrontato con la massima urgenza.

Grafico 3. - *Tasso di variazione della disoccupazione dati in %*

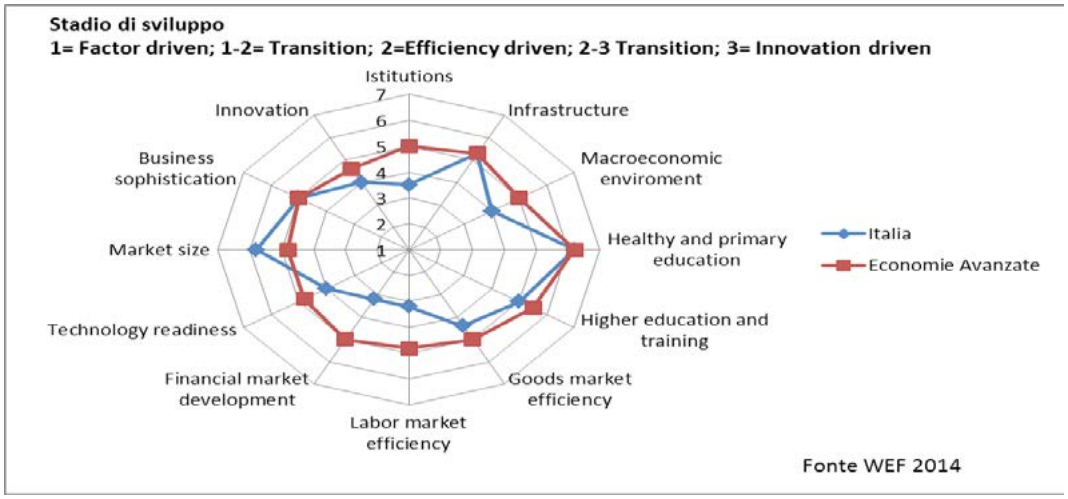
Il Governatore Draghi attribuisce l'aumento della disoccupazione europea non solo a motivi strutturali ma anche a motivi congiunturali. Infatti, malgrado una politica monetaria espansiva si è assistito, a causa degli *spread*, ad un aumento dei tassi di interesse all'economia reale che ha di fatto interrotto la trasmissione della politica monetaria in un momento in cui la politica fiscale, condizionata dalle preoccupazioni sulla sostenibilità del debito pubblico, non poteva assorbire *shock* avversi. Il fenomeno di restrizione fiscale e il razionamento creditizio ha avuto le ovvie conseguenze sul sistema produttivo e quindi sull'occupazione, soprattutto per manifattura e costruzioni e per i lavoratori meno qualificati.

2. Bassa domanda e perdita di competitività alla base della debolezza italiana

La crisi in Italia è stata determinata dal concorso di più fattori. Da una parte, la debolezza della domanda, per le ragioni descritte sopra, con la perversa combinazione di disoccupazione e mancanza di fiducia che ha portato ad una sovra-capacità produttiva, corretta con una riduzione della produzione, una contrazione del capitale produttivo, e di conseguenza da una caduta del reddito reale *pro-capite* per la prima volta dagli anni '60. Dall'altra, la caduta della produzione manifatturiera (oltre un quarto è andata persa dalla crisi ad oggi) non è solo dovuta alla contrazione della domanda interna ma anche alla perdita di competitività sui mercati esteri.

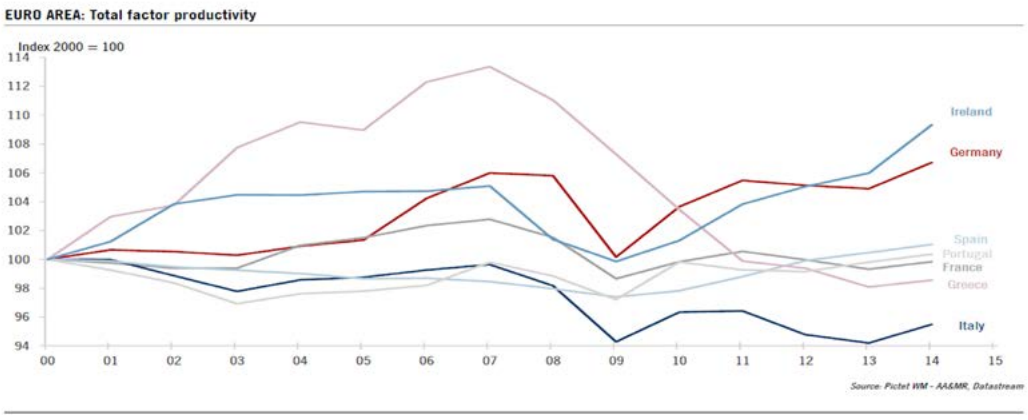
Il diagramma polare (cfr. Grafico 4) mostra punti di forza e punti di debolezza della nostra economia. L'Indice di Competitività del World Economic Forum 2014-2015, rileva che l'Italia, per il secondo anno consecutivo dopo una fase negativa, si mantiene stabilmente al 49° posto su 148 economie. Le carenze più rilevanti riguardano innovazione, ambiente macroeconomico, istituzioni, sviluppo del mercato finanziario e efficienza del mercato del lavoro. Tra gli aspetti più problematici spiccano, non a caso, gli stessi ambiti dove sono più urgenti le riforme: burocrazia, livello di tassazione, accesso ai finanziamenti, restrizioni del mercato del lavoro e complessità del sistema fiscale.

Grafico 4. - *Stato della competitività in Italia*



Se una parte della perdita di competitività (cfr. Grafico 5) è da collegare al venir meno dello strumento del tasso di cambio (usato nel passato per svalutazioni competitive), la parte più consistente è da far risalire agli scarsi investimenti in termini di innovazione, ricerca e sviluppo. È proprio quello che è avvenuto in Italia, dove la produttività multifattoriale evidenzia un *gap* importante a partire dalla metà degli anni '90, diventato ancora più evidente dal 2000, ben prima dell'avvento dell'euro.

Grafico 5. - *Total factor productivity*



Dall'andamento della produttività multifattoriale ne consegue la riduzione del valore aggiunto fornito dalla produzione manifatturiera. In Germania la

crescita della produttività è riuscita a far rimanere intorno al 22% del PIL, il valore aggiunto creato dal settore manifatturiero; in Italia, al contrario, dalla seconda metà degli anni '90 un'erosione senza sosta ha portato il contributo ad un modesto 15%.

La dinamica della produttività è, in larga parte, da ascrivere all'assenza di investimenti in innovazione di prodotto e di processo. La ricerca accademica è abbastanza unanime nel presentare, e dimostrare, una correlazione positiva tra crescita economica (PIL per capita) e innovazione (*stock* di brevetti)[1]. E questo spiegherebbe almeno in parte perché il nostro paese ha tassi di crescita reali inferiori al 2% dal oltre trent'anni. In linea con quanto ci si può attendere, secondo dati OCSE, l'Italia è tra i Paesi con più basso rapporto tra spesa in R&S e PIL e con il minor numero di ricercatori in proporzione al numero di occupati. Nel 2012, anno a cui risalgono i dati disponibili più recenti, la spesa per R&S *intra-muros* sostenuta da imprese, istituzioni pubbliche, istituzioni private non profit e università è stata pari a 19,8 mld di euro. In aumento in termini nominali rispetto al 2011 (+0,1%) ma in riduzione per il secondo anno consecutivo in termini reali (-1,6%). Secondo i dati preliminari dell'Istat, in rapporto al PIL, le risorse destinate al settore ricerca e sviluppo in Italia sono cresciute solo dell'1,27%.

Ciò che preoccupa è sia la scarsa ricerca industriale, il cui rafforzamento è cruciale per il raggiungimento dell'obiettivo europeo di spesa per R&S sul PIL, sia il fenomeno di *crowding out* tra spesa privata e spesa pubblica. Nel 2011 si osserva, infatti, un lieve aumento del contributo delle imprese, che passa dal 53,9% del totale del 2010 al 54,6% del 2011. Contestualmente si registra un leggero calo della spesa delle istituzioni pubbliche (dal 13,7% del 2010 al 13,4% del 2011) e delle università (dal 28,8% al 28,6%). Il confronto con gli altri paesi dell'UE evidenzia come il peso degli investimenti privati in R&S è ancora molto lontano dalla media europea (63,1%) e, ancor di più, da paesi quali Germania (67,7%), Francia (63,9%) e Regno Unito (63,6%).

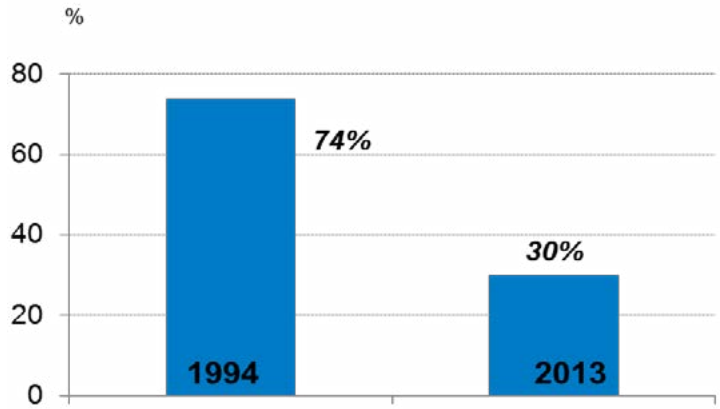
È interessante notare, sulla base dei dati OCSE che i Paesi europei che più hanno sofferto della crisi finanziaria, trasformatesi successivamente in crisi del debito sovrano, sono quelli che spendevano meno in R&S. Non che questa possa essere considerata una causa, ma sicuramente una maggiore spesa in R&S assicura una maggiore resilienza del settore produttivo, una maggiore

[1] Alcuni studi a livello aziendale hanno rilevato una relazione positiva tra R&S e crescita (tra gli altri P. GEROSKI-S. MACHIN, *Do Innovating Firms Outperform Non-Innovators?*, in 3 *Business Strategy Review*, 1992, 2, 79-90); T. YASUDA, *Firm Growth, Size, Age and Behavior in Japanese Manufacturing*, in 24 *Small Business Economics*, 2005, 1, 1-15), mentre altri non riscontrano effetti; tra gli altri H. LOOF-A. HESHMATI, *On the Eelationship Between Innovation and Performance: A Sensitivity Analysis*, in 15 *Economics of Innovation and New Tecnologies*, 2006, 4-5, 317-344.

capacità di adattamento a *shock* avversi, e in generale una maggiore capacità di essere competitivi su mercati esteri.

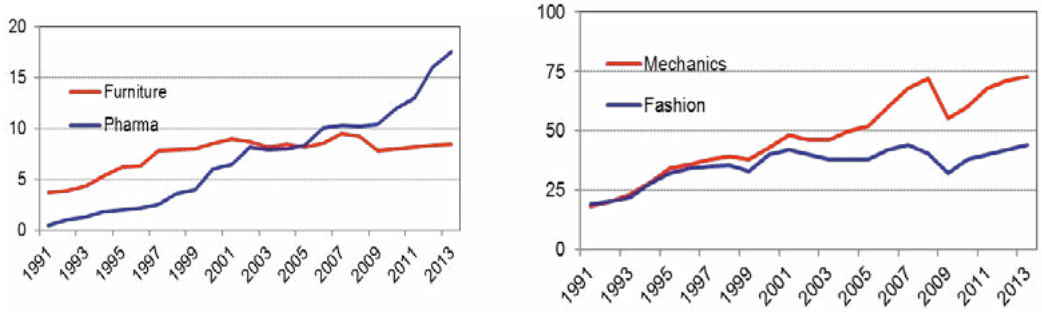
Durante la crisi, l'Italia ha mostrato capacità e competenze anche in settori diversi da quelli tradizionali (moda, mobili e cibo) che meriterebbero maggiore attenzione. Il *Made in Italy*, negli ultimi 20 anni si è, infatti, allargato a settori quali la farmaceutica e la meccanica. I dati Istat (cfr. Grafico 6) evidenziano come la quota dei settori tradizionali sul *surplus* commerciale si sia ridotta dal 74% (1994) al 30% (2013).

Grafico 6. - *Quota dei Settori Tradizionali (moda e mobili) sul surplus commerciale*



Settori come la farmaceutica e la meccanica stanno diventando sempre più importanti in termini di fatturato estero (cfr. Grafico 7).

Grafico 7. - *Volume fatturato estero (miliardi di €)*



Le imprese che sono riuscite ad emergere anche in condizioni "ambientali difficili" hanno puntato ad una crescita dimensionale e hanno adottato strategie

innovative rivolte non solo ai mercati interni. In questo processo ha svolto un ruolo importante la scelta di diversificare le forme di finanziamento di debito e di credito in modo da essere in grado di allentare la dipendenza dell'impresa dal sistema bancario.

3. Finanziare l'innovazione

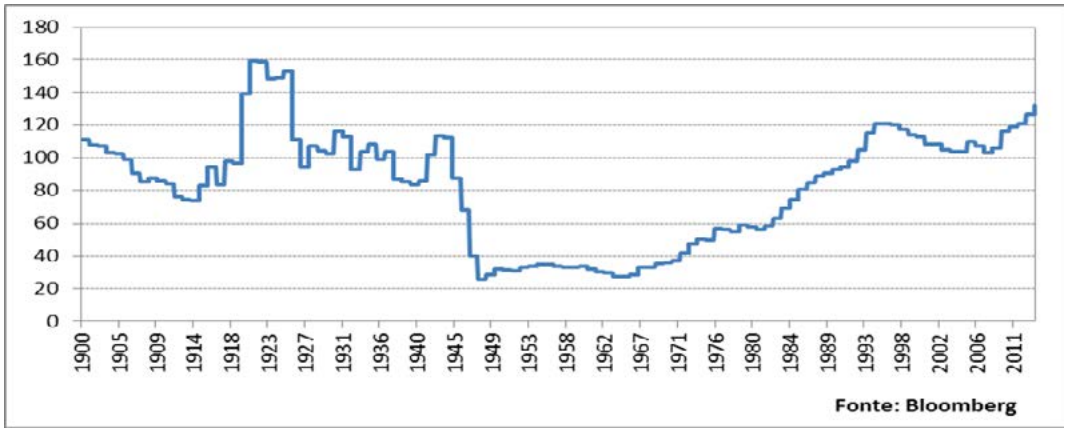
Posto che l'innovazione ha mostrato effetti significativi *spillover* anche nelle fase basse del ciclo, il problema è come riuscire a finanziarne l'investimento.

L'effetto di *crowding out* tra spesa pubblica e spesa privata per innovazione è un dato preoccupante in quanto la *spending review* non dovrebbe riguardare la ricerca. Sappiamo, infatti, che le innovazioni di portata "rivoluzionaria" difficilmente riescono a venire alla luce senza una qualche forma di partecipazione da parte dello Stato (il GPS, Internet, il *touch screen* ecc.). Un libro recente di Mariana Mazzucato[2] evidenzia come, nella storia dei dispositivi tecnologici di ultima generazione, l'impresa privata si sia limitata ad applicare a prodotti commerciali alcune innovazioni che nascono dall'iniziativa statale. In un'epoca in cui l'accumulazione del capitale è orientata soprattutto al breve e al brevissimo periodo, le imprese private sono difficilmente disposte a perseguire processi di innovazione di lungo termine, altamente incerti nei risultati.

Lo stato dovrebbe, quindi, mantenere u n ruolo propulsivo, ma in un paese sovra-indebitato e non particolarmente dotato di una visione politica di lungo periodo, quale il nostro, può essere difficile trovare le risorse necessarie. Tra il 1970 e il 2010, gli elevati livelli di risparmio non hanno sostenuto l'accumulazione di capitale produttivo o finanziato l'innovazione ma hanno coperto i *deficit* di bilancio pubblico creati da spese improduttive e dagli interessi sul debito. La mancanza di investimenti, necessari per far crescere la produttività e il capitale umano, hanno fatto sì che il tasso di interesse pagato sul debito rimanesse nettamente sopra il tasso di crescita, con il risultato che il rapporto è cresciuto e si è portato su livelli visti solo dopo la I Guerra mondiale (cfr. Grafico 8).

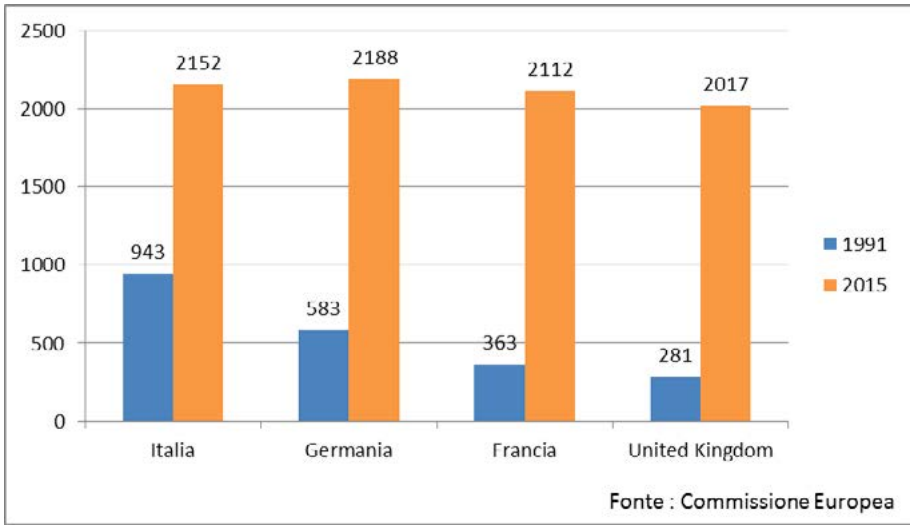
[2] M. MAZZUCCATO, *Lo stato imprenditore*, Roma-Bari, Laterza, 2014.

Grafico 8. - *Debito Pubblico/ PIL, 2014: 132.6%*



La dimensione del debito, tuttavia, non deve condizionare le scelte in modo irrazionale. La crisi ha messo tutti sullo stesso piano: mentre due decenni fa l'Italia era realmente il grande debitore, oggi tutti i grandi paesi sono "grandi" debitori (cfr. Grafico 9).

Grafico 9. - *Debito Pubblico miliardi Euro, valore corrente*



Inoltre se guardassimo al saldo primario, l'Italia apparirebbe tra i Paesi più virtuosi perché da oltre 14 anni ha un *surplus* primario superiore al 2%, dopo Danimarca e Belgio.

Il problema risiede quindi nella spesa per interessi che a sua volta diventa

tanto meno sopportabile tanto minore è la crescita e, semplificando, tanto minore è l'investimento in ricerca e innovazione tanto minore è la crescita. Il cane che si morde la coda.

4. La crisi e il credito alle imprese

La crisi e le conseguenti riforme, volte a rendere il sistema bancario europeo più solido, hanno richiesto alle banche di fronteggiare, da un lato, gravi problematiche collegate alla gestione dei crediti non performanti e, dall'altro, onerose richieste di capitalizzazione che hanno avuto ovvie ripercussioni sulla disponibilità di finanziamento alle imprese a medio e lungo termine. In tutta Europa, non solo in Italia, si è registrata, infatti, una caduta netta dei flussi di erogazione alle imprese, il cui *stock* ad aprile ha raggiunto il punto più basso del periodo post-crisi. A settembre lo *stock* a livello europeo ha raggiunto 4285 mld di euro, un volume inferiore al 2007 (cfr. Grafico 10). In Italia tendenzialmente l'aggregato mostra una riduzione (830 mld a settembre) seppure con qualche titubante variazione al rialzo nei mesi estivi.

Grafico 10. - *Prestiti Corporate Zona Euro e Italia (miliardi €)*

Il dibattito sulle cause di questo andamento vede, da un lato, chi pensa che si tratti di un vero e proprio razionamento dell'offerta – un fenomeno di interruzione della trasmissione della politica monetaria dovuto al comportamento delle banche – e dall'altro, chi ritiene che il fenomeno sia ascrivibile prevalentemente alla contrazione della domanda, come evidenziano, almeno in parte, le indagini della BCE sulle condizioni del *lending*.

Dal lato dell'offerta, si inserisce la recente decisione della BCE di effettuare una manovra espansiva senza precedenti, che ha portato in territorio negativo il tasso sui depositi, eliminato i meccanismi di sterilizzazione e previsto un

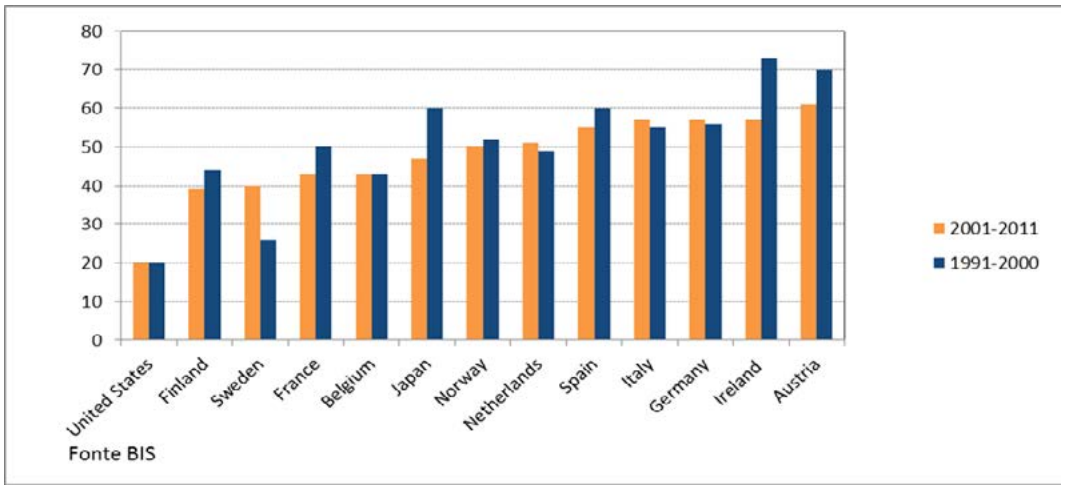
nuovo sistema di aste di liquidità a lunghissimo termine, definite TLTRO, ovvero prestiti a lunga scadenza che le banche potranno sfruttare solo a patto di utilizzare il credito, così ottenuto, a favore delle imprese.

Non vi è dubbio, però, che sul mercato vi sia anche una carenza di domanda "buona" di credito. Ciò significa che la risoluzione del problema deve essere trovata con un'azione congiunta della Banca Centrale, del sistema bancario e della politica. Il *de-leveraging* (la pulizia effettuata dalle banche nei bilanci del 2013) e la manovra espansiva della BCE sono passi importanti nella giusta direzione. Mancano, tuttavia, le riforme necessarie a sostenere la domanda. Riforme che sono responsabilità della politica e che vanno fatte in tempi brevi perché la scarsità di credito, in un sistema *bank-based*, comprime la crescita economica e genera livelli di disoccupazione che non sono compatibili con un'economia che voglia considerarsi avanzata.

Ma cosa può fare la finanza per la crescita? Possiamo aspettarci una relazione positiva tra la ritrovata solidità del sistema bancario europeo, l'implementazione dell'unione bancaria e la crescita di lungo periodo?

La finanza può fare molto, ma non tutto. Il suo impatto dipende dalle funzioni e dall'interazione di banche e mercati. In Europa – ancor prima della fase di turbolenza – era iniziato un lento processo di disintermediazione bancaria che ha non ha riguardato però Germania ed Italia, dove al contrario, nell'ultimo decennio il rapporto tra credito bancario e totale dei finanziamenti al settore privato è addirittura aumentato. (cfr. Grafico 11).

Grafico 11. - *Rapporto credito bancario su totale finanziamenti al settore privato*



La presenza di un sistema finanziario *bank-based*, spesso associato dalla

FONDAZIONE CESIFIN ALBERTO PREDIERI
centro per lo studio delle istituzioni finanziarie
promosso dall'ente cassa di risparmio di firenze

ricerca empirica a forme più arretrate di sviluppo economico, in Europa è dovuto anche alla composizione settoriale della sua struttura produttiva e alla dimensione medio piccola delle sue imprese. Le ragioni sono ovvie e afferiscono al costo di accesso diretto al mercato dei capitali. Inoltre, alcuni comparti produttivi, per motivi strutturali, hanno un chiaro vantaggio dall'uso quasi esclusivo del credito bancario trattandosi di una fonte di finanziamento più facile da attivare: ad esempio l'agricoltura, che ha a disposizione capitale tangibile, o le costruzioni, dove è facile individuare il collaterale. Quindi, data la struttura produttiva e settoriale dell'economia europea, e italiana in particolare, la soluzione di una crisi che tarda a risolversi non può prescindere dal ruolo delle banche, anche in presenza di forme alternative di finanziamento e dello sviluppo dei mercati dei capitali.

Come ricordato le banche molto esposte alle PMI[3] si sono trovate ad affrontare scelte difficili che hanno portato ad un contenimento del flusso di erogazione creditizia a causa di un forte aumento dei crediti non performanti e delle sofferenze. Una situazione che ha avuto come conseguenza tassi più alti e maggiore difficoltà di accesso al credito da parte delle imprese piccole non favorite dalla sostanziale opacità dei bilanci che, creando asimmetrie informative, aumenta i costi di transazione e scoraggia la domanda.

In Europa, anche gli investimenti infrastrutturali[4], data la forte natura bancaria, hanno registrato una battuta d'arresto durante la crisi. Un andamento che è il risultato di vincoli di liquidità, incertezza del regolatore, diminuzione delle esposizione per settore e per area geografica e che ha determinato una sostanziale riduzione nella diversificazione delle fonti di finanziamento, poiché le banche d'investimento internazionali non hanno più avuto molti incentivi a strutturare operazione oltre i 10 anni e le banche coinvolte nei finanziamenti sono, ora, per lo più "domestiche".

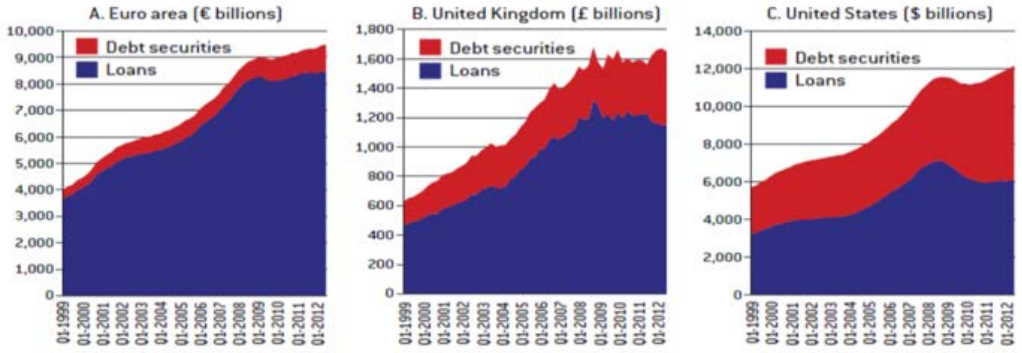
La creazione dell'Unione Bancaria, con il superamento della frammentazione del mercato *retail*, avrà un ruolo importante anche nella creazione di un

[3] Il 99% delle imprese nell'Unione Europea sono PMI, esse producono circa il 50% del valore aggiunto, con punte vicine al 60-70% in alcuni paesi. Dal punto di vista occupazionale assorbono circa il 66% della forza lavoro ma dal punto di vista della produttività del lavoro, misurata come valore aggiunto in termini nominali per addetto, è maggiore per le imprese più grandi, riflettendo una divergenza dal punto di vista della specializzazione della forza lavoro e dell'intensità di capitale.

[4] Il settore infrastrutturale, incluse le infrastrutture sociali, in Europa dovrebbe catalizzare investimenti per 450 mld di euro per anno nei prossimi 5 anni. Al suo finanziamento parteciperà sia il settore privato che il settore pubblico. Quest'ultimo contribuirà per 1/3 mentre i rimanenti 2/3 saranno finanziati dal settore privato via finanziamenti *corporate* (250 mld di euro 2% del PIL) o PF (40 mld di cui metà in PPP e metà in non-PPP *finance*). Finance for Growth December 2013.

equilibrio tra finanziamenti bancari e non bancari ovvero nel rendere maggiormente accessibili i mercati dei capitali alle imprese. Al momento, tuttavia, la sostituibilità tra credito e altre forme di finanziamento nell'area euro è nettamente inferiore a quella che caratterizza economie quali gli Stati Uniti e il Regno Unito (cfr. G rafico 12).

Grafico 12. - *Indebitamento delle imprese 1999q1-2013q3*



Fonte: Brugel Report 2013.

La crescita economica è ovviamente favorita dalla disponibilità di risorse finanziarie sia che esse provengano dalle banche o dai mercati dei capitali. L'evidenza empirica mostra, tuttavia, che una volta superata una soglia critica gli effetti positivi del credito si attenuano. Nel caso di oscillazioni cicliche, un sistema bancario "sano" contribuisce alla stabilizzazione assorbendo gli *shock*, ma quando le recessioni coincidono con crisi finanziarie l'impatto sul PIL è tre volte più forte nelle economie *bank-based* rispetto a quelle *market-based*, dove l'effetto di sostituibilità delle fonti di finanziamento gioca un ruolo rilevante[5]. Allard and Balvy (2011) trovano, studiando 84 eventi connessi alla ripresa dopo la crisi in 17 Paesi OCSE tra il 1960-2007, che le economie *market-based* hanno un *rebound* più forte e duraturo delle economie *bank- based* [6].

[5] *Speech by Vítor Constâncio, Vice-President of the ECB, at the Annual Hyman P. Minsky Conference on the State of the US and World Economies Washington D.C.*, 10 April 2014.

[6] I due studiosi trovano, inoltre, che le riprese sono più forti tanto maggiore è la flessibilità economica. Quando la flessibilità del mondo del lavoro e dei mercati di produzione è presa in considerazione il vantaggio comparato delle economie *market based* diviene meno significativo. Allard, Julien and Rodolphe Balvy (2011) *Market Phoenixes and banking ducks: Are recoveries faster in market-based economies?*, *Working Paper* No. 11/213, International Monetary Fund.

Anche per motivi legati alla dimensione dell'impresa, l'emissione di obbligazioni da parte delle PMI non potrà sostituire la domanda di credito. L'accesso al credito rimane, quindi, vitale. Conseguentemente le politiche monetarie volte a ristabilire il potenziale di offerta delle banche, tenuto conto dei nuovi vincoli regolamentari, sono di estrema importanza così come è ancora più importante ristabilire una domanda "buona" di credito.

In Europa, una ripresa dell'economia senza credito non ha elevate probabilità di verificarsi posto che, in assenza di sostituibilità tra forme di indebitamento e in assenza di credito, lo stimolo alla crescita può venire solo da forti svalutazioni del tasso di cambio reale (tra il 30 e il 50%), come è avvenuto nel passato in alcuni paesi emergenti[7]. Una eventualità – *sic rebus stantibus* – poco probabile data la "resistenza" della valuta europea a deprezzarsi, nonostante la dimensione della recessione e il perdurare della crisi.

5. Cosa fare, allora, per sostenere la crescita?

Molto può essere fatto a livello europeo soprattutto per il superamento della frammentazione del sistema bancario, attraverso l'adozione di meccanismi che portino le banche a lavorare su un *level playing field* dal punto di vista regolamentare e della supervisione[8] e l'implementazione di politiche volte a mitigare le asimmetrie di trasmissione (in questa direzione va la recente azione della BCE). Tutto ciò faciliterà l'offerta di credito. Molto, tuttavia, deve essere fatto anche a livello delle singole realtà nazionali perché la struttura produttiva europea è fortemente disomogenea, così come lo sono le normative sulle procedura di fallimento, il grado di trasparenza delle informazioni e le politiche fiscali che, se ben indirizzate, possono fornire uno stimolo importante alla domanda di credito ancora fortemente condizionata dalle aspettative domestiche. Una maggiore offerta, senza una domanda "buona" di credito, non può far ripartire la macchina.

La prima condizione necessaria, ma non sufficiente, per far ripartire il credito è ristabilire la stabilità dei mercati e la fiducia verso gli intermediari finanziari.

In questo contesto è importante il ruolo delle Autorità Nazionali ed europee

[7] *Bruegel Policy Contribution, Can Europe Recover Without Credit?*, 2013/03. Nel rapporto si stima che nei Paesi *middle-income*, che sono riusciti ad uscire dalla crisi nonostante un *credit crunch*, il deprezzamento reale mediano in termini di prezzi al consumo, dal massimo pre-crisi a tre anni dopo il minimo della crisi, è stato del 25%.

[8] Soprattutto per quanto riguarda la definizione contabile dei crediti deteriorati che vede le banche italiane penalizzate.

che devono accelerare i processi di riforma necessari per rendere il *business environment* maggiormente attraente in termini di *corporate governance*, *disclosure* sui dati contabili, regimi di tassazione più favorevoli all'*equity* (ad esempio aumentando il rendimento nozionale del capitale ai fini ACE), certezza della legge, regole e tempistica della legislatura fallimentare ecc.

Tutti fattori che incidono pesantemente sulla concessione del credito e che, almeno in parte, sono sintetizzati nell'indice "Doing Business 2015" elaborato dalla Banca Mondiale. Il dato più recente posiziona l'Italia al 56 posto su 189, in miglioramento ma più in basso del Ruanda, della Macedonia e della Georgia, solo per menzionarne alcuni. Molta è, quindi, la strada da percorrere.

6. Condividere e diffondere le informazioni e il processo di *rating*

Una volta ridotto lo *stock* di crediti problematici – in Italia le banche lo hanno già fatto sacrificando la redditività attuale in nome delle crescita futura – il sistema bancario può impegnarsi a creare le condizioni per ridurre il peso futuro delle sofferenze investendo in analisi del merito di credito, attraverso l'accesso e la condivisione di informazioni accurate e tempestive che consentano di valutare in modo appropriato il profilo di rischio dei clienti, tenendo conto anche degli *assets* intangibili. È questo un elemento particolarmente rilevante per le PMI che hanno bisogno di un *rating* che soppesi le loro peculiari caratteristiche. Ma accanto all'investimento su base individuale appare sempre più importante, ai fini dell'integrazione del mercato *retail*, la creazione di un *database* UE che raccolga informazioni sul merito creditizio e sulla performance delle imprese. Questo sforzo ha bisogno del coinvolgimento di diversi attori, Banche Centrali, Autorità Nazionali e operatori privati, anche attraverso un diverso uso dei fondi UE.

La disponibilità di informazioni di qualità a costi accessibili è, infatti, uno dei fattori chiave per liberare risorse verso le PMI. A questo proposito appare molto importante il ruolo delle agenzie di *rating* che, anche per incoraggiare un maggior sviluppo dei mercati dei capitali e l'interesse degli investitori istituzionali, dovrebbero dare maggiore trasparenza al loro lavoro.

Le Autorità Nazionali o Europee, d'altra parte, potrebbero rendere pubblico il *rating* di PMI o di progetti (oggi per vedere il *rating* di controparti private è necessario sottoscrivere un abbonamento con le agenzie) e alimentare la domanda di *rating* e di analisi creditizia (anche per facilitare lo svolgimento degli *stress test*) in modo da stimolare la creazione di un vero mercato delle analisi finanziarie facilmente accessibile.

È infine fondamentale fare un'opera di educazione per le imprese; gli intermediari devono svolgere una duplice azione sia dal lato dell'educazione finanziaria (la mancanza di conoscenze gestionali all'interno delle imprese

appare da studi recenti più elevata di quanto ci si potrebbe aspettare) sia dal lato della trasparenza convincendo l'imprenditore delle ricadute positive di una maggiore visibilità dei propri dati e di una maggiore frequenza della reportistica contabile-finanziaria.

7. Aiutare le imprese nel processo di diversificazione delle fonti di finanziamento

A causa della frammentazione del mercato bancario, le banche continuano a non prestare *cross-border*, se non dietro il pagamento di un premio al rischio significativo collegato allo *spread* del Paese, ciò crea divergenze considerevoli nelle condizioni creditizie applicate alle imprese e alimenta effetti distorsivi sui vantaggi competitivi, a danno delle imprese dei Paesi più vulnerabili. Superare la frammentazione del sistema bancario implica il pieno funzionamento dell'Unione ma ciò non potrà avvenire nell'immediato. Per tale ragione è necessario creare le condizioni favorevoli allo sviluppo dei mercati dei capitali europei, ancora troppo poco attraenti per le PMI e le Mid-cap, al fine di poter sviluppare fonti di *funding* alternative al credito bancario e rendere il sistema più solido agli *shock*.

In Italia, le imprese hanno una leva finanziaria simile a quella rilevata in altri Paesi. Tuttavia, sia il mercato dei capitali, caratterizzato da un numero limitato di aziende di grandi dimensioni, sia il mercato obbligazionario e il ricorso ad operazioni di cartolarizzazione non appaiono avere un ruolo parimente rilevante nel finanziamento di medio e lungo termine delle imprese. Sarebbe, quindi, opportuna una collaborazione tra sistema bancario, imprese e autorità per lo sviluppo di nuovi mercati: dal mini bond ai fondi specializzati in finanziamenti alle PMI dove rivestono un ruolo importante gli investitori istituzionali.

L'uso di schemi di *securitisation*, attraverso ABS per prestiti alle piccole e medie imprese (come indicato recentemente anche da Draghi) aprirebbe spazi nei bilanci delle banche e fornirebbe collaterale utile[9]. A questo fine è necessario assecondare la diffusione di dati sui prestiti, anche attraverso la costruzione di piattaforme europee, per aumentare la trasparenza e la standardizzazione di un mercato ABS europeo. Si tratta ovviamente di un obiettivo di medio termine ma rilevante in termini dimensionali. Ugualmente importante è riattivare il mercato dei Covered Bond, che consentono di generare *funding* a prezzi più bassi per le banche che prestano alle imprese. La crisi in alcuni Paesi dell'area,

[9] La AFME stima approssimativamente che 200-300 mld di euro verrebbero generati da attività di cartolarizzazione vendute ad altri investitori, fondi pensione, PE e VC ecc.

tra cui l'Italia, ha rallentato lo sviluppo di questo mercato rendendo di fatto più cari i prestiti alle imprese e, quindi, incidendo negativamente sulla quella parte della domanda di credito sensibile al prezzo. G li operatori ritengono che per far ripartire il mercato sia soprattutto necessario ampliare il ventaglio di prestiti alle PMI utilizzabili per il *covered bond* includendo quelli *unsecured* e quelli che non hanno garanzie reali[10].

Sempre allo scopo di ampliare il portfolio di fonti alternative di finanziamento per le imprese, la costituzione di un mercato comune di piazzamenti privati, in grado di ridurre gli effetti negativi della scarsa liquidità, della mancanza di informazioni sull'emittente e delle differenze di fiscalità, potrebbe apportare *funding* per le imprese nell'ordine di svariati miliardi di euro[11]. Infine, lo strumento dei minibond, introdotto in Italia per permettere l'emissione di obbligazioni ordinarie o convertibili per le PMI con la possibilità di godere delle garanzie da parte della SACE (fino al 70%), non solo crea nuove opportunità di finanziamento alle imprese ma anche nuove opportunità di investimento per gli investitori attivi sul mercato del debito. Seppure questo strumento sia nato da poco, è necessario pensare a misure che ne incentivino l'utilizzo cercando un coordinamento a livello di Paesi Membri per creare una piattaforma comune e per favorirne la standardizzazione.

Lo sviluppo di forme alternative di finanziamento di fatto non depotenzierebbe il ruolo delle banche che possono trovare nuove opportunità di *business* connesse sia alla consulenza che all'intermediazione.

8. Usare al meglio le garanzie

Il circolo virtuoso del credito può essere fatto ripartire anche attraverso l'uso efficiente di quelle forme di mitigazione del rischio che consentono di ridurre il costo del credito. L'uso delle garanzie diviene importante, non perché sia necessario un aiuto esterno alle banche, ma per mitigare la natura ciclica insita nella processo di concessione del credito. Anche per i progetti infrastrutturali è necessario pensare ad un maggiore coinvolgimento delle banche di sviluppo multinazionali europee, in particolare la BEI, sia in termini di finanziamento, attraverso i *project bond*, sia in termini di concessioni di garanzie.

Qualche mese fa, la Bei e il Fondo europeo degli investimenti, insieme alla Commissione Europea hanno proposto ai Ministri delle Finanze dei Paesi

[10] Questa è la posizione del FMI, *Global Stability Report*, ottobre 2013 capitolo 2, 11-16.

[11] In Germania il mercato delle Schuldchein *issuances* nel 2011 valeva 8,6 mld di euro, mentre a livello mondiale il valore nel 2011 era di 45 mld di dollari di cui il 35% da emittenti USA.

dell'Area euro di utilizzare i fondi a disposizione del Cosme, di Orizzonte 2020 e dell'Esif, insieme a *plafond* dedicati da Bei e dal Fei, per garantire direttamente i prestiti bancari alle piccole e medie imprese (si stima un aumento del volume del credito alle PMI per 55-58 mld di euro in sette anni) oppure come garanzia per le cartolarizzazioni di nuovi prestiti concessi dalle banche alle aziende (si stima un aumento del volume del credito alle PMI per 65 mld di euro in sette anni) oppure attraverso una forma più complessa che prevede garanzie, cartolarizzazioni e *risk pooling* a livello europeo per aumentare la diversificazione dei portafogli e generare un effetto leva fino a 100 mld di euro. Seppure annunciato un anno fa il progetto è però ancora *under construction* e con ogni probabilità sarà sostituito dall'annunciato Piano Juncker. Oltre all'uso dei Confidi e del Fondo di G aranzia, recentemente è stato proposto[12] di creare una garanzia generalizzata e collettiva a favore delle piccole e piccole-medie imprese che sia automatica e consistente. Un meccanismo in cui il Fondo globale ed obbligatorio viene prima costituito dal pubblico e poi supportato da coloro i quali chiedono la garanzia (le banche) ed estensibile anche alle imprese sane. L'idea è di usare positivamente la finanza strutturata per aiutare le banche a alleggerire il bilancio, creando – al contempo – nuovo credito; quello che vogliono le PMI, ovvero denaro per finanziare il capitale circolante e possibilmente, nel prossimo futuro, gli investimenti in conto capitale.

9. Continuare l'operazione di alleggerimento delle sofferenze dai bilanci bancari per liberare capitale e fornire nuovo credito

In Italia l'ingente volume di crediti deteriorati (circa 300 mld di euro), di cui più della metà in sofferenza, ha pesato, ed in alcuni casi pesa, molto sulle strategie creditizie e sui bilanci bancari. Non è quindi un caso se da qualche mese tutte le principali banche stanno valutando forme di cessione del credito deteriorato. Tra le varie alternative vi sono: quella di creare un fondo di sistema o di controparti private; di istituire società veicolo cui far confluire le esposizioni ristrutturate; di varare fondi settoriali affinché istituti medi e piccoli possano apportare mutui ipotecari, commerciali, chirografari delle PMI; oppure di cercare direttamente sul mercato compratori di prestiti problematici. Decisioni non semplici anche per le conseguenze implicite sulla qualità del credito collegate ad un passaggio del credito dallo *status viable* a *non-viable* per effetto della perdita del rapporto di conoscenza con il cliente. Tuttavia, liberare capitale assorbito e regolamentare è un sostegno importante per la concessione di nuovi fidi. A livello europeo sarebbe, inoltre, necessario ottenere una maggiore

[12] L. ABETE, in occasione del Forex 2014.

armonizzazione dei criteri di classificazione dei crediti deteriorati; un processo che consentirebbe alle banche italiane, che adottano criteri maggiormente prudenziali, di confrontarsi equamente con le altre banche dell'Eurozona.

10. Adoperarsi per ristabilire la fiducia tra banche ed imprese

Per ricreare un clima favorevole alla crescita è inoltre necessario ristabilire il rapporto di fiducia, tra banche e imprese, che la crisi ha minato. Si tratta di un elemento necessario ad assicurare l'appropriato funzionamento del sistema finanziario a supporto dell'attività economica.

Dal lato delle banche il processo creditizio dovrebbe essere reso più trasparente – per ristabilire la credibilità di una professione complessa – e più rapido per evitare che approcci burocratici abbiano un costo opportunità non sopportabile, soprattutto dalle piccole aziende.

Questo sforzo di trasparenza potrebbe consistere anche nel consentire alle persone e alle piccole imprese di avere accesso immediato on line ai loro *credit report*, o ai loro *rating* personali, che sono condizione essenziale per ottenere credito, ma anche al razionale sottostante così che sia loro chiaro quali sono i fattori importanti per aspirare ad un *upgrading*. In altri Paesi è possibile farlo 24 ore su 24 *on line*, in Italia no. L'informazione sulla posizione individuale o societaria, compreso l'acceso alla centrale rischi, dovrebbe essere garantita al cliente, al quale dovrebbe essere spiegato anche il meccanismo di *pricing* distinguendo le singole componenti (quelle esogene legate, ad esempio al rischio paese, e quelle determinate dalle caratteristiche del cliente stesso). In questo contesto la valorizzazione della *soft information*, e la stabilità della relazione con il gestore, potrebbero generare un circolo virtuoso sulla concessione del credito.

Le banche possono investire di più per supplire alla richiesta di educazione finanziaria da parte degli *stakeholders*. Prima di accendere un mutuo al cliente potrebbe essere data la possibilità di fare un corso che gli consenta di riflettere sulla gestione del proprio reddito e dei risparmi rispetto agli obiettivi di vita. L'educazione al risparmio, non come atto sterile di accumulazione ma come decisione intertemporale di consumo e come possibilità di realizzazione personale, potrebbe innestare un meccanismo virtuoso di uso consapevole del denaro e di creazione della ricchezza. In questo sforzo le banche dovrebbero essere in prima fila.

11. Innovare l'offerta di prodotti e servizi

La crescente disintermediazione e l'accesso diretto al credito, tramite ad esempio forme di *crowd-funding*, richiedono uno sforzo innovativo da parte delle banche. In questo contesto è molto importante lasciare alle banche, che sono soggette ad una stretta supervisione, un ruolo non secondario avendo già sperimentato le conseguenze in termini di rischio dovute alla mancanza di regole.

Le banche stanno elaborando nuovi prodotti per accompagnare le imprese nel loro processo di internazionalizzazione (es. anticipi crediti pro soluto, servizi di *scouting* ecc.) e di innovazione (es. il finanziamento completo dei brevetti). Un modo per alimentare due *driver* importanti della crescita: esportazioni e investimenti in ricerca e sviluppo.

Inoltre, alcune banche stanno investendo per aiutare le giovani generazioni di imprenditori ad acquisire il *know how* necessario ad iniziare l'impresa creando occasioni di presentazione dei progetti e favorendo l'incontro con *tutor* e potenziali investitori. Si tratta di una attività di consulenza, in molti casi gratuita, che si pone lo scopo di aiutare la nuova generazione a mettere le basi per una propria attività produttiva in grado di durare nel tempo.

12. Sostenere la *partnership* pubblico-privato

Prima della crisi, il sistema bancario europeo finanziava oltre il 90% della componente di debito di queste iniziative (a livello mondiale le banche coprivano i 2/3). Gli investitori istituzionali (*in primis* fondi pensione e assicurazioni) coprivano intorno al 40% del finanziamento bancario di medio e lungo termine per le infrastrutture, acquisendo nel proprio portafoglio i corporate *bond* bancari o i prestiti cartolarizzati afferenti ai progetti in questione. Le assicurazioni *monoline* garantivano il rischio legato all'eventuale instabilità (temporanea) dei flussi di cassa generati dalle opere finanziate. Con la crisi, questo modello ha smesso di funzionare. Le assicurazioni *monoline* sono quasi scomparse; la nuova regolamentazione ha disincentivato le assicurazioni vita ed i fondi pensione dall'investire in attivi infrastrutturali; le banche europee, che devono fare i conti con la crisi e con nuovi più stringenti ratio, incontrano (nei Paesi periferici) costi di raccolta elevati ed è diventato difficile sindacare prestiti, soprattutto a medio e lungo termine. Tutto ciò si somma alla riduzione dei contributi pubblici a fondo perduto e all'aumento del costo dei finanziamenti; un insieme di fattori che hanno bloccato un gran numero di investimenti

infrastrutturali, il cui valore nel 2012 ha raggiunto un punto di minimo[13].

Quindi, da un lato, se l'obiettivo di puntare sul Partenariato Pubblico-Privato (PPP) per recuperare il ritardo infrastrutturale del nostro Paese è certamente condivisibile, dall'altro, il problema risiede nel rendere bancabili i progetti e bisogna trovare investitori di lungo termine desiderosi di partecipare anche in termini di capitale proprio. Nel nostro Paese, infatti, un aspetto di particolare criticità nella realizzazione delle opere pubbliche in regime di PPP, soprattutto se di grandi dimensioni, riguarda la condivisione dell'impegno delle diverse amministrazioni pubbliche a vario titolo interessate nell'iniziativa. In Italia spesso si è verificato il caso di opere considerate strategiche dal Governo, o dalle amministrazioni regionali competenti, per lo sviluppo infrastrutturale del Paese in determinate aree geografiche, che sono state "accantonate" ovvero "rallentate" per lunghi periodi di tempo per effetto di azioni di altre amministrazioni pubbliche coinvolte nel processo decisorio. L'incertezza sull'impegno relativo alle opere da realizzare, scoraggia la partecipazione dei privati e, quindi, aumenta sia il ritorno sull'investimento/finanziamento da essi richiesto sia il rischio che l'intervento infrastrutturale non sia completato nei tempi e nelle modalità previste originariamente.

L'istituzione di una agenzia centrale dedicata a gestire e a supportare i processi di aggiudicazione potrebbe accelerare e semplificare l'iter procedurale che porta alla realizzazione delle opere e ridurre i connessi oneri amministrativi per il soggetto privato. Peraltro, nei casi in cui il progetto preveda il coinvolgimento di una pluralità di amministrazioni, tale agenzia potrebbe anche coordinare il rilascio delle diverse autorizzazioni pubbliche necessarie per il prosieguo dell'*iter* procedurale.

Le infrastrutture hanno bisogno di capitale e di finanziamenti, domestici e stranieri, per tale ragione appare necessario uno sforzo di riforme che assicuri: un quadro politico, istituzionale e di finanza pubblica (europeo e nazionale) stabile; un sistema regolamentare (contabile e fiscale) che non penalizzi, ma piuttosto incentivi, gli investimenti di medio e lungo periodo; la creazione e il rafforzamento di strumenti pubblici e pubblico-privati di co-investimento (PPP) in capitale di rischio, attraverso l'offerta di "capitale paziente" (e garanzie) con un orizzonte di lungo periodo.

Fra le principali sfide che si pongono ai responsabili delle politiche economiche vi è la necessità di trovare un equilibrio fra le pressioni politiche ed economiche di breve termine e gli obiettivi di lungo termine. È importante, infine, che si diffonda una maggiore consapevolezza da parte dei Governi per creare incentivi di varia natura al fine di attrarre investitori privati, tra questi l'individuazione di modelli di governance efficaci.

[13] Cfr. CASSA DEPOSITI E PRESTITI, *Capitale per lo Sviluppo*, 2013.

L'infrastruttura è, nel complesso, un investimento di lungo periodo: la pianificazione, l'attuazione e il completamento dei lavori richiedono in genere tempi lunghi e gli utili finali del progetto possono spesso dipendere da flussi di cassa ripartiti su molti decenni.

REGOLAZIONE E REGOLATORI NAZIONALI NEI SETTORI DEL CREDITO E DEI MERCATI FINANZIARI

Fabio Cintioli*

SOMMARIO: 1. Quale regolazione per i mercati finanziari e del credito. - 2. Un difficile *trade off*. - 3. L'attenzione al consumatore. - 4. Eccessi di regolazione e qualità della regolazione. - 5. Incertezza regolatoria e poteri del regolatore. Una ipotesi di fondo. - 6. Profili della regolazione delle banche. - 7. Profili della regolazione di Consob. - 8. Profili della regolazione di AGCM.

1. Quale regolazione per i mercati finanziari e del credito

Questo scritto è dedicato alla regolazione dei mercati finanziari e del credito in Italia e guarda, in modo particolare, all'attività delle principali istituzioni che hanno il compito di emanarla. Così, dopo aver ricordato le competenze (e le rilevanti novità) della Banca d'Italia e della Banca Centrale Europea nella dimensione dell'Eurozona, si guarderà alla Consob e all'Autorità garante della concorrenza e del mercato. Tuttavia, anche a causa dei limiti che riguardano questo scritto, si cercherà soprattutto di porre in luce alcuni caratteri che riguardano la regolazione italiana, aggregando intorno ad essi la considerazione dei regolatori: identificare le linee di tendenza, le quali sono oltretutto trasversali anche ad altri mercati, nonché le tecniche interpretative e le dinamiche istituzionali essenziali, allo scopo di verificare come esse, in verità, siano puntualmente replicate in questo settore e nell'attività delle istituzioni protagoniste.

La tesi di fondo è che il nostro Paese e, segnatamente, il nostro ordinamento giuridico sono (e sono divenuti, specie nell'arco dell'ultimo ventennio) un ambiente favorevole allo sviluppo della regolazione; una regolazione crescente e talvolta davvero imponente. Anzi, per la precisione questa tesi mi è stata rappresentata da chi mi ha affidato queste note come un dato dal quale partire, al fine di spiegare, specialmente ai non giuristi, perché ciò accada.

Un metodo regolatorio troppo prolifico non sempre può ricevere un giudizio favorevole.

Il che, se si guarda ai mercati finanziari, può sembrare quasi un dato contraddittorio ed una affermazione non corretta, se si pensa che la prima comune reazione alla gravissima crisi del 2008 è stata quella di denunciare la carenza di una regolazione adeguata, che potesse prevenire i fenomeni che

* Scuola Superiore della Pubblica Amministrazione.

ben conosciamo e che hanno condotto all'esplosione di una crisi cagionata, nelle sue cause dirette, dai mutui *subprime* e da una diffusa "leggerezza finanziaria" regnante nei mercati.

Questo dato italiano sulla regolazione, però, merita di essere comunque evidenziato, perché costituisce una specificità importante.

Oltretutto, un conto è registrare un eccesso regolatorio e, con esso, un problema di incertezza regolatoria e di potenziali ingessamenti, altro conto è avere una regolazione che procuri un'azione amministrativa efficiente e in grado di dare effettiva tutela agli interessi sensibili. Può esservi una regolazione poderosa che però non produce azioni parimenti efficienti. Quel che si vuol mettere in luce è che il problema che si percepisce sovente, di fronte ad una regolazione corposa sul piano quantitativo, è sia il grado (inevitabile) di incertezza sia il livello non sempre soddisfacente di qualità della regolazione e, quindi, la difficoltà di assicurare una qualità adeguata di azione dei regolatori.

Questa linea di sviluppo, inoltre, ovviamente non deve creare nessuna confusione con altri profili regolatori che si pongono a un livello più elevato di quello nazionale.

In effetti, la regolazione dei mercati finanziari e dell'attività bancaria, ancor più che altri settori, ha una dimensione globale. Gli accadimenti di questi ultimi anni non avrebbero potuto provarlo in maniera più efficace. Il divampare della crisi ha prodotto molte conseguenze e importanti riforme. La sintesi dello *status quo* può essere ripresa da un autorevole periodico britannico, il quale ha segnalato di recente che, mentre negli USA il tratto più significativo della nuova stagione regolatoria è dato dall'applicazione di pesantissime sanzioni pecuniarie a chi non avesse rispettato i canoni regolatori, in Europa l'elemento più evidente del nuovo regime è dato da un controllo sulla stabilità e solidità degli istituti bancari particolarmente esteso e articolato [1]. Consapevole, però, del fatto che i fenomeni sociali ed economici non possono essere solo esaminati sotto spinte ideologiche, pur se comprensibili, e che richiedono invece analisi oggettive e sempre aggiornate, chi ha valutato questo sistema complessivo vi ha intravisto dei momenti di inefficienza. Sicché il sistema è stato definito dall'Economist *safer but duller*, ossia più sicuro, ma anche più "piatto" e monocorde. Un cambiamento netto rispetto alle abitudini che si erano consolidate prima del 2008 era di certo necessario (infatti si scrive pure che: "banks should be run as utilities not casinos"); e tuttavia questo mercato continua a richiedere anche altri caratteri: capacità innovativa, dinamicità, il giusto grado di flessibilità. L'insieme di ragioni che giustificano questo bisogno sono, a loro volta, molteplici, e vanno dal ruolo intrinsecamente primario da sempre svolto dall'innovazione sino al rilievo che lo sviluppo dell'attività bancaria, specie quella tradizionale

[1] *The Economist*, 27 settembre 2014.

di banca commerciale, assume in chiave sistemica nei periodi post-crisi, al fine di stimolare la fiducia e agevolare la crescita.

2. Un difficile *trade off*

Il punto di equilibrio è difficile da trovare ed è, molto probabilmente, sempre in oscillazione: da un lato, vi è un'esigenza di assicurare il giusto grado di controllo e quindi di regolazione; dall'altro, è indispensabile lasciare che innovazione e dinamismo, appunto, abbiamo il loro spazio. Si pensi al fenomeno del c.d. *shadow banking*, ossia alle forme di intermediazione creditizia che, specie grazie all'evoluzione tecnologica ed alla diffusione del *web*, sono svolte da soggetti non istituzionali: il *trade off* necessario è verosimilmente quello che bilancia innovazione e il giusto grado di attenzione regolatoria, tale da non soffocare lo sviluppo di attività finanziarie consone al sistema socio-economico.

Non è difficile dare prova di quanto questo equilibrio sia difficile da raggiungere.

Ad esempio, le regole di Basilea 2 (direttive nn. 48 e 49/2006) hanno pesato di più, in termini di assorbimento di capitale, il rischio di credito rispetto ai rischi connessi all'attività di *trading* proprietario. Proprio questo però è stato uno dei fattori che hanno indotto le banche (specie nel Regno Unito, Germania e Francia) a privilegiare gli investimenti finanziari, dando "fertilità eccessiva" all'innovazione finanziaria [2].

Oppure pensiamo ad un evento di pochissimo tempo fa. Il documento di consultazione EBA del novembre 2014 ha abbassato le soglie oltre cui i crediti diventano *non performing* (i c.d. crediti *past due*), in sostanza richiedendo, a garanzia della stabilità bancaria, sempre più alti requisiti di solidità di chi aspira al credito. Questo, però, ha subito fatto presagire il rischio di maggiori obblighi di accantonamento e ulteriore stretta all'erogazione del credito verso famiglie e imprese. E tutto ciò nonostante (e in apparente contraddizione) con le misure di Ltro (*long term refinancing operation*) e di erogazione di provvista finanziaria a favore delle banche dell'eurosistema deliberata nel medesimo tempo da parte della BCE.

[2] V. CALANDRA BONAURA, *L'attività degli intermediari finanziari nella regolamentazione sovranazionale*, in *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, Milano, Giuffrè, 2014, 60 e 61.

3. L'attenzione al consumatore

La sensazione che talvolta si ha guardando al sistema italiano è che si sia soprattutto sviluppata negli ultimi anni una certa retorica nei confronti (ed a favore) della figura del consumatore e della tutela che dovrebbe essergli assicurata.

Tuttavia, il problema regolatorio nei settori qui in esame ha confini ben più ampi.

In primo luogo, la testimonianza della crisi è che le misure da adottare nei riguardi del sistema bancario devono essere anzitutto tali da prevenire gli eventi "sistemici" di crisi: a) così l'esigenza di recuperare una visione di lungo termine nella *corporate governance*, incidendo sui sistemi retributivi del *management*, valorizzando le responsabilità degli amministratori in posizione apicale; b) la necessità di affrontare il problema della banca universale, inducendo a separare le attività commerciali di deposito ed erogazione del credito da quelle di *investment banking*; c) rivedere le regole di nomina e funzionamento della *corporate governance*, operando sul numero di mandati, sulla (effettiva) indipendenza degli amministratori, sulle quote di genere, sulla misurazione dell'impegno e sull'effettività dei controlli interni intesi come endogeni alla gestione[3]. Essendo questo il dibattito sui grandi problemi suscitati dalla crisi, sembra evidente che la logica prettamente consumeristica divenga quasi marginale, perlomeno nel senso che essa, pur importante, riceve in questo modo una tutela di tipo indiretto. Il consumatore è anzitutto tutelato mediante misure di questo genere anziché mediante misure regolatorie specifiche (e purtroppo sovente solo formali) mirate a forme di assistenza diretta del singolo.

In secondo luogo, una regolazione, pur poderosa, formalisticamente rivolta alla tutela del consumatore, se del caso con la somministrazione di moltissimi moduli e avvertenze da sottoscrivere, non assicura affatto una tutela effettiva e/o comunque di qualità sufficiente.

Cerchiamo, dunque, di andare ancora più a fondo per cogliere la specificità della nostra regolazione nazionale. E cerchiamo di capire quale ambito ha e come si sviluppa la regolazione per il mercato del credito e per i mercati finanziari.

[3] Cfr. l'analisi di F. VELLA, *La "qualità" del governo delle banche*, ivi, 37 ss. In termini ancor più generali, per una panoramica della situazione e delle sfide regolatorie da affrontare, cfr. C. ENOCH-L. EVERAERT-T. TRESSEL-JIANPING ZHOU, *From Fragmentation to Fianancial Integration in Europe*, Washington DC, International Monetary Fund, 2014.

4. Eccessi di regolazione e qualità della regolazione

La sensazione generale degli operatori può essere acquisita come un fatto notorio: la regolazione, di per sé, è molto consistente (il che, evidentemente, non significa che sia anche altrettanto efficiente) e non mancano talora i sintomi di eccessi regolatori.

Individuare le cause di ordine generale di questo fenomeno non è certo agevole e tantomeno lo è nello spazio di un breve scritto come questo.

Tuttavia, il tentativo può esser fatto.

Quando i regolatori italiani si rafforzano (quelli già esistenti), aumentano di numero (per via della nascita di nuove autorità) ed acquistano via via nuove competenze (su tutte le attribuzioni fatte nel corso del tempo a Consob, nel recepimento di una serie di direttive comunitarie, nonché all'Autorità garante della concorrenza e del mercato nel campo delle c.d. pratiche commerciali scorrette) la visione più diffusa sulla regolazione e sul suo ruolo sembrava basata su una notevole fiducia verso il mercato e la sua naturale autosufficienza. Vuoi il contesto storico, vuoi le esigenze di integrazione nel mercato interno nell'epoca immediatamente posteriore al Trattato di Maastricht, vuoi la formula intermedia dell'economia sociale di mercato hanno spinto, al tempo dell'«erompere delle autorità indipendenti» [4], verso l'idea che la regolazione avesse certi caratteri: a) una regolazione pro-concorrenziale e che avesse come obiettivo principale, appunto, quello di assicurare un autonomo sviluppo del mercato; b) una regolazione che fosse condizionale, ossia destinata ad intervenire solo nei casi di effettivo fallimento del mercato; c) una regolazione non finalistica, ossia tale che, avendo come obiettivo unicamente l'assicurare che il mercato efficiente progredisse da solo, essa non avrebbe dovuto assumere un interesse pubblico proprio da realizzare.

La regolazione è però presto divenuta, nei fatti, finalistica, non condizionata, non necessariamente orientata in senso pro-concorrenziale. E soprattutto è visibile in quest'ultimo decennio l'enfasi posta sulla finalità consumeristica, come già detto.

E' necessario aprire una breve parentesi.

Non si vuol qui prendere una posizione espressa sull'atteggiamento di fiducia verso l'autosufficienza e la (tendenziale) efficienza del mercato libero. Anzi, è ben comprensibile che dopo la grande crisi molte voci si siano levate a sostegno di visioni diverse e quindi favorevoli a regolazioni più incisive. Ad esempio, in materia bancaria, vi è stato chi di recente ha proposto di rivedere le interpretazioni tradizionali della clausola di utilità sociale *ex* art. 41 Cost.

[4] Con questa espressione l'omaggio è al notissimo contributo di Alberto Predieri, *L'erompere delle autorità amministrative indipendenti*, Firenze, Passigli Editori, 1997.

e di tutela del risparmio *ex* art. 47 Cost., al fine di inferirne la legittimazione per penetranti interventi legislativi sul sistema bancario; ad esempio nel segno di decretare la cessazione del modello della banca universale [5]. Però, mettendo in discussione l'approccio economico-sociale di fondo, non si perviene necessariamente ad un concetto di regolazione indipendente (ossia affidata ad enti privi di legittimazione democratica) né ad una regolazione minuta e dettagliatissima che segua, di scenario in scenario, il bisogno di tutela del consumatore. Piuttosto, penseremo a scelte di Governo, a leggi approvate dal parlamento e soprattutto a una tipologia di misure (ad esempio, una secca bocciatura della banca universale, visto quanto si diceva testé) che non sembrano del tutto assimilabili ai pacchetti regolatori e di interventi amministrativi odierni i quali ultimi, in verità, possono talora creare a loro volta un contesto sì imprevedibile e incerto da disincentivare innovazione e crescita, senza poi recare, alla fine, una speciale tutela al consumatore.

E torniamo così, appunto, alla tutela del consumatore, che sembra esser divenuta talvolta una finalità di tutela del soggetto debole assunta dalle autorità indipendenti (e non dalle Istituzioni munite di legittimazione democratica) quasi a realizzare, in vece di queste ultime, un compito di compensazione sociale.

5. Incertezza regolatoria e poteri del regolatore. Una ipotesi di fondo

Il dato finalistico produce le sue conseguenze e vicendevolmente si alimenta attraverso i due momenti attraverso cui la regolazione si forma:

(*i*) abbiamo numerose norme di "legge", comunitarie e nazionali, le quali appaiono sovente pletoriche, persino barocche [6], le quali contengono principi generali, obiettivi, indirizzi, concetti indeterminati;

(*ii*) abbiamo poi regole elaborate direttamente dal regolatore sulla base di indirizzi "deboli"; la norma di mero indirizzo favorisce la moltiplicazione delle regole e si riconoscono al regolatore persino dei "poteri impliciti" di fare norme derivate, poteri basati sulla norma generale [7].

[5] Cfr. E. GLIOZZI, *La tutela del risparmio e la banca universale*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 465 ss.

[6] "Uno dei maggiori problemi che si pone nell'ambito del diritto societario italiano" consiste in "quello di non capire che l'approccio minimalista è un sintomo di efficienza, l'approccio barocco, quasi sempre, non lo è". Queste parole, che sono certamente valide anche per i settori dell'ordinamento diversi dal diritto societario, sono di B. LIBONATI, riportate nella *Prefazione* di G. FERRI jr.- G. GUIZZI, *Le operazioni con parti correlate*, Milano, Giuffrè, 2011, X.

[7] Cfr. G. MORBIDELLI, *Il principio di legalità e i c.d. poteri impliciti*, in *Dir. amm.*, 2007,

Un'influenza parimenti decisiva è stata, poi, svolta, dalle dottrine sull'interpretazione giuridica di questi anni.

Esse, in parte, sono figlie della stagione più matura del costituzionalismo e del riconoscimento e produzione di un numero sempre maggiore di diritti. I diritti crescono ed esigono proclamazione e protezione. Essi, però, diversamente dalle libertà negative, hanno una portata inesorabilmente individuale e puntiforme. Ogni individuo è portatore di interessi prima che di diritti e ciascun interesse aspira naturalmente a farsi diritto ed a pretendere un forma di protezione dallo Stato. La serie dei diritti sembra così senza confini ed essi paiono persino "autofagici": si sovrappongono, si "mangiano" l'un con l'altro, tendono ad eliminarsi l'un con l'altro, a entrare in contraddizione [8]. L'ordinamento che li rispecchia non può che produrre perciò molte norme, le quali, a loro volta, entreranno sovente in conflitto tra di loro. Un certo modello utopico di sviluppo del sistema giuridico ha così influenzato in maniera carsica le interpretazioni dei giuristi[9]. L'obiettivo non sembra quello della tutela possibile, a condizioni date, bensì quello della tutela completa, ineccepibile, senza falle o sbavature.

Ebbene, quando si tratta della regolazione dei mercati, spostando l'accento sul consumatore e sui suoi "diritti", si crea un legame tra la regolazione stessa e questa tecnica di protezione e si favorisce la proliferazione di norme.

Non è indifferente, poi, all'incertezza ed all'imprevedibilità delle (moltissime) regole anche la confluenza tra *common law* e *civil law* che si registra nel diritto europeo e le conseguenze che essa produce in un sistema nazionale come il nostro che, essendo frutto della costruzione napoleonica e del positivismo giuridico, si vede spoglio di quella cultura giurisdizionale dello *stare decisis* che sarebbe viceversa fondamentale per monitorare questo punto di incrocio.

Contribuisce altresì all'incertezza lo scarso rigore nell'uso del linguaggio giuridico. Molto spesso (in verità anche a causa della non resistibile – e inevitabile – semplificazione concettuale delle norme europee, destinate a valere per ordinamenti molto diversi tra loro) i concetti giuridici vengono abbandonati a favore di un linguaggio comune e/o di nozioni appartenenti a scienze diverse, specie quelle economiche. Dal momento che, tuttavia, è solo il concetto giuridico che a sua volta rimanda ad un significato puntuale, il quale ultimo, a sua volta, rinvia ad un certo regime, l'esito di questa tendenza non può che essere quello di rendere meno univoca la disciplina, aumentare il dubbio e

703.

[8] Si veda, in proposito, l'analisi fatta da M. PERA, con ampi richiami alla dottrina filosofica e politologica, specie statunitense, in *Diritti umani e cristianesimo*, Venezia, Marsilio, 2015, 45 ss.

[9] Sui rapporti tra diritto e utopia, cfr. A. ROMANO TASSONE, *"Il nuovo cittadino" di Feliciano Benvenuti tra diritto e utopia*, in *Dir. amm.*, 2008, 313 ss.

rendere più difficoltosa l'interpretazione. E questo vale anche nel campo della regolazione dei mercati, dato che in essa: a) l'influenza del diritto europeo è ancor più sentita; b) i concetti giuridici indeterminati ed a valenza tecnica sono particolarmente diffusi; c) il punto di incrocio con le scienze economiche è ancor più visibile.

Infine, le tecniche di interpretazione volte alla scoperta del "valore" custodito nella norma non possono che produrre regolazione e norme di tutela[10]. La formula del c.d. "diritto mite" non può non generare alla fine incertezza interpretativa, al pari della ricerca dei principi e dei sottoprincipi[11].

Beninteso, tutto questo accade per molte ragioni, che si legano a profondi processi di trasformazione economica, sociale e culturale e che, quindi, diventano un dato difficilmente resistibile. Quel che qui interessa, però, è prendere atto della realtà ordinamentale. Come si diceva in principio, mi si chiede di dare spiegazioni agli economisti (e ai "non giuristi" in generale) del perché di un certo assetto nel quale diventa così difficile districarsi.

I caratteri del quadro regolatorio che si sono detti provocano una conseguenza pressoché costante. Quando nasce (e ciò è tutt'altro che infrequente) un dubbio interpretativo, la soluzione del problema segue (quasi) sempre la strada che amplia la sfera di incidenza pubblica del regolatore (e dei suoi poteri). L'espansione del ruolo dei regolatori è stato così, in questi anni, un dato che si è accompagnato alla crisi delle istituzioni politiche.

Basti ricordare il curioso fenomeno della sovrapposizione di regolatori nel campo della tutela del consumatore quale si è determinato dopo l'attivismo di AGCM nel campo delle pratiche commerciali scorrette e che ha determinato l'intervento su una medesima vicenda di questa Autorità e di altri regolatori di settore, provocando nell'ordine: a) situazioni nelle quali un dato comportamento imprenditoriale è stato ritenuto lecito da una autorità ed illecito dall'altra, generando incertezze anche gravi; b) situazioni nelle quali un dato comportamento imprenditoriale è stato ritenuto illecito da entrambe le autorità, con duplicazione di sanzioni pecuniarie e con palese violazione del divieto di *bis in idem* sancito sia dall'ordinamento dell'UE sia dalla CEDU; c) situazioni nelle quali un certo assetto regolatorio definito del regolatore di settore viene poi sovvertito da una prescrizione di AGCM che giudica pratica commerciale scorretta un contegno che a quel quadro regolatorio è però conforme.

Infine, vi è un complesso sistema delle responsabilità, che ha avuto anche una proiezione giudiziaria, specie nel caso dell'attività di vigilanza della Consob. Se,

[10] Per una rassegna di queste tecniche, cfr. G. PASCUZZI, *La creatività del giurista*, Bologna, Zanichelli, 2013, in part. 25 ss.

[11] Cfr. G. ZAGREBELSKY, *Il diritto mite*, Torino, Einaudi, 1992.

per un verso, l'efficienza del sistema di responsabilità è da assicurare senza tentennamenti, per altro verso, può diventare delicato l'assetto ordinamentale sul punto, se le azioni volte a far valere le responsabilità dovessero oltremisura risentire del predetto vincolo finalistico e consumeristico. Il "pericolo" della responsabilità potrebbe anche concorrere al rischio di una *overdeterrence* regolatoria e di vigilanza (specie in chiave sanzionatoria e di "prevenzione" delle responsabilità).

6. Profili della regolazione delle banche

Il sistema regolatorio delle banche appare oggi alquanto articolato e profondamente scosso dalle vicende della crisi. In esso, in verità, l'intonazione pro-consumeristica è meno sensibile.

È bene ricordarne i tratti essenziali.

In primo luogo, esiste una regolazione che riguarda la *corporate governance* e sulla quale ha avuto un ruolo molto importante Banca d'Italia. Il regolamento sulla *governance* di istituti di credito e intermediari finanziari ha addirittura inteso distinguere tra modelli (tradizionali) di suddivisione delle competenze per organi e modelli innovativi di distinzione per *funzioni* [12]. Così, anziché classificare le competenze (e la contrapposizione secca tra gestione e controllo) secondo gli organi, si è fatto riferimento a tre principali funzioni: di supervisione strategica; di gestione; di controllo. Lo scopo è soprattutto incentivare le forme di controllo, rendendolo endogeno alla gestione amministrativa della società e connaturato ad essa. Il controllo di merito, il controllo di adeguatezza organizzativa e del rispetto del principio di correttezza gestionale e il controllo di legalità formale e sostanziale sono le tre categorie principali entro cui il controllo si sviluppa. Esse competono ad organi *ad hoc*, separati dai livelli gestionali, ma rientrano anche, specie per il secondo profilo, all'interno della stessa funzione di gestione amministrativa[13].

Si è già detto che in campo bancario resta il tema cruciale della sorte della banca universale, su cui le perplessità restano molte dopo la crisi, dato che proprio il cumulo delle funzioni di banca commerciale e di *investment banking* avrebbe avuto un ruolo cruciale nell'indurre i comportamenti che hanno generato i problemi di tenuta dell'intero sistema. Il rapporto Liikanen contiene

[12] Cfr. P. MONTALENTI, *La* corporate governance *degli intermediari finanziari,: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, cit., 7 ss., in partt. 11 ss. sulle Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche (4/3/2008).

[13] Cfr. P. MONTALENTI, *La* corporate governance, cit., in part. 20 ss.

del resto le analisi critiche che riguardano questo problema [14].

I regolamenti dell'UE del 2010 (nn. 1093-1094-1095/2010, del parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010) hanno istituito l'Autorità bancaria europea (EBA), cui si sono aggiunte l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali, inserite nel sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF). L'EBA elabora però prevalentemente solo orientamenti e raccomandazioni destinati alle autorità nazionali di vigilanza bancaria. Inoltre svolge un compito di monitoraggio del funzionamento efficiente, efficace e uniforme dei *board* delle medesime autorità di vigilanza [15].

Il *Single Supervisory Mechanism* (meccanismo di vigilanza unico), di cui al regolamento del Consiglio dell'Unione europea 15 ottobre 2013, n. 1024, ha affidato rilevantissimi poteri alla BCE, com'è ben noto. È un sistema di vigilanza unico dell'eurosistema, derivato dall'art. 127 del TFUE, e che ha conferito alla BCE, oltre a funzioni di amministrazione da esercitare o direttamente, secondo meccanismi di avocazione, o mediante le autorità nazionali di vigilanza, anche poteri normativi e di indirizzo generale davvero incisivi (art. 6, par. 5, del regolamento)[16]. D'altra parte, anche per completare il quadro delle riflessioni che si vanno svolgendo, va ricordato in particolare il *considerando* 28 del regolamento, che rimanda alle autorità nazionali affinché continuino ad esercitare la vigilanza sui servizi di pagamento, a prevenire l'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio e finanziamento del terrorismo, nonché, non casualmente, alla protezione dei consumatori.

7. Profili della regolazione di Consob

La Consob, a cavallo degli anni 2005-2007, è stata oggetto di significative riforme, le quali ne hanno molto rafforzato il ruolo e le competenze, facendola divenire una vera e propria "autorità indipendente", regolatore dei mercati finanziari[17].

L'ampliarsi dei suoi compiti e delle sue funzioni tipiche ha generato sovente una convergenza con i corrispondenti compiti e funzioni di Banca d'Italia.

[14] Sul rapporto Liikanen, in particolare, V. CALANDRA BONAURA, *L'attività degli intermediari finanziari*, cit., 68 e 69.

[15] Cfr. M. CLARICH, *I poteri di vigilanza della Banca centrale europea*, in *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni,* cit., 113.

[16] Cfr. M. CLARICH, *I poteri di vigilanza,* cit., 116 ss.

[17] Per questa sintesi sulla Consob ampi elementi sono stati tratti da S. AMOROSINO, *Funzioni e poteri della Consob "nouvelle"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, 137 ss.

Questo è accaduto nonostante, in verità, gli obiettivi istituzionali dei due enti sono sempre rimasti ben distinti: alla Banca d'Italia la garanzia della stabilità bancaria e il contenimento del rischio; alla Consob la salvaguardia della trasparenza dei mercati e della correttezza dei comportamenti. Questi rischi di sovrapposizione ha reso necessario il ricorso a protocolli di intesa e persino a casi di regolamenti congiunti delle due istituzioni. E' significativo registrare che il rafforzamento progressivo di Consob quale regolatore non è stato tanto determinato dalla sottrazione di funzioni a Banca d'Italia quanto dall'attribuzione di nuovi compiti e dall'allargamento di quelli già esistenti a favore di Consob stessa. Oltretutto, è anche da registrare che il problema della convergenza di competenze di regolatori diversi (nel caso di specie, Isvap, Consob e Banca d'Italia) è anche stato determinato dal fatto che è aumentata a dismisura la diffusione di prodotti misti, finanziario-assicurativo-bancari, imponendo una convergenza dei compiti di vigilanza e regolazione.

Le leggi di riforma si sono comunque caratterizzate spesso per assumere alcune delle tecniche che si sono richiamate nei paragrafi precedenti, ossia il ricorso all'enunciazione di principi e indirizzi generali e il conferimento di un ampio potere regolamentare a Consob. Ad esempio, si richiama l'art. 74, 1° comma, del TUF, che si riporta ad atti sostanzialmente innominati e atipici, con non pochi problemi sul fronte della compatibilità tra poteri impliciti e principio di legalità. Così, è anche di notevole rilievo la circostanza che la Consob sia, *ex* art. 95 TUF, titolare di una autonoma potestà sanzionatoria, senza più essere costretta a limitarsi a proporre l'irrogazione di sanzioni al Ministero dell'economia e delle finanze.

Si è registrata l'estensione della disciplina del TUF sui principali obblighi e vincoli per i servizi di investimento ai prodotti finanziari assicurativi e bancari.

Anche per reagire ad alcune vicende di particolare gravità (casi Cirio e Parmalat) si sono apprestate nuove garanzie e controlli per il regime di circolazione presso il pubblico di prodotti finanziari collocati inizialmente presso investitori professionali che li avessero acquistati in una offerta riservata.

La c.d. direttiva Mifid, poi, ha posto in luce una serie di nuove finalità, in sintonia con lo stile dell'enunciazione di indirizzi e obiettivi generali: salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; tutela degli investitori; garanzia della stabilità, del buon funzionamento e della competitività del sistema finanziario; osservanza delle disposizioni in materia finanziaria.

Un capitolo importante da ricordare, poi, è quello delle responsabilità. Si sono registrati alcuni importanti orientamenti giurisprudenziali sulla responsabilità di Consob per omessa vigilanza e il limite della colpa grave predisposto dall'art. 24 della legge n. 262/2005 (c.d. "legge sul risparmio") è stato interpretato in maniera alquanto restrittiva dalla Corte di cassazione in una ben nota sentenza del 2009, allo scopo di ridurne la funzione di protezione di eventuali

responsabili[18]. E del resto, è da dirsi che tale limitazione di responsabilità alla colpa grave aveva suscitato più di un dubbio nei commenti della dottrina.

Questo richiamo, pur estremamente sintetico, sull'evoluzione normativa che riguarda Consob, credo possa già confermare quanto si è scritto in precedenza. Incremento delle norme di indirizzo e di principio, anzitutto. Poi incremento della regolazione derivata e indiscussa caratura "finalistica" di quest'ultima, registrando un "*massiccio processo di produzione regolatoria a cascata*"[19]. Aumento delle funzioni e incrocio e talvolta sovrapposizione di competenze tra più regolatori. Problemi generali di qualità della regolazione, spinta verso l'apertura verso nuove forme di responsabilità del medesimo regolatore e rischio (inevitabile) di *overdeterrence* del regolatore a protezione (preventiva) di se medesimo.

8. Profili della regolazione di AGCM

A partire da un decennio a questa parte la tutela del consumatore ha acquistato una sorta di centralità quale obiettivo primario di AGCM, trasversalmente rispetto a tutti i settori di mercato e, tra questi, ovviamente, anche nel mercato del credito e degli intermediari finanziari.

Per riassumere questo percorso potremmo utilizzare due riferimenti: il primo di carattere giuridico e di teoria generale; il secondo legato ad un comparto specifico della disciplina di riferimento.

Sul primo. Una certa visione dell'azione *antitrust* induce a leggere la (pur indiscussa) centralità del consumatore quale destinatario della tutela della concorrenza, in termini tali da assicurare al consumatore una forma di tutela indiretta. Non si tratterebbe tanto di riconoscere al consumatore, quale conseguenza della repressione degli illeciti *antitrust* (artt. 101 e 102 TFUE; artt. 2 e 3 della legge n. 287/1990) la titolarità di un diritto soggettivo perfetto e autosufficiente, quanto di affermare che la garanzia di un mercato aperto ed efficiente fornisce al consumatore un beneficio indiretto, anche se non per questo poco efficace. La logica sarebbe questa: se la concorrenza nel mercato funzionerà, le condizioni per i consumatori saranno (tendenzialmente) le migliori possibili a condizioni date.

E' però prevalsa una logica diversa, visibile sia nel processo di sviluppo del dibattito e della riforma comunitaria in tema di *private enforcement* sia nella giurisprudenza nazionale sui danni derivanti da altrettanti illeciti antitrust

[18] Cfr. Cass., sez. I, 25 febbraio 2009, n. 4587; In senso analogo, Id., 20 febbraio 2015, n. 3458.

[19] Così definito da S. AMOROSINO, *Funzioni e poteri della Consob "nouvelle"*, cit., 137.

[20]. Essa tende ad attribuire al consumatore un diritto soggettivo pieno e derivato dalle norme *antitrust*: queste ultime, pur assumendo come oggetto solo i comportamenti delle imprese, vorrebbero anche assicurare direttamente al consumatore una libertà di scelta dei prodotti sulla quale, invece, il comportamento anticoncorrenziale inciderebbe di per sé in modo negativo.

Veniamo al secondo riferimento, adesso. Immediatamente dopo il periodo storico nel quale AGCM aveva assunto le competenze in materia *antitrust* nei confronti delle banche, sostituendosi a Banca d'Italia, la stessa AGCM ha acquisito per effetto della novella degli artt. artt. 18 e ss. del d.lgs. n. 206/2005, codice del consumo, disposta nel recepimento della direttiva 2005/29/CE, la nuova competenza sulla repressione delle pratiche commerciali scorrette. L'Autorità ha così di molto valorizzato, anche con parallele scelte organizzative e di comunicazione mediatico-istituzionale, questa forma diretta di tutela del consumatore. Inoltre, mentre sino a quel punto la repressione delle condotte di pubblicità ingannevole (competenza ristretta e originaria dell'Autorità assimilabile a quella così *ex novo* conferita) si era svolta sul piano della repressione di singole e circoscritte condotte individuali, invece con le pratiche scorrette si sono puniti dei comportamenti seriali e collettivi, verso la pluralità dei consumatori come corpo sociale. Sicché nel reprimere e vietare pratiche ingannevoli di tipo generale, l'Autorità ha finito per elaborare altrettante regole di comportamento per gli operatori. La tutela del consumatore si è così coniugata ad una accentuata propensione regolatoria di stampo consumeristico.

Questa visione, volta alla tutela diretta della classe dei consumatori, ha trovato uno spazio significativo anche in un altro istituto, quello delle c.d. decisioni con impegni, disciplinate dall'art. 14-*ter* della legge n. 287/1990, introdotto dal d.l. n. 223 del 2006. L'Autorità, per un lungo periodo (che sembra registrare negli ultimissimi anni una controtendenza) ha elevato le decisioni con impegni a strumento (quasi) ordinario di soluzione dei procedimenti avviati per l'accertamento di illeciti *antitrust*. E questo è accaduto anche in materia bancaria [21]. Sicché, optando per l'assunzione di impegni di comportamento delle imprese (o di associazioni di imprese) anziché per l'applicazione di sanzioni, l'Autorità ha spostato l'asse della sua azione dalla dimensione sanzionatoria a quella regolatoria. E questo con una certa ampiezza di scelte riguardo al contenuto degli impegni medesimi.

Nel frattempo, lo sviluppo dell'operato sul fronte delle pratiche scorrette e

[20] Mi riferisco alla notissima Cass., sez. un., 4 febbraio 2005, n. 2207. Su questi profili sia consentito il rinvio al mio *Concorrenza, istituzioni e servizio pubblico*, Milano 2010, 112 ss.

[21] Si ricordano i seguenti casi: I773 – Consorzio Bancomat – Commissioni; I724 – Commissione Interbancaria pago bancomat; I725 – Accordi interbancari "RIBA-RID-BANCOMAT"; I661, Accordi interbancari ABI-GO.GE.BAN.

la sua spiccata propensione regolatoria ha provocato, proprio nel campo dei mercati finanziari, una sovrapposizione con Consob, la quale ha reso necessario al tempo l'intervento di un noto parere del Consiglio di Stato volto a regolare il problema del *bis in idem* [22]. Un problema questo che, nel volgere di pochissimo tempo, si è esteso anche agli altri regolatori di settore, generando dapprima una soluzione effettivamente piuttosto penalizzante per le competenze di AGCM disposta dall'Adunanza plenaria del Consiglio di Stato n. 16 del 2011 e poi un nuovo intervento riformatore nel 2014 volto a dirimere le sovrapposizioni ed oggi registrato all'art. 27, comma 1-*bis*, del codice del consumo. L'articolo 1, comma 6, lettera a), del d.lgs. n. 21 del 2014, ha introdotto siffatto comma 1-*bis*, secondo il quale: "Anche nei settori regolati, ai sensi dell'art. 19, 3° comma, la competenza ad intervenire nei confronti delle condotte dei professionisti che integrano una PCS, fermo restando il rispetto della regolazione vigente, spetta, in via esclusiva, all'AGCM, che la esercita in base ai poteri di cui al presente articolo acquisito il parere dell'Autorità di regolazione competente. Resta ferma la competenza dell'Autorità di regolazione ad esercitare i propri poteri nelle ipotesi di violazione della regolazione che non integrino gli estremi di una PCS. Le Autorità possono disciplinare con protocolli di intesa gli aspetti applicativi e procedimentali della reciproca collaborazione, nel quadro delle rispettive competenze". Va detto, però, che anche quest'ultima norma sembra ben lontana dall'aver risolto il problema della convergenza e moltiplicazione di azioni regolatorie nei vari campi di intervento dei regolatori.

Va altresì ricordato il divieto di *interlocking directorates* inserito dall'art. 36 del d.l. n. 201/2011, a carico di chi opera al vertice dei mercati del credito, assicurativo e finanziario rispetto alla imprese concorrenti. Questa disposizione, che a sua volta ha prodotto la produzione di ulteriori linee guida, sarebbe dovuta servire a sciogliere intrecci di incarichi gestionali aventi asseriti effetti anti-concorrenziali. Però è stata criticata in dottrina e considerata un "clamoroso *overshooting*", perché queste regole di incompatibilità tra banche e assicurazioni, più che favorire la concorrenza, verrebbero a creare compartimentazioni settoriali e forme di dipendenza di gruppo; come nel caso dei sindaci che, non potendo assumere cariche in banche concorrenti, divengono sostanzialmente i sindaci del gruppo bancario di riferimento, con inevitabile diminuzione del grado effettivo di indipendenza [23].

Infine, la propensione regolatoria dell'azione di AGCM talora si arricchisce anche di comportamenti interventi non tipizzati, come quelli attraverso i quali l'Autorità, pur soprassedendo sull'avvio di una istruttoria *antitrust* (verosimilmente perché si dubita della sua fondatezza) fornisce comunque

[22] Il caso è stato trattato da Cons. Stato, sez. I, parere 3 dicembre 2008, n. 3999/2008.

[23] Così P. MONTALENTI, *La* corporate governance, cit., 10 e 11.

indirizzi alle imprese, esercitando una sorta di *moral suasion* la cui forza di persuasione è quantomeno proporzionale alla portata dei poteri sanzionatori di cui l'Autorità dispone.

Anche in questo caso, il quadro d'insieme sembra testimoniare, nel segno di una visione finalistica dell'azione istituzionale, una considerevole "virata regolatoria" dei compiti dell'istituzione e quindi una proliferazione della quantità delle regole, non senza visibili fenomeni di duplicazione delle attività di vigilanza nei confronti delle imprese. A questo si aggiunga una tendenziale (e statisticamente dimostrabile) spinta alla chiusura dei procedimenti sanzionatori con l'accertamento di un illecito, anziché con l'accertamento negativo; anche se è da dirsi che nell'ultimo periodo si registrano delle indicazioni di segno parzialmente diverso.

FINANZA E TERRITORIO

Bettina Campedelli *

SOMMARIO: 1. Lo scenario attuale. Peculiarità del modello Italiano: le imprese. - 2. Lo scenario attuale. Peculiarità del modello Italiano: il sistema finanziario. - 3. L'evoluzione delle relazioni finanza-territorio: lo scenario possibile

1. Lo scenario attuale. Peculiarità del modello Italiano: le imprese

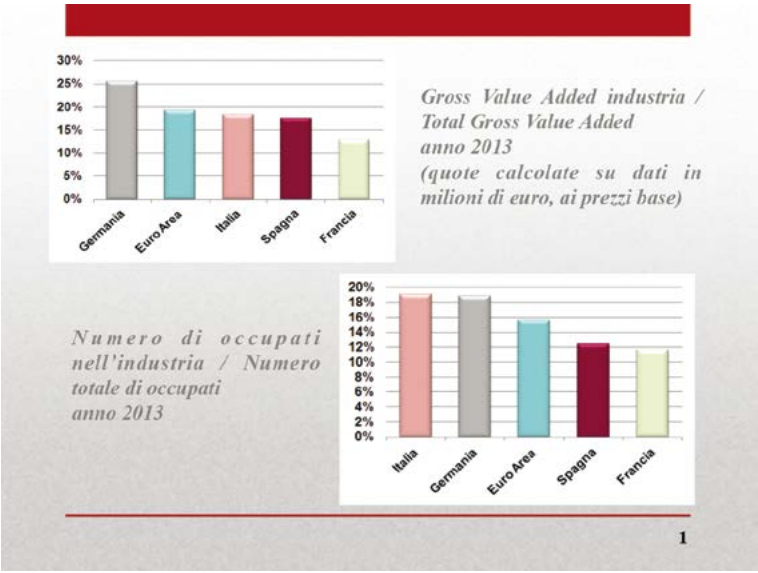
Nonostante il sistema produttivo italiano abbia sofferto della crisi globale dell'ultimo quinquennio – in termini di riduzione del valore aggiunto, dell'occupazione e della produttività delle imprese – già nel decennio precedente la crescita aveva risentito di una serie di nodi strutturali irrisolti.

Le difficoltà dell'economia italiana ad adeguarsi ai grandi cambiamenti dell'economia mondiale e della tecnologia, infatti, si erano già manifestate con segnali di attenzione tutt'altro che deboli. La produttività del paese era cresciuta meno che in passato e più lentamente, anche in confronto alle altre economie europee. La partecipazione delle aziende italiane alle filiere produttive globali rimaneva prevalentemente marginale, generando una riduzione progressiva di quote di mercato nel commercio internazionale. Lo sviluppo dimensionale delle imprese e la loro propensione a innovare erano insoddisfacenti, sia a causa di condizionamenti esterni, quali l'inefficacia delle pubbliche amministrazioni e la farraginosità del quadro normativo e regolamentare, sia di peculiari assetti interni alle aziende, quali una modesta capitalizzazione e modelli di gestione poco efficienti.

Le debolezze del modello di capitalismo italiano sono, dunque, ben antecedenti alla crisi.

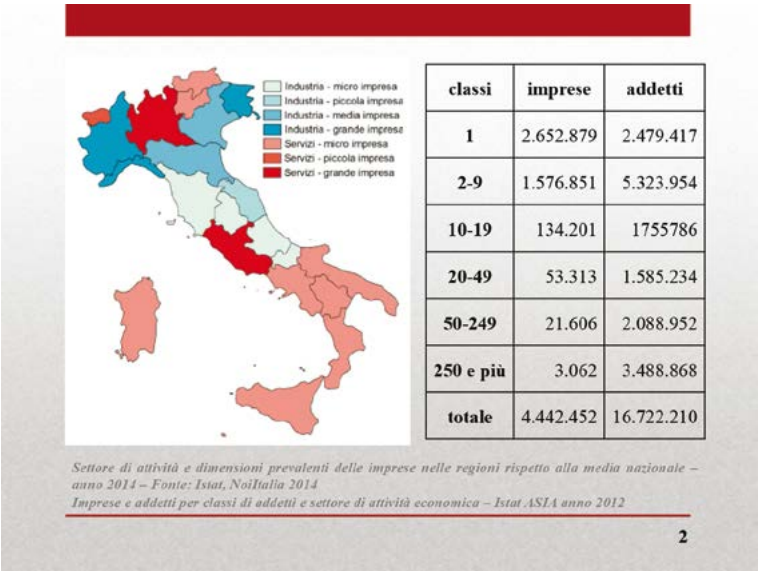
Nonostante ciò, il sistema industriale italiano mantiene un peso assolutamente significativo, anche in una valutazione comparativa con i principali Paesi europei. Nel 2013 l'industria italiana produce circa 256 mld di euro di Valore Aggiunto – solo dal manifatturiero 216,5 mld di euro – occupando 4,6 milioni di lavoratori. L'Italia è il secondo paese in Europa, dopo la Germania, con il maggior peso industriale e, considerando il numero di occupati, l'Italia ha l'industria con la maggiore incidenza del fattore lavoro.

* Università degli Studi di Verona.



In Italia, però, il numero delle imprese attive di piccola o piccolissima dimensione è particolarmente elevato rispetto alla media europea[1] e le prospettive di crescita dimensionale rimangono purtroppo modeste. Il tessuto industriale è incentrato su poche grandi imprese e su molte medio-piccole, cui possono essere attribuiti circa i due terzi del PIL e dell'occupazione nazionale. Il numero delle imprese con un unico dipendente è, nel 2012, di 2,65 mln pari a circa il 60% del totale delle imprese attive ed è soprattutto il centro sud ad avere un'elevata incidenza della micro-impresa.

[1] Ad esempio, secondo Banca d'Italia, il numero medio di dipendenti delle imprese italiane nel 2007 era di 4 occupati, rispetto ai 13,3 della Germania e ai 5,8 della Francia.

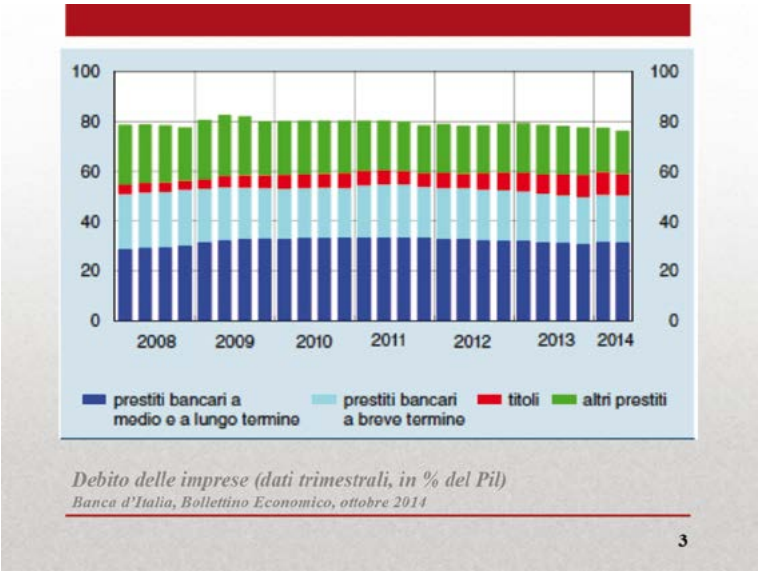


Il modello è inoltre consolidato nel tempo: gli incrementi dimensionali netti – al netto cioè delle imprese che rimpiccioliscono – sono tradizionalmente pochi. Basti pensare che, tra il 1988 e il 2007, i passaggi, dalla dimensione 1-50 addetti alla dimensione 51-250 addetti, sono stati nell'ordine di qualche decina l'anno. La parte maggioritaria del nostro tessuto produttivo, dunque, raramente è riuscita a compiere il salto dello sviluppo dimensionale e, nella maggioranza dei casi, è rimasta confinata in una dimensione limitata, che non consente di affrontare il processo d'innovazione e d'internazionalizzazione imposto dal nuovo scenario competitivo mondiale, anche a causa della peculiare struttura finanziaria delle imprese.

La struttura finanziaria delle PMI italiane è, infatti, squilibrata verso il capitale di debito e presenta, spesso, una leva finanziaria[2] non compatibile con le necessità derivanti dal finanziamento dello sviluppo e dell'innovazione. Inoltre,

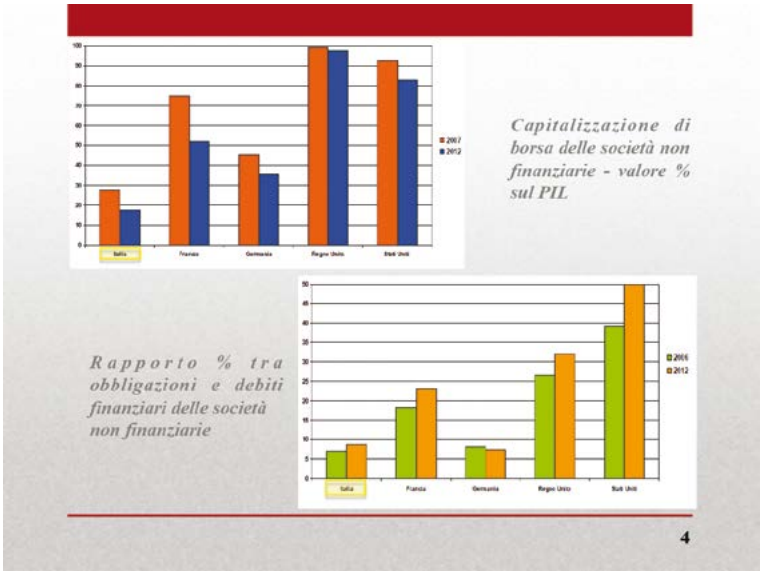
[2] I risultati di un'analisi econometrica dei dati di bilancio di circa 900.000 società di capitale indebitate dell'area dell'euro confermano che, nel periodo 2005-2010, la leva finanziaria delle aziende italiane è rimasta stabilmente più alta che negli altri Paesi anche tenendo conto di diverse caratteristiche di impresa (redditività, immobilizzazioni tecniche, liquidità, crescita del fatturato, età, dimensione e settore produttivo). Alla fine del periodo considerato la differenza era pari a 11 punti percentuali; il divario si riduce al crescere delle dimensioni di impresa, divenendo nullo per le società con oltre 300 milioni di attivo. In conformità a tali risultati e dei dati dei conti finanziari si può stimare che per allineare il *leverage* delle società italiane a quello delle imprese dell'area dell'euro, a parità di risorse complessive, sarebbe necessario sostituire con patrimonio un ammontare di debiti finanziari prossimo a 200 miliardi. Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale*, 30 maggio 2014, Roma.

nonostante la crisi abbia comportato un ridimensionamento delle erogazioni, il peso del debito bancario è strutturalmente molto elevato. Il debito bancario rappresenta ancora oggi poco meno del 70% dell'indebitamento complessivo delle imprese e complessivamente si attesta intorno all'80% del PIL[3].

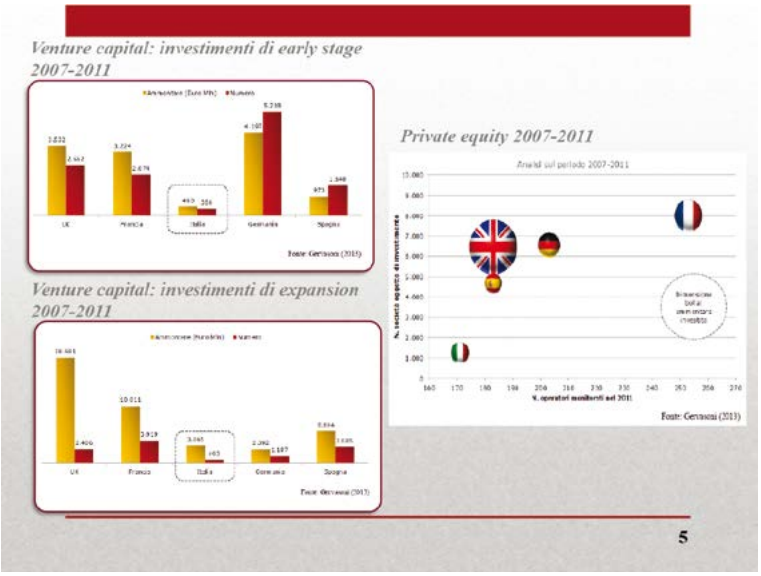


Le imprese italiane hanno un'endemica difficoltà di accesso al mercato dei capitali. La borsa azionaria italiana è poco sviluppata, anche rispetto ad altri sistemi finanziari nei quali è pur importante il ruolo delle banche. Il valore di mercato complessivo delle società non finanziarie quotate è oggi inferiore al 20% del PIL e quindi ben inferiore al 75% della Francia e al 45% della Germania. Delle società non finanziarie italiane sono quotate solo 230 imprese, contro le 700 di Francia e Germania, anche se l'impresa mediana capitalizzava nel 2012 circa 90 mln di euro e quindi il doppio rispetto a Francia e Germania. Il basso numero di aziende quotate, inoltre, limita lo sviluppo di strumenti e servizi finanziari quali obbligazioni e prestiti sindacati, che sono entrambi formule poco utilizzate dalle imprese non quotate.

[3] Cfr. ABI - BANKITALIA, *Bollettino Economico*, ottobre 2014.



Le società italiane quotate in borsa ricorrono invece ai prestiti obbligazionari in misura analoga alle aziende quotate estere poiché, una volta sostenuti i costi fissi di quotazione, l'accesso al mercato dei capitali anche per le aziende italiane diviene agevole. Il ricorso ai prestiti obbligazionari rimane comunque limitato, con un'incidenza che non raggiunge l'8% dei debiti finanziari delle imprese. Sono poche le aziende italiane che emettono obbligazioni sul mercato dei capitali – in media 10 all'anno nell'ultimo decennio – con un ritardo rilevante nei confronti degli altri Paesi. Inoltre, dei 35 mld di euro emessi nel 2012, solo 320 mln fanno capo ad aziende medio piccole. Secondo l'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, l'Italia sconta un ritardo su tutti i segmenti del mercato del capitale di rischio.



Eppure sia le banche sia le imprese potrebbero trarre consistenti benefici da uno sviluppo di questo mercato. Le imprese, nelle quali sarebbero tra l'altro immesse competenze manageriali di più alto livello, sarebbero più capitalizzate e, conseguentemente, riceverebbero un più elevato merito creditizio. Inoltre si creerebbero le condizioni per le banche per sostituire attività d'intermediazione classica con erogazione di servizi alle imprese.

2. Lo scenario attuale. Peculiarità del modello Italiano: il sistema finanziario

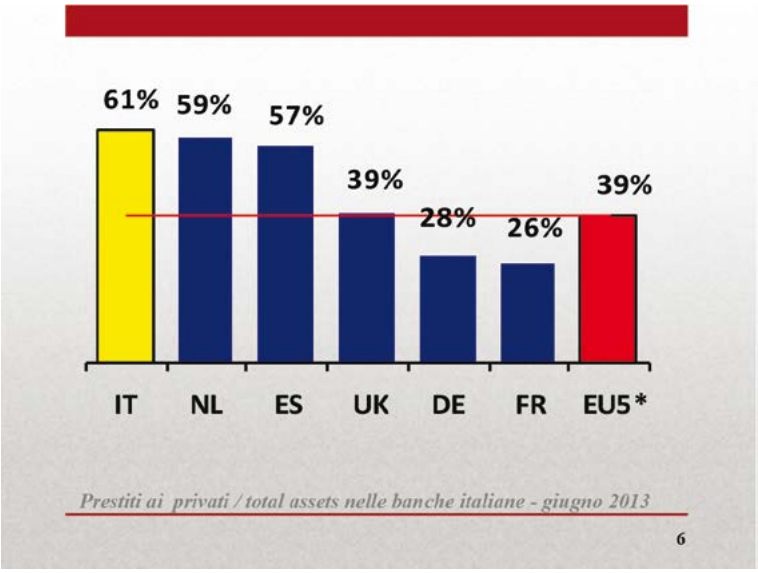
In una perfetta specularità al sistema delle imprese il modello italiano di sistema finanziario, che, attraverso mercati e intermediari, svolge la fondamentale funzione di trasferire risorse finanziarie dai risparmiatori a chi ne ha necessità per investimenti, si caratterizza per un'assoluta *bancocentricità*. Inoltre il modello italiano è, com'è noto, un modello nel quale non si riscontrano né il ruolo della borsa, tipico del mondo anglosassone, né il ruolo del sistema bancario gestore, come nel caso tedesco[4].

Nel confronto con altre economie avanzate, nel nostro paese le banche hanno un ruolo più rilevante di quello degli altri intermediari e dei mercati dei

[4] Cfr. M. ZANOBIO, *I modelli di capitalismo*, in *Quaderni del Dipartimento di Economia internazionale, delle istituzioni e dello sviluppo-Università Cattolica di Milano*, *Vita e Pensiero*, 2013, n. 1304.

capitali: alla fine del 2013 in Italia il 71,3% delle attività del settore finanziario è detenuto dalle banche, a fronte del 67,0% in Francia, del 66,6% in Germania, del 55,6% nel Regno Unito e del 28,2% negli Stati Uniti.

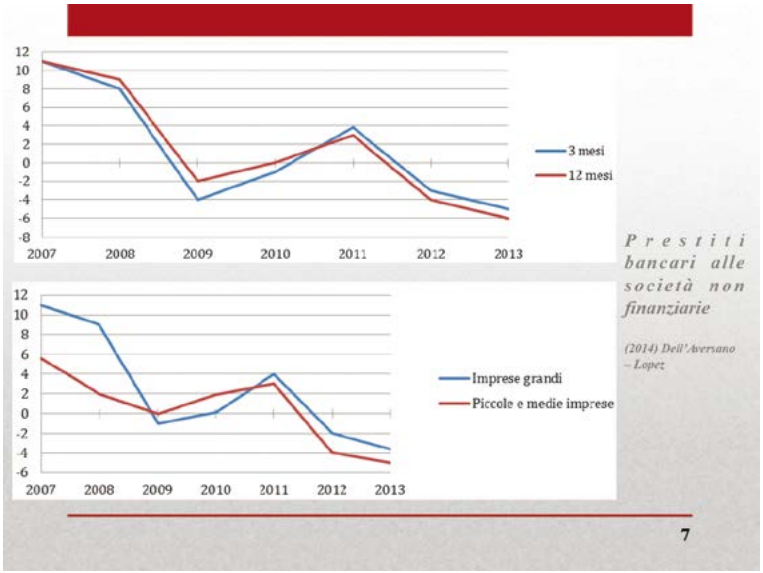
Inoltre il sistema bancario italiano è tradizionalmente dedito principalmente all'attività d'intermediazione creditizia, rivolto soprattutto alle imprese, con limitato rapporto con il mercato estero e poco incline a investimenti rischiosi. L'Italia rimane il paese con il rapporto prestiti ai privati sul totale attivo del sistema bancario tra i più elevati in Europa e un ammontare di attività finanziarie inferiore alla media.



Ciò ha sollevato non poche critiche in merito alla non sufficiente integrazione del sistema creditizio italiano a livello internazionale e alla resistenza nei confronti dello sviluppo di attività a più ampio raggio, presenti in altri Paesi europei ed extra-europei. Eppure sono proprio le caratteristiche di un modello di *business conservativo* e di uno spiccato orientamento al *retail banking* ad aver, in buona misura, messo al riparo dalla crisi il sistema bancario italiano, anche nelle fasi più acute[5].

Ciononostante la dimensione del credito bancario al settore privato si è ridotta sensibilmente negli ultimi anni: il credito alle imprese, dal 2008 a oggi, è progressivamente diminuito, con una riduzione pari al 5% solo nel 2013.

[5] Cfr. F. DELL'AVERSANO-A. LOPES, *Il sistema bancario italiano tra efficienza e stabilità ai tempi della crisi*, IPE Working Paper, n. 2, 2014.



Inoltre la percentuale delle imprese razionate, complessivamente in crescita, ha penalizzato maggiormente le aziende minori, per le quali l'accesso a fonti di finanziamento alternative a quella bancaria è, di fatto, meno agevole[6].

I vincoli finanziari sono progressivamente divenuti più stringenti fino a generare situazioni di estrema problematicità per le imprese minori. Ma non può sorprendere l'atteggiamento del sistema bancario coerente con l'applicazione di criteri sempre più cogenti di adeguatezza patrimoniale che, imponendo alle banche di accantonare quote proporzionali ai rischi assunti, le spinge, quasi inevitabilmente, a limitare il credito nei confronti delle imprese più opache e localizzate nelle aree più deboli.

Il sistema bancario italiano è inoltre caratterizzato da un elevato grado di diversificazione nella dimensione e nella forma giuridica degli intermediari. Accanto a 5 gruppi bancari di dimensioni paragonabili alle principali istituzioni europee, operano[7] altri 72 gruppi e 534 intermediari, tra i quali 375 banche di credito cooperativo – BCC e 19 banche -popolari BP.

[6] Cfr L. GIORDANO-A. LOPES, *Crisi dell'eurozona, sistema bancario italiano e squilibri territoriali*, in *Rivista Economica del Mezzogiorno*, XXVIII(3), 2013.

[7] Cfr. BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale - anno 2013*, Roma 30 maggio 2014.

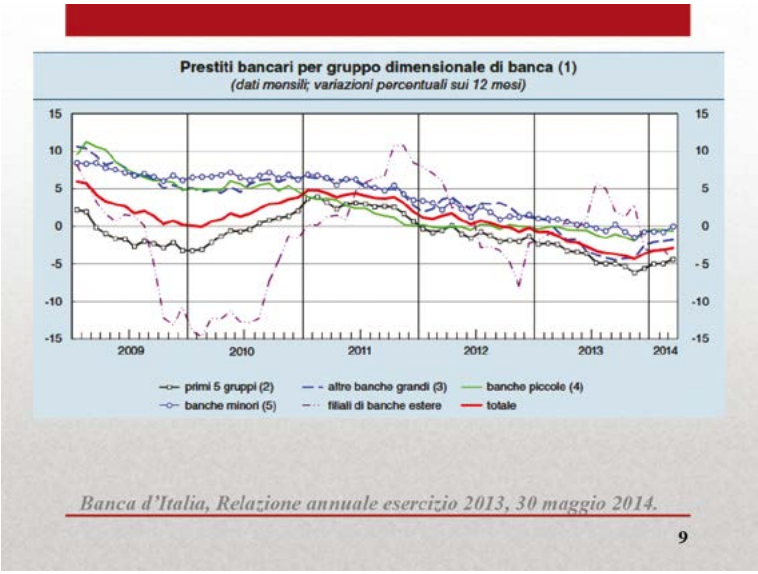
Banche e intermediari non bancari

TIPO INTERMEDIARIO	31 dicembre 2012			31 dicembre 2013		
	Numero intermediari			Numero intermediari		
	Inclusi nei gruppi bancari (1)	Non inclusi nei gruppi bancari (2)	Totale	Inclusi nei gruppi bancari (1)	Non inclusi nei gruppi bancari (2)	Totale
Gruppi bancari	–	–	75	–	–	77
Gruppi di SIM	–	–	19	–	–	18
Banche	169	537	706	160	524	684
di cui: *banche spa*	*141*	*56*	*197*	*131*	*51*	*182*
banche popolari	*18*	*19*	*37*	*18*	*19*	*37*
banche di credito cooperativo	*9*	*385*	*394*	*10*	*375*	*385*
succursali di banche estere	*1*	*77*	*78*	*1*	*79*	*80*
Società di intermediazione mobiliare	9	92	101	10	84	94
Società di gestione del risparmio	26	146	172	21	131	152
Società finanziarie iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB	58	128	186	53	127	180
Società finanziarie iscritte nell'elenco generale ex art. 106 del TUB	33	625	658	27	518	545
Istituti di moneta elettronica	–	3	3	1	3	4
Istituti di pagamento	8	36	44	7	36	43
Altri intermediari vigilati (3)	–	2	2	–	2	2

Banca d'Italia, Relazione annuale esercizio 2013, 30 maggio 2014.

8

La contrazione dei prestiti ha interessato tutte le classi dimensionali di banche, anche se, solo nel 2013, è stata più ampia per i primi 5 gruppi bancari, attestandosi al 5,6%, rispetto alle altre banche grandi e a quelle di piccola dimensione per le quali la contrazione è stata rispettivamente del 2,5% e dello 0,7%.



Banca d'Italia, Relazione annuale esercizio 2013, 30 maggio 2014.

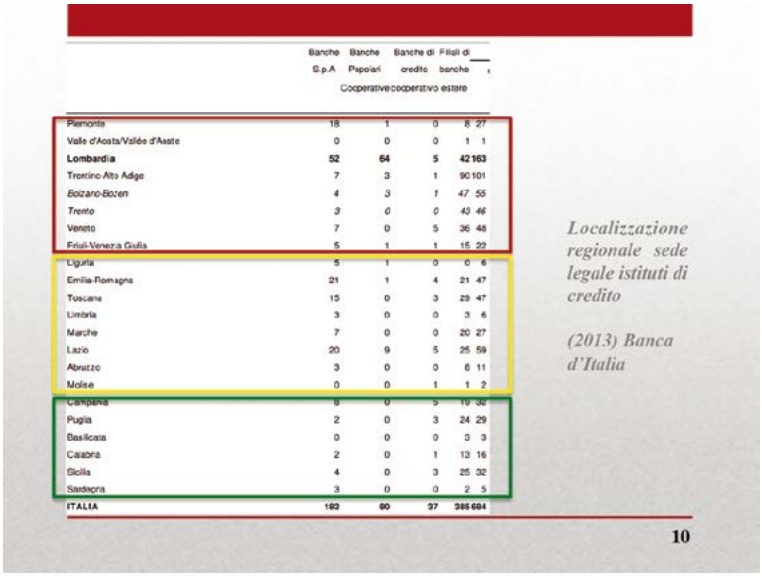
9

Molte le ragioni di questa diversificazione, tra cui il livello di concentrazione territoriale degli istituti e le caratteristiche delle catene decisionali interne alle banche. In tal senso cioè le banche locali, a forte concentrazione territoriale, sono maggiormente legate alle dinamiche del sistema economico cui appartengono e, a fronte di una minore possibilità di diversificazione del rischio di credito, hanno informazioni più dettagliate, cosa che le rende maggiormente flessibili nella concessione del credito alle imprese. Viceversa le banche di grandi dimensioni hanno processi decisionali accentrati e protocolli più rigidi di valutazione del rischio, che consentano la minimizzazione dei costi e la prevenzione di comportamenti collusivi a livello locale difficilmente controllabili a distanza[8]. Nel corso di questi ultimi anni le banche di minori dimensioni, per il loro carattere locale e il loro radicamento territoriale, si sono dimostrate relativamente più attente alle attese del mondo produttivo di quanto non hanno fatto le grandi banche che, al contrario, sembrano ancora alla ricerca di un modello organizzativo che consenta loro di rispondere in modo adeguato ed efficace alle esigenze delle piccole medie imprese, soprattutto nelle aree più deboli del Paese.

In ogni caso, oltre questi aspetti, è interessante rilevare come, nonostante la profonda modificazione strutturale[9] che, dagli anni '90 a oggi, ha condotto a una decisa riduzione del numero degli intermediari, il modello italiano evidenzia la persistenza di fattori importanti di localismo, che sono immediatamente percepibili anche con riferimento alla distribuzione territoriale degli istituti. Lo scenario attuale raffigura una presenza maggioritaria di banche nel Nord-Italia (più del 60% degli istituti ha sede al nord) rispetto al resto del Paese, con una presenza prevalente di banche maggiori e grandi nel Nord Ovest e una netta predominanza di banche piccole e minori nel Nord Est. Anche la distribuzione territoriale degli sportelli si caratterizza per una prevalenza nel Nord-Italia, con una netta dominanza di sedi delle banche maggiori nel Nord-Ovest e di sedi delle banche minori e piccole nel Nord-Est. Il sistema italiano si caratterizza quindi per una sua peculiare dimensione regionale nella quale, accanto alla diffusione di sportelli di grandi banche al Sud, si configurano due modelli locali sensibilmente differenti, con una prevalenza di banche grandi e maggiori nel Nord-Ovest e di banche piccole e minori nel Nord-Est.

[8] Cfr. S. DEL PRETE-M. PAGNINI-P. ROSSI-V. VACCA, *Organizzarsi per prestare in tempo di crisi. Risultati di un'indagine sulle banche*, in *Questioni di Economia e Finanza*, 2013, n.154.

[9] Cfr. L. MORETTINI, *Analisi dell'evoluzione del sistema finanziario e della struttura bancaria*, ISSIRFA, CNR 2014.



Va osservato, infine, che l'evoluzione del rapporto banca impresa realizzato nello scorso ventennio ha fatto emergere due diversi e principali approcci al credito: la forma cosiddetta di *transaction lending*[10] e quella di *relationship lending*.

Il modello teorico[11] si basa sull'ipotesi che le banche *relationship*, le quali hanno relazioni strette e durature e sono in grado di acquisire informazioni non codificabili – cosiddetta *soft information* – relative alle aziende clienti[12],possono meglio riconoscere le imprese meritevoli e concedere loro credito, anche nelle

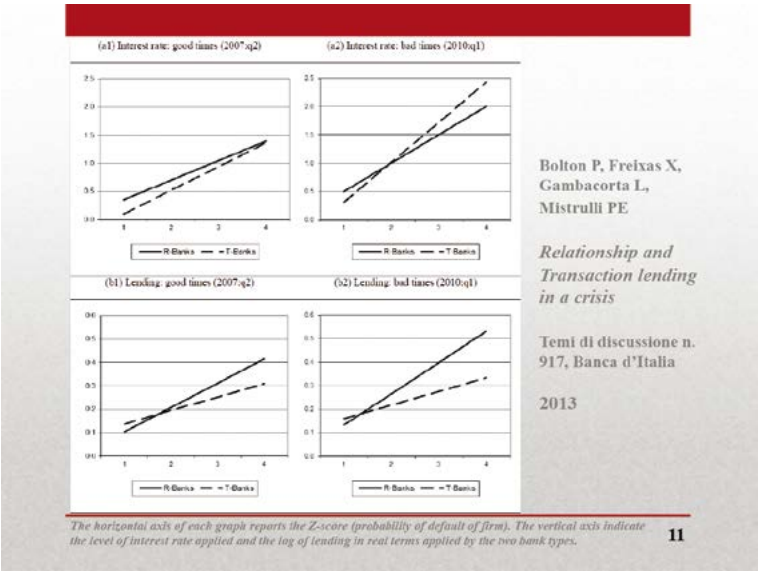
[10] Nel nostro Paese il modello *transaction* ha corrisposto per molti anni al sistema del multi-affidamento, quale tecnica di ripartizione del rischio in presenza di elevate asimmetrie informative. I rapporti banca-impresa erano frammentati, si utilizzava un approccio *asset-based*, con ampio ricorso a garanzie, e si prediligevano relazioni di breve periodo, anche per effetto del modello di separatezza tra credito ordinario e speciale antecedente al cambiamento normativo introdotto dal TUF.

[11] P. BOLTON-X. FREIXAS-L. GAMBACORTA-P.E. MISTRULLI, *Relationship and Transaction Lending in a Crisis*, Temi di discussione n. 917, Banca d'Italia, 2013.

[12] Nel *relationship lending*, cioè, il contratto implicito di lungo termine che si viene a stabilire tra la banca e l'impresa consente alla banca, grazie al vantaggio informativo acquisito, di ridurre il rischio di valutazione *ex-ante* dell'impresa e all'impresa di essere maggiormente garantita contro il rischio di razionamento del credito, attraverso una sorta di continuo rinnovo del contratto di prestito. Il *relationship lending* sottende l'obiettivo dell'intermediario di proporsi all'impresa cliente come "banca principale" e di sviluppare una relazione di lungo periodo, incentrata sullo scambio d'informazioni riservate e sull'offerta di una più ampia gamma di servizi.

fasi avverse del ciclo economico e a tassi d'interesse relativamente più bassi rispetto alle *transaction banks*. A fronte di tale assicurazione per i periodi di difficoltà, tuttavia, le *relationship banks* applicano tassi più elevati rispetto alle altre nelle fasi espansive del ciclo economico.

Anche nel nostro Paese il passaggio dal *transaction* al *relationship lending*, peraltro molto vicino al concetto di banca del territorio, ha comportato, nel periodo ante crisi minori rischi per le banche e maggiore crescita per le imprese con finanziamenti meno volatili anche se più costosi e, per certi versi, ha attenuato la stretta creditizia generata dalla crisi. Sarebbero, infatti, le banche del territorio, con la loro *soft information*, a sostenere maggiormente il settore produttivo, anche in presenza di imprese con peggiore merito creditizio.



Lo stretto rapporto territoriale tra sistema bancario e sistema produttivo è dunque caratterizzante il modello italiano: un intreccio in sé virtuoso che ha anche contribuito ad attenuare, soprattutto nella fase iniziale della crisi, quei fenomeni che – nelle realtà dove la finanza ha sviluppato prodotti strutturati complessi e talvolta lontani dalle esigenze primarie del circuito del credito – hanno generato effetti disastrosi.

Non va sottaciuta, tuttavia, anche la pericolosità del modello che, da un certo punto di vista, ha ritardato l'ingresso nel sistema finanziario di soggetti e forme d'intermediazione più aderenti alle esigenze derivanti dal fabbisogno di sviluppo, d'internazionalizzazione e d'innovazione delle imprese[13].

[13] Non dobbiamo nasconderci che questa "vocazione di prossimità" nasconde insidie anche

3. **L'evoluzione delle relazioni finanza-territorio: lo scenario possibile**

Il modello italiano oggi presenta almeno due fattori fondamentali di stimolo al cambiamento.

Il sistema delle imprese ha urgente necessità di evolvere la propria struttura finanziaria verso forme di maggiore capitalizzazione, di minore dipendenza dal canale bancario e diversificazione della provvista, poiché l'attuale peso dei prestiti sul passivo e le forme tecniche rendono lo schema di finanziamento strutturalmente debole e inadatto a sostenere lo sviluppo a medio-lungo termine e le realtà ad alta intensità d'innovazione.

Il sistema finanziario ha necessità di arricchirsi di soggetti e di forme nuove d'intermediazione e le banche italiane, pur complessivamente promosse dalla recente valutazione europea che ne ha mostrata la solidità complessiva dei bilanci[14], stanno affrontando regole che rendono più complessi i processi di valutazione e selezione del credito.

in relazione all'evoluzione più profonda che si prospetta nel sistema delle relazioni banca-impresa nel nostro Paese. Cfr. C. BARBAGALLO, *Le banche italiane e la Vigilanza nella prospettiva dell'Unione Bancaria*, Convegno *Basilea 3 – Risk and Supervision 2014*, Roma 16 giugno 2014.

[14] Molti commentatori hanno stilato graduatorie su scala europea, sottolineando, invece che il risultato complessivamente positivo, il numero delle banche che dimostravano carenze sulla base dei bilanci 2013. Cfr. Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco alla Giornata Mondiale del Risparmio 2014, Roma 31 ottobre 2014.

La strada da percorrere, ormai urgente, è quella che va nel senso di un superamento della *bancocentricità* del sistema finanziario italiano[15], da perseguirsi attraverso la diversificazione del mercato del capitale di credito e lo sviluppo del mercato del capitale di rischio.

Nonostante un ruolo crescente del capitale di rischio sia essenziale per la prospettiva di consolidamento della struttura finanziaria delle imprese, l'ampiezza del circuito del capitale di rischio non quotato in Italia si colloca ai livelli minimi. Gli investimenti in *private equity* e venture capital in Europa sono mediamente 3,6 volte quelli italiani e in Germania e Francia pari a 3 volte. Ancora più accentuata è la divergenza nel venture capital in senso stretto: la media europea è 6 volte il livello italiano, mentre Francia e Germania sono, rispettivamente, pari a 8 e 5 volte.

Analogamente, nonostante recenti provvedimenti normativi abbiano perseguito lo scopo di creare le condizioni per agevolare l'accesso diretto al mercato dei capitali alle imprese non quotate, anche le emissioni obbligazionarie sono ancora in uno stadio iniziale d'implementazione tanto che a maggio 2014 si registrano solo circa 40 emissioni per un ammontare complessivo intorno ai 3 mld di euro.[16]

Si tratta di un percorso ineludibile ma il cui sviluppo passa attraverso il superamento di vischiosità radicate negli operatori.

L'apertura al mercato dei capitali, infatti, comporta un cambiamento radicale per le aziende italiane, una discontinuità rispetto al modello di governance tradizionale, basato sulla famiglia.

Per lo sviluppo del mercato dei capitali è necessaria la propensione alla rinuncia, da parte degli imprenditori, ai benefici impliciti nel modello di proprietà chiusa, perché ciò implica passare dalla comodità di uno schema autoreferenziale – con i suoi vantaggi consolidati di opacità informativa, discrezionalità decisionale, bassa dialettica e assenza di valutazione esterna – a un modello che introduce l'esposizione al giudizio e alla valutazione. Non c'è dubbio che gli strumenti innovativi di *funding* legati alla richiamata evoluzione del mercato del capitale di rischio e di debito, rappresentano un cambiamento in atto, ma il suo impatto sarà tanto più immediato e consistente quanto maggiore sarà la propensione degli operatori e oggi tale propensione è, ancora non di

[15] Il finanziamento dell'economia non può esaurirsi nel ruolo, seppur cruciale, del sistema bancario. L'idea è che per sostenere il finanziamento dell'economia sia indispensabile diversificare le fonti, soprattutto in un Paese bancocentrico come il nostro e impiegare il risparmio anche in strumenti innovativi. Cfr. Intervento del Ministro dell'Economia e delle Finanze Pier Carlo Padoan alla Giornata Mondiale del Risparmio 2014, Roma 31 ottobre 2014.

[16] G. FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, in *Bancaria,* 2014, n. 6.

rado, inversamente proporzionale al livello delle performance aziendali.

Per lo sviluppo del mercato dei capitali è inoltre necessaria una rilevante opera di canalizzazione del risparmio a medio lungo termine verso il capitale di rischio delle imprese. In questo molto possono fare gli investitori istituzionali[17]. È interessante notare al riguardo come, secondo un recente rapporto Aifi[18], vi sia un crescente interesse dei fondi esteri – prevalentemente con sede in Francia, USA e Gran Bretagna – all'investimento in imprese italiane – in prevalenza realtà del nord, con Emilia Romagna e Lombardia in testa, e operanti nei settori del lusso, dell'alimentare e della meccanica – che ha segnato una crescita dimensionale nel primo semestre 2014 pari al 55% rispetto al semestre del 2013.

Ma in questa direzione molto può e deve fare anche il sistema delle banche italiane. Va detto, infatti, che una leva fondamentale per far evolvere il circuito di finanziamento delle imprese è il rafforzamento delle banche, che passa dal consolidamento patrimoniale e dall'alleggerimento del peso delle sofferenze. Al rafforzamento deve però corrispondere la propensione del sistema bancario a promuovere una progressiva disintermediazione creditizia, propedeutica all'affermazione di nuovi strumenti e operatori. È questa una condizione indispensabile al cambiamento: bilanci bancari sostenibili per la diversificazione del rischio corporate, ruolo crescente delle banche nei servizi di *corporate finance*, finanza aziendale più solida e compatibile con strategie di crescita delle imprese.

Il modello italiano possiede inoltre alcune potenzialità per il raggiungimento di tale obiettivo, che sono insite nello stretto legame territoriale tra banca e impresa.

È un legame che deve, però, evolvere in un *patto tra finanza e territorio*: un modello di *relationship* responsabile e, soprattutto, fondato sul rafforzamento dello spessore informativo delle relazioni e della capacità di valutare e monitorare i rischi.

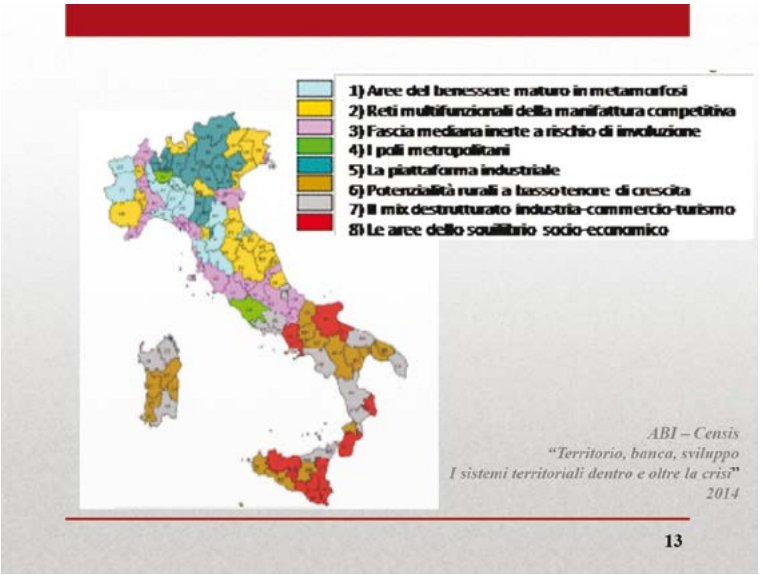
In tal senso anche la stessa nozione di territorio deve superare il carattere di prossimità e andare oltre le classificazioni, economiche e geografiche, più tradizionali per cogliere un nuovo concetto di area territoriale, capace di

[17] Secondo le stime di Assogestioni il patrimonio potenzialmente allocabile a investimenti illiquidi, comprese le quote di fondi chiusi specializzati in *private equity* e venture capital, può essere compreso tra un minimo di 5,5 e un massimo di 11,5 mld di euro. Cfr. ASSOGESTIONI, *L'industria del risparmio gestito e il finanziamento delle Pmi*, 2013. Tale valutazione può essere corretta in alto per la recente inclusione delle quote dei fondi di credito e dei titoli *Asset based securities* tra le attività ammesse alla copertura delle riserve tecniche nelle assicurazioni.

[18] Cfr. *L'Italia fa gola ai fondi esteri. Secondo l'Aifi le operazioni sono più che raddoppiate con Francia e Stati Uniti in testa*, in *Il Sole 24 Ore*, lunedì 10 novembre 2014.

discriminare i punti di forza e di debolezza del Paese e su questi fondare un nuovo paradigma di crescita.

Una recente ricerca, curata dall'ABI e dal Censis,[19] offre utili spunti in questa direzione. Lo studio ha individuato 8 aree territoriali – classificate in conformità a variabili atte a rappresentarne la struttura e la dinamica demografica, la distribuzione della ricchezza e dei redditi delle famiglie consumatrici, la struttura e i cambiamenti in atto nel sistema produttivo attraverso i dati sulle imprese e sui livelli di specializzazione settoriale – le cui caratteristiche permettono di ragionare sulle diverse vie di uscita dalla crisi.



Il legame tra finanza e territorio, connaturato al modello italiano, sarà prezioso se la finanza saprà cogliere e valorizzare le energie che ciascun gruppo territoriale è capace di esprimere.

[19] Cfr. G. DE RITA, *Territorio, banca, sviluppo. I sistemi territoriali dentro e oltre la crisi*, in *Bancaria*, 2014, n. 1.

III SESSIONE

LA MODERNIZZAZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO

Giangiacomo Nardozzi[*]

Questo Convegno, come è stato ricordato, nasce all'insegna di riflessioni promosse da FEBAF che dovrebbero sfociare in una ricerca che faccia il punto sui caratteri assunti dal nostro sistema finanziario e sulla loro capacità di servire l'economia.

In questa prospettiva la "modernizzazione del sistema finanziario", il tema del mio intervento, va inteso non tanto come adeguamento italiano a un modello internazionale più avanzato. Questo c'è già stato con le trasformazioni, non solo dell'ordinamento, ma anche dell'attività di intermediari e mercati, avvenute a partire dagli anni '90del secolo scorso. Con il risultato apprezzabile, certo non scontato, della formazione di due nuovi grandi gruppi di rilievo di rilievo internazionale, cosa che non è avvenuta in altri settori dell'economia. Il sistema bancario italiano si è dimostrato anche particolarmente solido nella crisi finanziaria globale del 2007-2009. Da noi, la redditività delle migliori banche aveva raggiunto, prima della crisi, standard internazionali. Senza però avventurarsi nella "nuova finanza" che più si era sviluppata nel decennio precedente: quella che faceva profitti cavalcando la strategia di perseguire "maggior rendimento a parità di rischio e di capitale" con metodi e strumenti poi risultati tossici. In sintesi, ci siamo portati verso la "modernità" ma *cum juicio*. Questo anche, forse soprattutto, per merito della Vigilanza della Banca d'Italia.

Dunque oggi, a differenza di vent'anni fa, la questione non è di adeguare il nostro sistema finanziario a un modello internazionale a noi distante. Si tratta piuttosto di utilizzare al meglio questo modello per contribuire alla soluzione dei nostri specifici problemi. In particolare di quello emerso con sempre maggior evidenza durante l'ammodernamento finanziario. Si tratta, ovviamente, del progressivo rallentamento della crescita del PIL, ormai ridotta al lumicino. Non sto qui a ripercorrerne i motivi, sviscerati da un dibattito che si protrae da tempo. Sottolineo piuttosto quella che mi sembra una forte analogia tra la sfida incontrata dal sistema produttivo e quella che affronta oggi il sistema finanziario.

In fondo entrambi hanno vissuto un' era di *catching up*, di facile rincorsa per colmare un ritardo rispetto ad altri ripercorrendo la loro stessa strada. Il sistema produttivo questa fase l'ha sperimentata ben prima, a partire dall'inizio degli anni Cinquanta; per il sistema finanziario è un fatto molto più recente. La fine della "rincorsa" pone però ai due sistemi lo stesso problema.

[*] Politecnico di Milano.

Per le imprese come per le banche si tratta di battere nuove strade, inventarsi i modi per continuare a crescere non più con la "convergenza" in un certo senso scontata verso modelli altrui. In linguaggio più tecnico si tratta di operare sulla "frontiera delle possibilità produttive" per innalzarla, dopo averla raggiunta. Il nostro "sistema imprese" questo problema se l'è trovato di fronte più di vent'anni fa ma non l'ha risolto come avrebbe dovuto. Qui sta la causa principale della bassa crescita dell'economia italiana. Che vincola però anche le opportunità di ulteriore sviluppo dell'apparato finanziario, più di recente giunto sulla "frontiera". Se l'economia non riprende a crescere ne soffriranno anche, e l'abbiamo visto in questi ultimi anni, le capacità competitive del nostro sistema finanziario create dal suo rapido allineamento al modello internazionale.

In effetti la finanza dei maggiori gruppi bancari italiani ha raggiunto un livello di professionalità riconosciuta anche dai ben più importanti concorrenti esteri nel quotidiano lavoro nei e per i mercati, cioè in tutte le attività di *investment banking* in senso lato. Professionalità che tuttavia si esprime per gran parte nel trattamento del "rischio Italia". *Faute de mieux* verrebbe da dire, perché credo sia desiderio di tutti far profitti piuttosto con "le opportunità Italia", quelle che vengono dalla capacità di crescere.

Ma dove stanno oggi queste opportunità? Il nucleo delle maggiori imprese è, come sappiamo, ridotto ai minimi termini e sempre segnato dalla storica avversione dei grandi gruppi privati a impiegare propri capitali che non li rende clienti proprio ideali su cui puntare. Il lavoro quindi è quello che è, e sugli affari migliori la concorrenza internazionale agguerrita. Anche dalle famose quattromila medie imprese del "quarto capitalismo" non mi sembra possano venire opportunità migliori di quelle già esistenti. D'altra parte le loro prestazioni, pur se spesso straordinarie e ammirevoli, non sono riuscite finora ad arrestare il sostanziale arresto di crescita della produttività dell'economia. Rimane ovviamente tutto il resto, il grosso del sistema produttivo costituito, particolarmente in Italia, dalle imprese di piccole dimensioni. È da un loro rinnovato dinamismo che dipende in buona sostanza il futuro della nostra economia.

Qui però è essenziale il tradizionale lavoro della banca, preliminare a quello della finanza. Conta infatti la capacità di valutazione del merito di credito, di selezionare e legare a sé le iniziative più promettenti, di accompagnarle e sostenerle anche nei momenti di difficoltà, di indirizzarle verso una crescita finanziariamente equilibrata. So di ripetere un vecchio ritornello, che tra l'altro ho già cantato qui a Cesifin esattamente sette anni fa in un seminario su "Banca e impresa, nuovi scenari, nuove prospettive". Ma non lo ritengo fuori moda per più di un motivo.

Innanzitutto mi sembra che se dobbiamo pensare al futuro del nostro sistema finanziario, come ci invita a fare questo Convegno, non possiamo prescindere dall'esigenza di risolvere il problema della bassa crescita. Problema

che si annida nelle piccole imprese. Come ho cercato di spiegare, sono lì le "opportunità Italia" per la finanza, e anche per l'attività creditizia che deve alimentarla. Si dirà che è difficile possa avvenire ciò che non è avvenuto finora: all'ammodernamento del sistema finanziario non ha corrisposto quello del sistema produttivo, tant'è vero che l'economia ha progressivamente perso colpi. Perché allora le due cose dovrebbero da oggi andare insieme? La mia risposta, certo in attesa di verifica, è che il sistema finanziario si sia adattato con successo alle tendenze internazionali senza troppo curarsi delle loro fondamenta, che stanno nell'efficiente esercizio del credito, capace di selezionare i "buoni" da coltivare dai "cattivi" da lasciare al loro meritato destino. Insomma, è stato più facile guadagnare per altre vie che non impegnarsi in questo scrutinio. Tant'è vero che negli ultimi anni sono sopravvissute non poche imprese che avrebbero dovuto chiudere, mentre hanno avuto vita difficile anche molte imprese solo temporaneamente bisognose di supporto, nonché nuove promettenti iniziative.

Non a caso la Banca d'Italia ha in varie occasioni richiamato le banche a un maggior impegno nello *screening* creditizio, a partire dalla richiesta di Mario Draghi nelle Considerazioni Finali di maggio 2009 "… di affinare la capacità di riconoscere il merito di credito..[con] un'attenzione straordinaria alle prospettive di medio-lungo termine delle imprese che chiedono assistenza finanziaria". Di questa necessità vi sono varie evidenze, le più impressionanti sono quelle, solo aneddotiche, che conosco di imprese di lunga e affidabile storia, private da un giorno all'altro degli affidamenti per ordini superiori di tagli lineari. Mi chiedo quanto ciò abbia contribuito a rendere la crisi ancora più distruttiva per la nostra economia, il timore manifestato da Draghi.

Non è quindi superfluo tornare a sottolineare che la banca, per sua stessa natura, è depositaria di una gran massa di informazioni private "hard" e "soft", una prerogativa che può sfruttare investendo nel trattamento e impiego di queste informazioni per la concessione del credito e per lo sviluppo di relazioni di lungo periodo con le PMI, a vantaggio proprio e dell'economia tutta. La crisi finanziaria poteva essere un'occasione per muoversi in questa direzione: in fondo non si è tanto parlato di "banche al servizio dell'economia"? Quanto lo si è fatto? Temo poco, e oggi l'imperativo di mettere a maggior frutto il patrimonio di informazioni è ancor più cogente, vista la crescente concorrenza esercitata su ambo i lati dei bilanci bancari dai principali attori della rete di Internet, che valorizzano come non mai l'accesso all'informazione privata.

Sarebbe però una strategia perdente per l'insieme delle banche italiane, seppur con qualche frutto immediato per qualcuna di esse, usare il loro patrimonio informativo e di contatti con la clientela più per la vendita di prodotti che per far meglio il "vecchio mestiere" del banchiere. Ritorno qui al punto che principalmente ho voluto sottolineare: un ulteriore sviluppo del nostro sistema finanziario richiede un innalzamento della crescita dell'economia e le banche a questo soprattutto dovrebbero puntare, superando le inefficienze

ancora presenti nell'esercizio della loro principale e distintiva funzione, quella creditizia.

Mi sembrerebbe perciò opportuno analizzare queste inefficienze, anche con confronti tra le maggiori banche italiane e quelle estere. In questa direzione, a mio parere, dovrebbe andare il progetto di ricerca che Febaf vuole promuovere facendo tesoro delle idee emerse da questo incontro. D'altra parte, la questione mai sopita dell'investimento delle grandi banche nei rapporti con le piccole imprese mi sembra riceva nuovo interesse da un contesto diverso dal passato. Non solo per la già citata concorrenza extra-bancaria nell'utilizzo delle informazioni sugli stessi clienti delle banche. Ma anche per la nuova regolamentazione prudenziale (Basilea 3 e più ancora Basilea 4) che pesa sull'esercizio del credito. Infine, per la temperie di bassi margini d'interesse in cui le banche si troveranno ancora ad operare, almeno nel medio termine.

SITUAZIONE E PROSPETTIVE DEI FONDI PENSIONE IN ITALIA E IN EUROPA

Sergio Corbello*

Ringrazio innanzitutto per l'invito a partecipare a questo evento di studio così importante e qualificato. Il piacere di essere qui è per me accresciuto dalla circostanza che la manifestazione di oggi, ideata sotto l'egida della FEBAF – a cui Assoprevidenza, centro tecnico nazionale di previdenza e assistenza complementare, privo di fini di lucro, aderisce come socio aggregato – è organizzata e ospitata, in questo splendido salone di Palazzo Incontri, dalla Fondazione CESIFIN, presieduta da un vecchio amico, il Prof. Morbidelli.

Quando, con Paolo Garonna, immaginammo di collocare tra le pieghe del convegno un mio breve intervento in tema di prospettive della previdenza complementare in Italia e in Europa, ritenevo di dover svolgere una relazione informativa, per così dire, "notarile", volta a rassegnare dei dati quantitativi sulla situazione del settore, nel nostro Paese e nell'Unione Europea. Le sorprendenti scelte compiute nei giorni scorsi dal Governo nella formulazione del DDL di stabilità per il 2015, in tema di fiscalità sui risultati reddituali dei fondi pensione - trattati peggio di un ordinario prodotto finanziario – e di volontaria monetizzazione del TFR in busta paga – persino se già destinato a previdenza complementare – impongono di modificare, almeno in parte, questa tranquilla ipotesi espositiva.

Consentitemi, allora, di condividere con voi un personale ricordo: da ragazzo, tra ginnasio e liceo, alla metà degli anni '60, seguivo con grande passione la letteratura contemporanea e, in correlazione ad essa, i premi letterari. L'ormai consolidato Strega, ma anche il recentissimo Campiello, sostenuto dagli industriali veneti. La serata finale del Premio Campiello era aperta, come ancora oggi accade, da un discorso del Presidente dell'Unione Industriale di Venezia. In allora, era Presidente un signore di altissima statura, maggiormente enfatizzata dal nero dello *smoking*. Il Presidente era uso ammannire alla platea di Palazzo Ducale discorsi lunghi e noiosissimi, infarciti di trite ovvietà: per questo, in città, era soprannominato "il Banal Grande". Ebbene, trascorsi quasi cinquant'anni e dopo aver appreso le motivazioni degli indirizzi governativi in tema di nuova fiscalità della previdenza complementare, esposte da ascoltati consulenti di Palazzo Chigi, debbo rivalutare il personaggio che ho appena ricordato e, anzi, divenirne convinto seguace. Sulla previdenza complementare, infatti, in Italia, sembrano essere state smarrite le nozioni basilari, anche le più elementari e banali.

* Presidente Assoprevidenza, Associazione Italiana per la Previdenza Complementare.

Mi sento in dovere, dunque, di esordire con una prima ovvietà: i fondi pensione non sono un prodotto finanziario, bensì delle entità giuridiche, variamente strutturate, che attribuiscono prestazioni di carattere previdenziale, a sostegno e integrazione dei trattamenti pensionistici di base. Operando essi in regime tecnico di capitalizzazione, si rivolgono, quali utenti, al mercato finanziario, a cui domandano servizi e prodotti per l'impiego delle proprie riserve. Il ruolo dei fondi, quindi, è innanzitutto sociale: giustapporre le rendite che essi erogano alle pensioni di base, cercando di concorrere ad assicurare un livello di complessiva "adeguatezza" del reddito degli anziani. Si badi che l'inscindibile nesso funzionale tra assegno pensionistico di base e rendita attribuita da un fondo complementare, al fine del conseguimento di un unitario trattamento pensionistico "adeguato" , giusta il disposto dell'art. 38, 2° comma, della Costituzione, fa parte della lettura della materia operata dalla Corte Costituzionale sin dai primi anni '90. Si dovrebbe quindi trattare, per l'Italia, di un dato ordinamentale, di sistema, a dir poco consolidato.

La seconda ovvietà da ricordare è che, in tutti i Paesi dell'Unione – ma il discorso non cambia per la contigua Svizzera – proprio in ragione della funzione pensionistica assolta dai fondi complementari, ma anche per il ruolo giocato, indiretto, ma strategicamente fondamentale, di stabilizzatori dei mercati finanziari, quali investitori istituzionali di lungo periodo, i governi dispiegano la massima cura per favorirne lo sviluppo e la diffusione. Ciò, in primo luogo, attraverso la messa in campo di una fiscalità particolarmente agevolata, avuto specifico riguardo alla cruciale fase di accumulo delle riserve.

In considerazione del fondamentale obiettivo da ultimo richiamato, ovunque, in Europa, trova applicazione il regime tributario che gli addetti ai lavori sono usi sintetizzare nell'acronimo E/E/T: esenzione da imponibilità fiscale per una ragionevole misura di apporti contributivi annualmente destinati a piani di previdenza complementare; esenzione totale da prelievo tributario sui rendimenti tempo per tempo conseguiti dal patrimonio dei fondi pensione; tassazione delle prestazioni pensionistiche in capo al singolo.

Lo schema seguito in Italia, perennemente a caccia di gettito tributario per fronteggiare la mai arrestata voragine del debito pubblico, già all'attualità risulta derogatorio dall'impostazione dell'Unione: modesta esenzione per l'apporto contributivo (poco più di 5.000 euro pro anno, cioè i 10 mln di lire fissati nel lontano 1993); tassazione dei rendimenti – in passato all'11%, ora all'11,50% sul maturato e non già sul realizzato – tassazione di favore delle prestazioni (al momento pressoché inesistenti …), con riconoscimento anche di una sorta di credito d'imposta, consistente nella sottrazione dalla base imponibile dei rendimenti, già sottoposti nel tempo a tassazione.

L'aggravio dell'aliquota al 20% sul maturato prevista dal DDL di stabilità per il 2015 rende addirittura più pesante il prelievo fiscale per i fondi pensione rispetto a un prodotto finanziario, per il quale è prevista l'aliquota del 26% sul

realizzato (la tassazione del 20% sul maturato mediamente equivale a circa il 30% sul realizzato), da un lato depauperando ulteriormente e pesantemente la capacità di accumulo dei fondi, con gravi riflessi riduttivi sull'ammontare delle prestazioni (derivanti dalla conversione in rendita dei montanti individuali) che, in futuro, saranno erogate agli iscritti e, dall'altro, ridimensionando la possibilità di assolvere al ruolo di investitori istituzionali sul mercato finanziario domestico.

Va ancora rilevato come una deroga quantitativamente così onerosa allo schema generale europeo E/E/T, rappresenta un rilevante ostacolo alla portabilità intracomunitaria delle posizioni individuali pensionistico complementari dei lavoratori italiani e, conseguentemente, alla libera circolazione dei nostri lavoratori all'interno della UE. Trasferendo, infatti, la posizione individuale da un fondo domestico a uno europeo, il lavoratore italiano perderebbe tutti i crediti di imposta maturati e incorrerebbe in una doppia tassazione, giacché sarebbe nuovamente tassato *in toto*, all'atto di fruire delle prestazioni, oltretutto di ammontare ridotto dalla precedente tassazione.

La previsione, poi, di dare decorrenza retroattiva al 1° gennaio 2014 alla nuova aliquota di imposizione sui rendimenti appare una tale violazione dei principi generali di affidabilità dell'Ordinamento e, nello specifico, dello Statuto del contribuente, da non necessitare commenti, trattandosi di una forma di iterato mal costume legislativo, la cui negativa valutazione travalica il ristretto recinto previdenziale, fortemente contribuendo anche ad alimentare il giudizio di inaffidabilità del nostro Paese, troppo spesso espresso dagli operatori internazionali.

Evidenzio che le deprecabili novelle legislative prospettate dal DDL di stabilità 2015 intervengono in una situazione del settore che non risulta di per sé esaltante, nonostante che il sistema italiano della previdenza di secondo pilastro presenti un'articolazione di strumenti e di operatori, suscettibile di rispondere a ogni esigenza soggettiva e di determinare una sana ed apprezzabile concorrenza tra forme strutturalmente eterogenee. Pur nella totale omogeneità delle regole, civilistiche e fiscali, sussiste, infatti, una notevole differenza tra strumenti ad adesione collettiva e strumenti ad adesione individuale.

Nel nostro Paese, un piano previdenziale complementare si può realizzare attraverso:

- un fondo pensione di origine collettiva, munito di autonomia soggettiva, con o senza personalità giuridica, sia essa associativa o fondazionale, dedicato ad un determinato e preordinato bacino di utenti potenziali – dagli appartenenti a una categoria ai dipendenti di un'azienda, senza disattendere possibili articolazioni territoriali – secondo le libere determinazioni delle fonti istitutive;
- un fondo aperto, istituito da un operatore del mercato finanziario o

assicurativo, nell'ambito del proprio bilancio, con piena segregazione, rivolto in *incertam personam* e con due possibilità di utilizzo:
a) tramite adesione individuale;
b) tramite adesione collettiva;
- un piano pensionistico assicurativo (PIP), a sottoscrivibilità esclusivamente individuale.

Per tutte le tipologie in precedenza richiamate l'adesione del singolo è sempre e comunque volontaria e va preceduta dalla realizzazione di eguali modalità di informativa, piuttosto articolate, nei riguardi del potenziale aderente.

Per i lavoratori dipendenti l'utilizzo del TFR per la realizzazione di un valido piano di previdenza complementare risulta di vitale importanza e questa circostanza mi impone di spendere su di esso qualche considerazione. In un Paese che, per coprire le eccessive promesse pensionistiche del passato, è costretto a richiedere un altissimo tasso di contribuzione per la previdenza di base, il TFR – cioè circa 7 punti percentuali di contribuzione all'anno – è l'imprescindibile zoccolo di alimentazione della previdenza complementare. Il TFR, con l'aggiunta di anche solo 3 punti di ulteriore contribuzione, ripartiti tra datore di lavoro e dipendente, consente di raggiungere quella soglia minima del 10% di apporti contributivi annui, imprescindibile per realizzare un piano pensionistico di qualche effettiva efficacia economica e, quindi, realmente efficace. Al di là di sofisticate elaborazioni – chi vi parla è un badilante della materia previdenziale – l'esperienza di circa cinque lustri di attività di Assoprevidenza mi consente di far riferimento ad un parametro pratico – che trova costante conferma - e di dire che un piano pensionistico di durata quarantennale, per soggetti con carriere lavorative non napoleoniche, consente di conseguire un trattamento complementare con un tasso di sostituzione ragguagliabile allo 0,50% dell'ultima retribuzione per ciascun anno di partecipazione al piano medesimo: quindi, per il periodo considerato, un tasso di sostituzione del 20%, certamente funzionale, se sommato all'assegno di base, a rendere adeguato il complessivo trattamento di quiescenza. Si badi che per durate del piano previdenziale inferiori ai 40 anni, il tasso di sostituzione dello 0,50% scende vorticosamente di valore, a dolorosa dimostrazione della gravità sociale di qualsivoglia forma di erosione della forza dell'accumulo, vuoi per ritardata adesione al piano pensionistico di secondo pilastro, vuoi per miope rapacità tributaria del principe, sui rendimenti annualmente conseguiti.

Consideriamo ora qualche elemento quantitativo.

Facendo rinvio ai dati statistici analitici, forniti dalla COVIP e posti in allegato al mio intervento, mi limito a ricordare che al 30 settembre scorso si contavano quasi 6,5 milioni di aderenti a piani pensionistici complementari, con un accumulo di riserve prossimo ai 124 miliardi di euro. Tra gli aderenti mancano largamente all'appello i giovani e, in generale, le donne. Nel pubblico

impiego la partecipazione rappresenta un dato insignificante. Gli iscritti ai fondi negoziali sono meno di 1,950 milioni, in costante lieve diminuzione nel 2012 e 2013, con accumulo di riserve per 34,5 miliardi; gli iscritti ai fondi preesistenti, sono circa 654 mila (dato sostanzialmente stabile), con riserve accantonate per oltre 50,4 miliardi; i partecipanti a piani previdenziali offerti da fondi aperti sono più di 1 milione (in costante forte crescita negli ultimi anni), con riserve per più di 13,3 miliardi e i sottoscrittori di polizze previdenziali individuali sono circa 2,843 milioni (in crescita esponenziale nell'ultimo biennio), con riserve per circa 21,6 miliardi.

Francamente non reputo che il grande incremento dei piani previdenziali offerti da banche e, soprattutto, da assicurazioni, sia indice di una pari, poderosa crescita di cultura previdenziale, bensì sia frutto della capacità e determinazione delle reti di vendita assicurative e creditizie. Le reti, a dire il vero, per lo più "piazzano" PIP e fondi aperti ad adesione individuale alla stregua, rispettivamente, di un mero prodotto assicurativo – una polizza vita di capitalizzazione con il beneficio della deducibilità fiscale del premio, sia pure nella già ricordata modesta misura di poco superiore ai 5.000 euro l'anno – e di un mero prodotto di risparmio – una sorta di fondo comune di investimento mobiliare, a versamento periodico, con incorporato il beneficio della deducibilità fiscale dell'apporto economico, nei limiti dei suddetti 5.000 euro e spiccioli –. Rilevo che, stando ad alcune valutazioni empiriche, non sembra molto diversa neppure la percezione degli utenti, sottoscrittori o aderenti, per i quali, nonostante la copiosa documentazione messa loro preventivamente a disposizione, si può ampiamente dubitare sottoscrivano PIP e aderiscano a fondi aperti con una consapevolezza che vada al di là, nella migliore delle ipotesi, di una vaga finalità previdenziale.

Quanto detto da ultimo, non impedisce di affermare che quella dei PIP e, sia pure in misura minore, delle adesioni individuali ai fondi aperti, negli ultimi anni, sia stata una storia di successo, anzi la sola storia di relativo maggior successo del comparto. Ne è derivato, comunque, un complessivo arricchimento dell'accumulo di risparmio previdenziale del Paese e questa circostanza mi sembra "oggettivamente"– come si sarebbe detto con linguaggio vetero-marxiano – un dato positivo.

Circa i rendimenti – lo segnalo per inciso – l'andamento è da sempre più che soddisfacente: il *benchmark* implicito al settore, la rivalutazione legale del TFR, è largamente battuto in via generale e addirittura surclassato, da parte dei comparti di alcuni fondi.

È singolare rilevare – ma si tratta di una notazione di colore o poco più – come, a dispetto della precedentemente evidenziata perdurante modestia del numero di adesioni, la previdenza complementare in Italia vanti, tuttavia, origini storiche remote, affatto sconosciute a molti altri paesi dell'Unione. Vi sono fondi, tuttora operanti, dotati di solidi patrimoni, istituiti nei primi

decenni dell'ottocento, i quali hanno saputo sapientemente adattare, nel tempo, la loro attività all'evolversi della situazione istituzionale, economica e sociale del Paese.

La percezione del ruolo chiave della previdenza di secondo pilastro, nel contesto dell'assetto pensionistico complessivo, va fatta tuttavia risalire al 1990, allorquando, in assenza ancora di una disciplina organica della materia, ma conscio delle crescenti difficoltà prospettiche della previdenza di base, Pasquale Sandulli realizzò, in sede scientifica, una magistrale ricostruzione tecnica dell'istituto giuridico. Come già ho ricordato, anche la Corte Costituzionale, con una prima fondamentale sentenza del 1990, che ebbe come estensore un maestro del diritto del Lavoro, quale fu Luigi Mengoni, affrontò con estrema sensibilità sociale e lucidità giuridica il tema.

La "moderna" previdenza complementare si è realizzata negli ultimi 25 anni. La gravissima e quasi esiziale crisi economica del Paese nel 1992 impose, infatti, al Governo Amato una riconsiderazione del ruolo delle pensioni pubbliche, manovra che fu la diretta motivazione per giungere all'emanazione, nell'aprile del '93, della prima normativa sistematica sulla previdenza complementare – a capitalizzazione e in regime tecnico di contribuzione definita – divenuta ormai, anche nella percezione del legislatore del tempo, componente organica dei trattamenti pensionistici futuri.

La nuova riforma previdenziale Dini/Treu del 1995, di carattere strutturale, gettò solide fondamenta per la sostenibilità, nel lungo periodo, del sistema pensionistico di base – tutti gli interventi di riforma successivi, anche i più aspramente discussi nell'agone politico, sono stati solamente manutentivi dell'assetto ordinamentale del '95 – e rese ancor più essenziale il ruolo della "pensione privata", il cui assetto normativo fu rivisitato, da ultimo, nel 2005.

La più che stilizzata ricostruzione delle vicende normative che precede, non solo pecca di palese grossolanità ma non dà conto delle infinite polemiche ideologiche che hanno accompagnato tanto gli interventi sulla previdenza di base quanto – e forse ancor maggiormente – il formarsi della disciplina della complementare.

A ben vedere, va ricondotta proprio ad una componente ideologica una delle cause del modesto sviluppo operativo fatto segnare dal comparto. La più volte ricordata prima normativa organica in tema di previdenza complementare – legge delega 23 ottobre 1992, n. 421 e decreto delegato 21 aprile 1993, n. 124, – fu realizzata in un clima di accesi contrasti, con una larga componente del mondo della sinistra politica e sindacale fieramente avversa ai piani di previdenza privata in capitalizzazione, nell'erronea convinzione – erronea a mio modo di vedere, ovviamente – che la difesa del sistema pubblico a ripartizione passasse per la demonizzazione dei fondi pensione. Nell'infuriare della polemica si cercò un approdo normativo di compromesso. Ne è scaturito, così, un assetto ordinamentale – riconfermato in toto nel 2005 dal d.lgs. 5 dicembre, n. 252 – per

molti aspetti curioso, ove una fortissima enfatizzazione del momento collettivo per la costituzione del soggetto fondo pensione, del veicolo previdenziale, cede poi il passo alla non meno enfatizzata necessità di una specifica manifestazione di volontà del singolo lavoratore per aderirvi, per salire sul veicolo.

È appena il caso di sottolineare come un approccio siffatto presupporrebbe una diffusa conoscenza e cultura previdenziale, tema ancor più complesso e articolato rispetto a quello, di per sé già ostico, della cultura finanziaria. Certamente, la mancata percezione dei bisogni pensionistici è, all'attualità, la principale motivazione dello stentata crescita della previdenza di secondo pilastro. Di questa situazione di vuoto conoscitivo un'ampia responsabilità va ascritta alla mancata realizzazione di un trasparente meccanismo di informativa del singolo cittadino circa i livelli delle prestazioni pensionistiche di base, potenzialmente a lui attribuibili. Si tratta della ben nota questione della mancata realizzazione e diffusione della cosiddetta "busta arancione", cioè di una capillare modalità di informativa pensionistica al cittadino, convenzionalmente così denominata sulla scorta della consolidata e ormai storica esperienza svedese. A ben vedere, dopo venti anni dall'introduzione del metodo di calcolo contributivo degli assegni pensionistici e di mere chiacchiere sulla busta arancione, va osservato che essa, ormai, può agevolmente diventare la "sezione arancione" del sito istituzionale dell'INPS, a cui il singolo possa agevolmente accedere, per trarre la proiezione della propria situazione pensionistica prospettica. Va da sé, che la reale funzione informativa del sito in tanto opererà, in quanto le proiezioni sul futuro saranno condotte assumendo ipotesi di sviluppo economico di lungo periodo prudenziali e non eccessivamente ottimistiche, come talora accade, invece, di riscontrare in documenti rilasciati dall'INPS.

Fatta salva l'imprescindibile necessità di realizzare, quanto prima, una capillare e corretta informativa circa le prospettive pensionistiche di ciascun cittadino, debbo tuttavia evidenziare di essere scettico sulla circostanza che dall'operazione "busta arancione" possa scaturire una poderosa spinta per la crescita della previdenza complementare. Malauguratamente, i processi informativi si trasformano in cultura metabolizzata e in consapevolezza assai lentamente e per la previdenza di secondo pilastro in capitalizzazione il fattore tempo è una variabile centrale, al fine di pervenire ad un risultato efficace.

La tematica da ultimo toccata mi induce a svolgere rapidamente talune considerazioni circa lo stato della previdenza complementare nei paesi dell'Unione, per focalizzare poi l'attenzione sulla realtà del Regno Unito, la cui peculiare esperienza degli ultimi anni appare di grande interesse per l'Italia.

Anche per la situazione dei maggiori paesi europei faccio rinvio ai dati analitici di fonte OCSE – Pension Outlook 2012 – , comprensivi anche di Svizzera e Stati Uniti, riassunti in alcune tavole rielaborate dagli Uffici di Assoprevidenza, poste in allegato al mio intervento. Mi limito a richiamare l'attenzione sulla circostanza che, tralasciando il caso Olanda, ove l'adesione a

piani di previdenza complementare – in regime tecnico di prestazione definita – è obbligatoria *ex lege*, non pochi paesi, attraverso formule che mischiano semi obbligatorietà e volontarietà di partecipazione a piani collettivi o individuali raggiungono l'obiettivo, esplicitamente perseguito come scelta di assetto del welfare nazionale, di elevatissimi tassi di diffusione delle coperture pensionistiche di secondo pilastro.

Va da sé che l'Italia è il fanalino di coda della classifica (siamo correttamente accreditati di un tasso di copertura previdenziale complementare inferiore al 14% della popolazione in età lavorativa), ma, come dicevo poco fa, mi preme accendere un faro sulla situazione del Regno Unito, cioè di un Paese con assegni pensionistici di base connotati da un modesto tasso di sostituzione rispetto ai redditi lavorativi, accreditato di un accettabile tasso di diffusione di cultura finanziaria e con variegate esperienze tipologiche di previdenza complementare, assai risalenti nel tempo.

In Gran Bretagna il tasso di penetrazione della previdenza complementare sfiora il cinquanta per cento. Questo andamento, sostanzialmente costante da anni e connotato da disomogeneità, soprattutto in ragione delle dimensioni delle imprese di appartenenza, è stato considerato un serio problema sociale dal Governo britannico, correttamente preoccupato del rischio di indigenza di numerosi pensionati futuri (forse in Italia il Governo spera in qualche miracolo ...). Secondo la migliore tradizione di oltre Manica, nei primi anni 2000 fu insediato un apposito gruppo di tecnici qualificati, con il mandato di individuare nuove modalità per attivare un processo di sviluppo capillare della previdenza complementare nel paese. Il gruppo di studio, noto come Commissione Turner, dal nome del suo Presidente, elaborò uno specifico piano di intervento fondato su ipotesi di adesione semi automatica alla previdenza di secondo pilastro. Le indicazioni dei tecnici furono puntualmente trasfuse in norme di legge nel 2008. La nuova disciplina ha trovato prima applicazione dal 2012, secondo un piano di segmentazione dimensionale delle imprese, di seguito precisato. I lavoratori dai 22 anni di età sino all'età di pensionamento, non ancora coperti da un piano di previdenza complementare, con un reddito annuo di almeno 8105 sterline – circa 10.000 euro – sono automaticamente iscritti al proprio fondo di riferimento, se esistente e conforme alla legge, ovvero, in difetto, a una nuova forma gestita dallo stato, operante in regime tecnico di contribuzione definita e capitalizzazione individuale, denominata National Employement Savings Trust. Il livello contributivo minimo è del 9%: 4% a carico del dipendente, 3% a carico del datore, 1% a carico della finanza pubblica, in forma di agevolazioni fiscali. Il singolo lavoratore ha facoltà di rifiutare la copertura complementare entro trenta giorni dall'intervenuta iscrizione, ma ogni tre anni il meccanismo dell'adesione automatica si ripete, nell'auspicio che, nel frattempo, egli abbia acquisito la consapevolezza delle proprie necessità pensionistiche. L'intervento di cui trattasi è in corso di attuazione, secondo la segmentazione dimensionale

delle imprese e le cadenze temporali previste dalla legge:

- imprese da 250 dipendenti in su: 1° ottobre 2012/1° febbraio 2014;
- imprese da 50 a 249 dipendenti: 1°marzo 2014/1° maggio 2015;
- imprese con meno di 50 dipendenti: 1° agosto 2015/1°aprile 2017;
- nuove imprese costituite tra il 1°aprile 2012 e il 30 settembre 2017: 1°maggio 2017/1°febbraio 2018.

Tornando all'Italia, dove il tasso di adesione alla previdenza complementare è assai meno di un terzo di quello del Regno Unito, escludendo interventi normativi – la cui difficoltà di realizzazione rappresenta uno dei tanti problemi del nostro Paese – giudico comunque praticabile porre in essere un meccanismo sostanzialmente non dissimile da quello individuato dalla Commissione Turner.

Rubo ancora cinque minuti di attenzione per ritornare al precedentemente ricordato requisito di volontarietà da parte del lavoratore, previsto dalla normativa di settore per aderire a piani di previdenza complementare. Reputo indispensabile reinterpretare le modalità di espressione della volontarietà – e la preposta Commissione di Vigilanza ha pieno titolo per farlo, tutt'al più sentito il Ministero del Lavoro – recuperando positive prassi di un ormai lontano passato. In altre parole, reputo tecnicamente conforme alla vigente disciplina di settore ipotizzare che una fonte collettiva disponga l'adesione di un bacino di lavoratori ad un fondo pensione – con conferimento del TFR e una contribuzione datoriale e del singolo – con facoltà di ciascun dipendente interessato, reso formalmente e puntualmente edotto dell'avvenuta iscrizione e delle inerenti modalità di realizzazione del piano pensionistico, di rinunciarvi entro un determinato termine. Sono fermamente convinto che solo così agendo si potrà addivenire, anche nel nostro Paese, a un ragionevole tasso di diffusione delle coperture pensionistiche di secondo pilastro.

Va da sé che quanto da ultimo ipotizzato in tanto si può realizzare con apprezzabili prospettive di successo, in quanto vi sia un accettabile contesto di *favor* per il comparto e, quindi, di doveroso riconoscimento dell'importanza sociale ed economica della previdenza complementare. Sul punto, in questo momento, non mi sento di esprimere ottimismo.

Il nostro convegno ha l'onore di essere coordinato da un Accademico dei Lincei: temo che a Roma, in ambito governativo, all'attualità, Federico Cesi non sia tenuto in grande considerazione. Valutato il livello di *visus* prevalente in tema di previdenza complementare direi che l'animale di riferimento non sembra essere la lince ma la talpa…

ALLEGATI

COVIP
COMMISSIONE DI VIGILANZA SUI FONDI PENSIONE

LA PREVIDENZA COMPLEMENTARE
PRINCIPALI DATI STATISTICI

TERZO TRIMESTRE 2014

OTTOBRE 2014

FONDAZIONE CESIFIN ALBERTO PREDIERI
centro per lo studio delle istituzioni finanziarie
promosso dall'ente cassa di risparmio di firenze

Tav. 1

La previdenza complementare in Italia. Adesioni.
(dati di fine periodo; dati provvisori per il 2014)

	Set 2014(1)	Giu 2014(1)	Mar 2014(1)	Dic 2013	var.% Set14/ Dic13
Fondi pensione negoziali	1.947.363	1.950.644	1.952.656	1.950.552	-0,2
di cui: LDSP	*1.776.698*	*1.781.458*	*1.786.403*	*1.789.395*	*-0,7*
Fondi pensione aperti	1.032.737	1.018.740	1.002.604	984.584	4,9
di cui: LDSP(2)	*471.172*	*465.362*	*459.124*	*455.802*	*3,4*
PIP "nuovi"	2.338.681	2.282.032	2.209.050	2.134.038	9,6
di cui: LDSP(2)	*1.436.926*	*1.400.182*	*1.355.256*	*1.310.404*	*9,7*
PIP "vecchi"	505.000	505.000	505.000	505.110	
di cui: LDSP(2)	*171.000*	*171.000*	*171.000*	*171.974*	
Fondi pensione preesistenti	654.000	654.000	654.000	654.627	
di cui: LDSP	*627.000*	*627.000*	*627.000*	*627.773*	
Totale iscritti(3)	**6.452.471**	**6.385.237**	**6.298.173**	**6.203.763**	**4,0**
di cui: LDSP(3)	*4.483.256*	*4.445.593*	*4.399.416*	*4.355.970*	*2,9*

LDSP: lavoratori dipendenti del settore privato

(1) Per i PIP "vecchi" e i fondi pensione preesistenti non si dispone di rilevazioni in corso d'anno. I dati indicati sono basati su quelli della fine dell'anno precedente.

(2) Si è ipotizzato che tutti gli aderenti lavoratori dipendenti facciano riferimento al settore privato.

(3) Nel totale si include FONDINPS. Sono inoltre escluse le duplicazioni dovute agli iscritti che aderiscono contemporaneamente a PIP "vecchi" e "nuovi": a fine 2013 circa 62.000 individui, di cui 36.000 lavoratori dipendenti.

Tav. 2

La previdenza complementare in Italia. Risorse destinate alle prestazioni.(1)
(dati di fine periodo; dati provvisori per il 2014; importi in milioni di euro)

	Set 2014(2)	Giu 2014(2)	Mar 2014(2)	Dic 2013	var. % Set14/ Dic13
Fondi pensione negoziali	38.609	37.247	35.931	34.504	11,9
Fondi pensione aperti	13.314	12.908	12.432	11.990	11,0
PIP "nuovi"	15.062	14.392	13.678	13.014	15,7
PIP "vecchi"	6.500	6.500	6.500	6.499	
Fondi pensione preesistenti	50.380	50.380	50.380	50.376	
Totale Risorse D.P.(3)	**123.929**	**121.490**	**118.982**	**116.443**	**6,4**

(1) Le risorse complessivamente destinate alle prestazioni comprendono: l'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) per i fondi negoziali e aperti e per i fondi preesistenti dotati di soggettività giuridica; i patrimoni di destinazione ovvero le riserve matematiche per i fondi preesistenti privi di soggettività giuridica; le riserve matematiche costituite a favore degli iscritti presso le imprese di assicurazione per i fondi preesistenti gestiti tramite polizze assicurative; le riserve matematiche per i PIP di tipo tradizionale e il valore delle quote in essere per i PIP di tipo *unit linked*.

(2) Per i PIP "vecchi" e i fondi pensione preesistenti non si dispone di rilevazioni in corso d'anno. I dati sono pertanto basati su quelli della fine dell'anno precedente. Per i PIP "nuovi" i dati del 2014 delle gestioni separate (ramo I) sono stimati.

(3) Nel totale si include FONDINPS.

Tav. 3

Forme pensionistiche complementari. Rendimenti.
(dati provvisori per il 2014; valori percentuali)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Dic2013-Set2014
Fondi pensione negoziali	**3,8**	**2,1**	**-6,3**	**8,5**	**3,0**	**0,1**	**8,2**	**5,4**	**5,8**
Fondi monocomparto[1]	*3,7*	*1,4*	-	-	-	-	-	-	-
Fondi multicomparto									
Garantito[2]	-	-	*3,1*	*4,6*	*0,2*	*-0,5*	*7,7*	*3,1*	*4,5*
Obbligazionario puro	*2,6*	*2,2*	*1,6*	*2,9*	*0,4*	*1,7*	*3,0*	*1,2*	*1,1*
Obbligazionario misto	*2,7*	*2,1*	*-3,9*	*8,1*	*3,6*	*1,1*	*8,1*	*5,0*	*6,4*
Bilanciato	*5,6*	*2,4*	*-9,4*	*10,4*	*3,6*	*-0,6*	*9,2*	*6,6*	*6,6*
Azionario	*8,2*	*1,3*	*-24,5*	*16,1*	*6,2*	*-3,0*	*11,4*	*12,8*	*7,5*
Fondi pensione aperti	**2,4**	**-0,4**	**-14,0**	**11,3**	**4,2**	**-2,4**	**9,1**	**8,1**	**5,9**
Garantito[2]	*1,0*	*1,9*	*1,9*	*4,8*	*0,7*	*-0,3*	*6,6*	*2,0*	*3,7*
Obbligazionario puro	*-0,2*	*1,6*	*4,9*	*4,0*	*1,0*	*1,0*	*6,4*	*0,8*	*5,6*
Obbligazionario misto	*1,0*	*0,3*	*-2,2*	*6,7*	*2,6*	*0,4*	*8,0*	*3,6*	*6,3*
Bilanciato	*2,4*	*-0,3*	*-14,1*	*12,5*	*4,7*	*-2,3*	*10,0*	*8,3*	*6,8*
Azionario	*3,7*	*-1,6*	*-27,6*	*17,7*	*7,2*	*-5,3*	*10,8*	*16,0*	*6,5*
PIP "nuovi"									
Gestioni separate[3]			**3,5**	**3,5**	**3,8**	**3,5**	**3,8**	**3,6**	-
Unit Linked			**-24,9**	**16,3**	**5,2**	**-5,7**	**8,9**	**12,2**	**5,1**
Obbligazionario			*2,7*	*4,1*	*0,7*	*0,9*	*5,3*	*-0,4*	*2,7*
Bilanciato			*-9,3*	*8,8*	*2,8*	*-4,0*	*7,4*	*6,6*	*5,3*
Azionario			*-36,5*	*23,1*	*7,5*	*-8,8*	*10,8*	*19,3*	*5,8*
Per memoria:									
Rivalutazione del TFR[4]	2,4	3,1	2,7	2,0	2,6	3,5	2,9	1,7	1,0

(1) A partire dal 2008, i fondi pensione negoziali che sono rimasti monocomparto vengono considerati insieme ai fondi multicomparto.

(2) I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il valore della garanzia.

(3) Il rendimento aggregato è calcolato come media dei rendimenti delle singole gestioni ponderati per l'ammontare di risorse gestite. I dati riferiti al 2014 non sono ancora disponibili.

(4) Tasso di rivalutazione al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 1° gennaio 2001.

FONDAZIONE CESIFIN ALBERTO PREDIERI
centro per lo studio delle istituzioni finanziarie promosso dall'ente cassa di risparmio di firenze

assoprevidenza

Sergio Corbello

Situazione e prospettive dei fondi pensione in Italia e in Europa

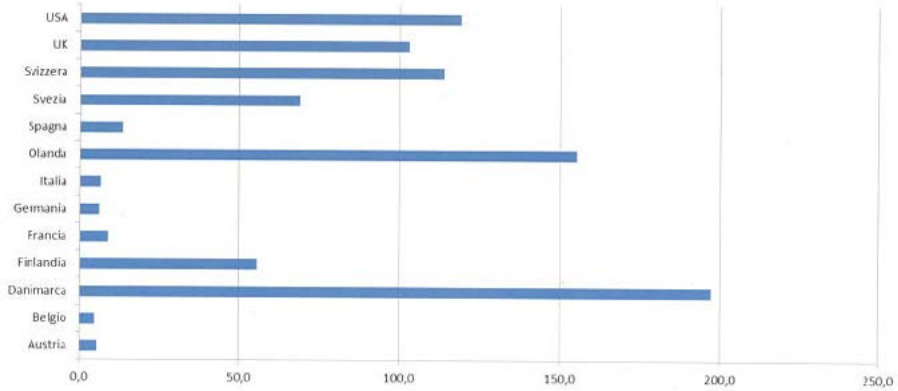
Febaf – Convegno di studi
Il modello italiano di intermediazione finanziaria specificità, eredità e futuro
Firenze, 28 novembre 2014

Previdenza complementare - Tasso di copertura (in % della popolazione in età lavorativa)

Paese	Adesione obbligatoria/quasi obbligatoria	Adesione volontaria Collettivi	Adesione volontaria Individuali
Austria	Nd	12,3	25,7
Belgio	Nd	42,3	…
Danimarca	83,8	Nd	23,6
Finlandia	75,5	7,4	21,3
Francia	Nd	17,3	5,3
Germania	Nd	22,5	36,9
Italia	Nd	7,6	6,2
Spagna	Nd	3,3	15,7
Svezia	100	Nd	27,6
Svizzera	70.1	0,2	…
UK	Nd	30,0	11,1
USA	Nd	41,6	22,0

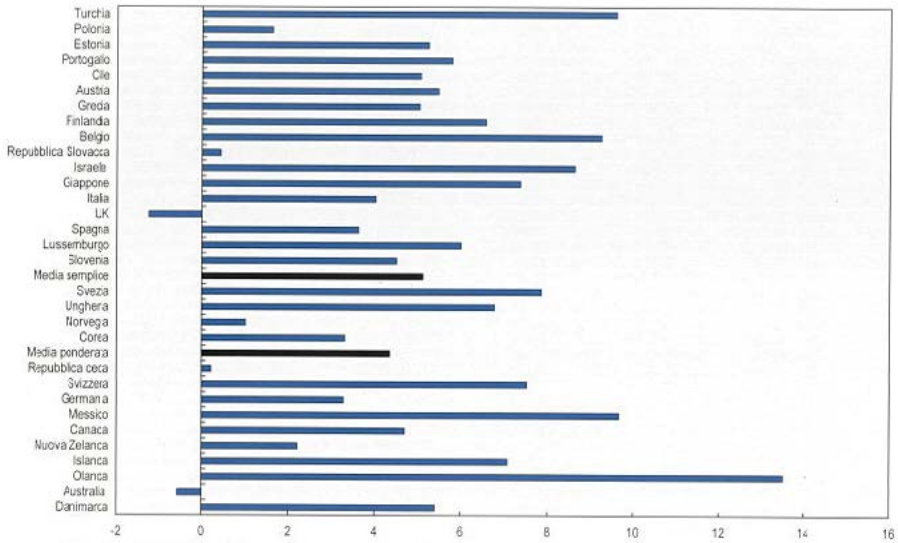
Fonte: OCSE – Pension Outlook 2012

Patrimonio delle forme di previdenza complementare - Anno 2012 (% PIL)



Fonte: OCSE – Pensions market focus - 2013

Tasso netto di rendimento degli investimenti dei fondi pensione - Anno 2012



Fonte: OCSE – Pensions market focus - 2013

L'INNOVAZIONE FINANZIARIA TRA CRISI E RIPRESA

Giuseppe Zadra[*]

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. La situazione del sistema bancario italiano nell'attuale contesto europeo. - 2.1. Livello di cartolarizzazione. - 2.2. Composizione dell'attivo. - 2.3. Composizione della attività finanziarie. - 2.4. Il ruolo (limitato) dei derivati. - 3. La strada dei *bonds*. - 4. I limiti della *securtitization*. - 5. La strada della cartolarizzazione.

1. Introduzione

L'argomento che mi è stato assegnato, nell'ambito del convegno dedicato all'evoluzione del modello italiano di intermediazione finanziaria, mi induce a tornare al 2007 quando, in occasione degli incontri sulla situazione della Piazza Finanziaria Italiana, organizzati presso il Ministero del Tesoro, cercammo di illustrare il posizionamento relativo all'industria finanziaria italiana rispetto alle concorrenti europee. Fu utile, a quel tempo, ricordare le grandi trasformazioni realizzate dal sistema finanziario nel dopoguerra.

La storia del sistema finanziario italiano, a partire dal dopoguerra, è stata una storia in cui i mercati hanno sempre avuto un ruolo molto marginale. È stata una storia contrassegnata dal dominio delle banche commerciali, per lungo tempo sotto il controllo pubblico e da esigenze pressanti di finanziamento del debito pubblico che hanno condizionato profondamente il funzionamento dei circuiti finanziari.

Dagli anni ottanta, ma soprattutto a partire dall'inizio degli anni '90, si è avviato un processo di cambiamento graduale che ha portato ad una metamorfosi profonda nelle scelte di risparmio delle famiglie, nel finanziamento delle imprese, nel ruolo degli intermediari creditizi e finanziari.

Nell'ultimo decennio, e in particolare dall'entrata in vigore del Testo unico della finanza nel 1998, sono stati fatti molti passi avanti, ma perdurano fattori di debolezza strutturali, retaggio di una storia che, come detto, ancora condiziona profondamente gli assetti attuali del nostro mercato.

Negli anni '90, le privatizzazioni delle grandi imprese pubbliche hanno dato forse uno dei contributi più importanti allo sviluppo del mercato azionario italiano. Si è affermata una cultura finanziaria più orientata alla trasparenza

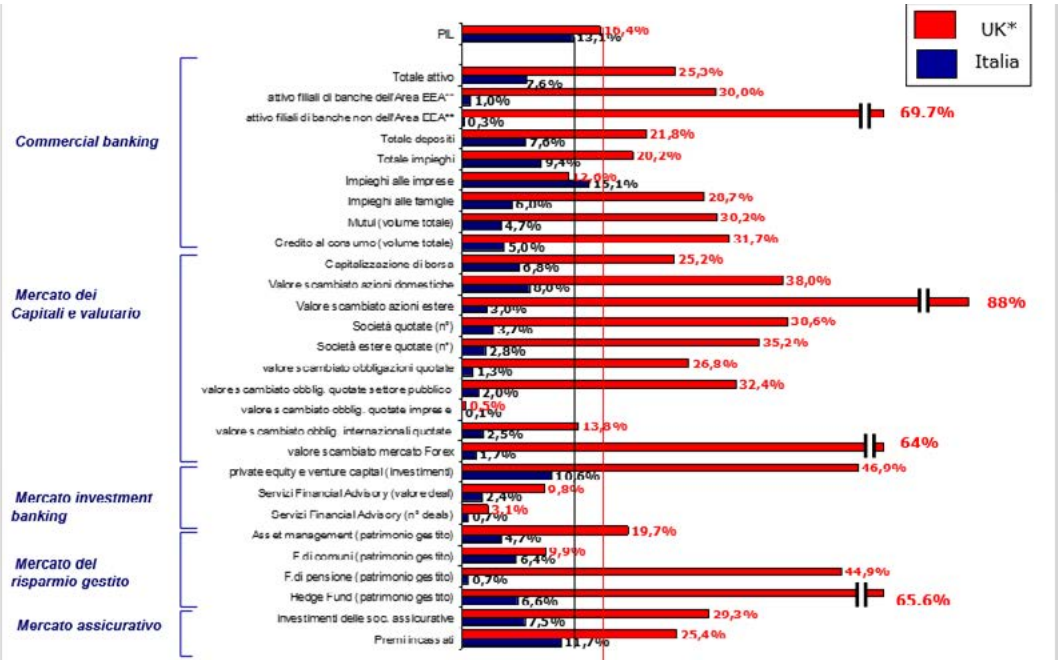
[*] Segretario Generale della Fondazione Luigi Einaudi di Torino (fino alla scomparsa, settembre 2015).

e allo scrutinio incisivo delle decisioni imprenditoriali da parte degli operatori. Sono aumentati i possessori di azioni e si è diffusa la "cultura" dell'investimento azionario fra le famiglie e gli investitori professionali. Le privatizzazioni hanno poi contribuito ad aumentare notevolmente il flottante e quindi il volume degli scambi, portando allo sviluppo di un mercato più liquido. È aumentata inoltre la dimensione e la rappresentatività del listino.

Altri fattori, pure altrettanto importanti, quali l'introduzione dell'euro, la discesa dei tassi di interesse e il processo di risanamento della finanza pubblica, hanno sollecitato importanti cambiamenti nei comportamenti delle famiglie, delle imprese e delle banche.

Tali trasformazioni, non di meno, ci vedevano in grande inferiorità rispetto al sistema finanziario inglese.

Figura 1. - *Quote di mercato del sistema finanziario italiano ed inglese sul mercato della UE 25 per segmento di* business *della Piazza Finanziaria (dati al 31 dicembre 2005; in % del totale EU25)*



Fonte: ABI, *Rapporto sul sistema bancario europeo*, settembre 2014.

2. La situazione del sistema bancario italiano nell'attuale contesto europeo

2.1. Livello di capitalizzazione

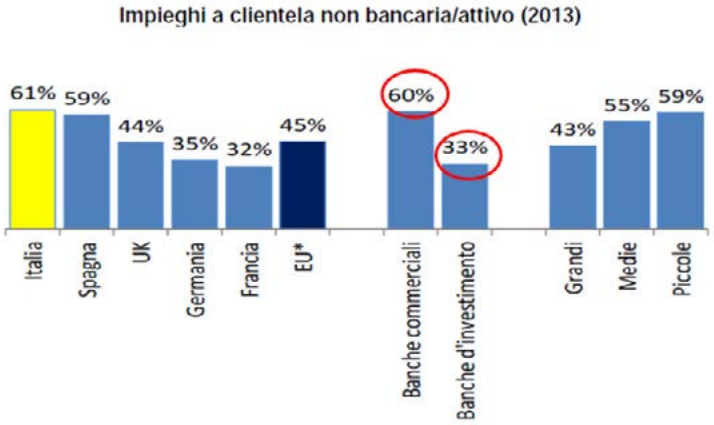
I risultati da poco resi pubblici dalla BCE sull'Asset Quality Review (AQR) sono importanti per quanto riguarda la patrimonializzazione delle nostre banche. A prescindere dalle polemiche sull'opportunità di evidenziare la situazione al 31 dicembre 2013 anziché quella successiva agli aggiustamenti praticati nel 2014, rimane il fatto che "solo" due banche italiane risultano avere un leggero surplus di mezzi propri regolamentari.

Ai nostri fini il fatto va letto come un allarme: allo stato attuale, la capitalizzazione del sistema bancario italiano non è in grado di aumentare significativamente i prestiti perché non dispone di mezzi propri da mettervi a fronte. L'argomento oggi non è bruciante perché da parte delle imprese non emerge una vivace domanda di credito; ma se mai si preannunciasse la sospirata ripresa con la sua conseguente domanda di credito, dove troveremo i mezzi propri necessari per mantenere il livello di capitalizzazione richiesto? Si noti che non è un problema di liquidità e cioè di raccolta, visto che la BCE si accinge a fornirne in abbondanza e a condizioni estremamente convenienti ma, è un problema di "capitale", di "mezzi propri" che secondo la BCE oggi sono appena sufficienti a sostenere gli attivi bancari in essere (oltretutto notevolmente appesantiti in termini di RWA in conseguenza all'enorme quantità di crediti in sofferenza o di dubbia qualità).

2.2. Composizione dell'attivo

Ci si domanda se questa circostanza sia caratteristica del sistema bancario europeo o se rappresenti una tipicità delle banche italiane. In effetti, i seguenti dati possono indurre a pensare che l'attivo delle banche italiane rispetto a quelle dei principali Paesi europei è sbilanciato sugli impieghi a clientela, visto che è composto da impieghi a clientela non bancaria per oltre il 61%, contro una media EU del 45% e solo del 35% e 32%, rispettivamente, per Germania e Francia.

Figura 2. - *Il peso dei prestiti a clientela*



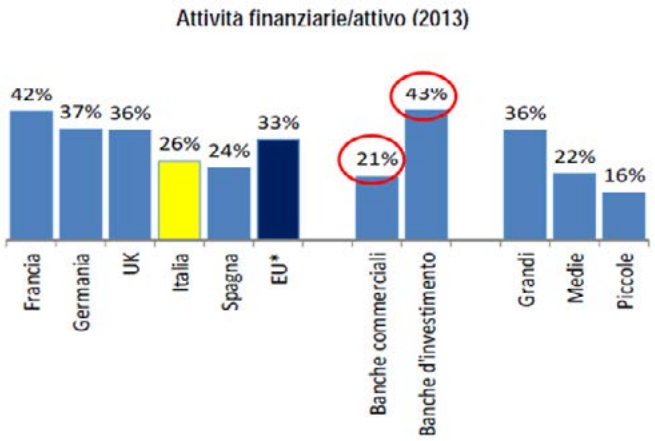
Fonte: ABI, *Rapporto sul sistema bancario europeo*, settembre 2014.

Ed, inoltre, ci induce a pensare che il nostro sistema risenta, sotto questo punto di vista, del fatto di non avere nel suo ambito grandi banche d'investimento, intendendosi (sempre secondo il citato rapporto) quelle banche universali che dispongono di significativi attivi e ricavi "non" derivanti dalla sola attività di prestito.

La stessa informazione ci viene confermata dalla Figura 3 che evidenzia come le "attività" finanziarie di mercato (e quindi titoli e derivati), rappresentino una parte ridotta dell'attivo rispetto alle banche degli altri Paesi del confronto (26% contro il 42% e 37%).

A questo proposito è utile ricordare che, ai sensi della regolamentazione, le attività finanziarie assorbano complessivamente meno capitale dei prestiti.

Figura 3. - *Il peso delle attività finanziarie*

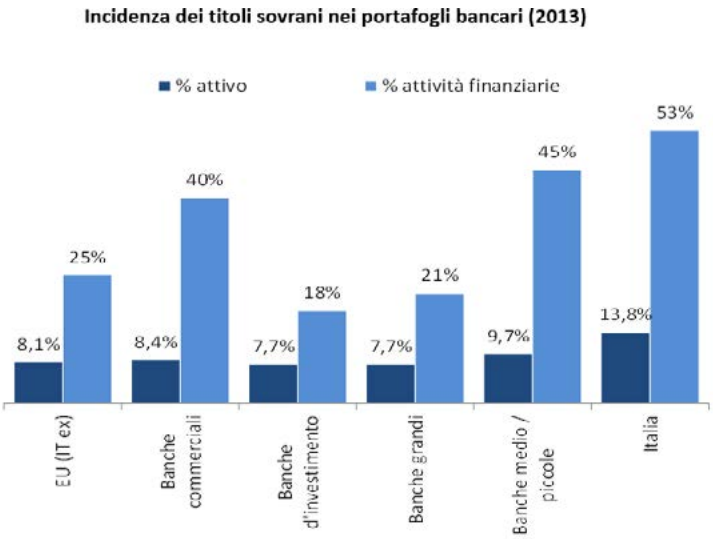


Fonte: ABI, *Rapporto sul sistema bancario europeo*, settembre 2014.

2.3. Composizione delle attività finanziarie

Possiamo, inoltre, cercare di capire di che tipologia siano le "attività finanziarie di mercato" delle banche italiane rispetto a quelle europee.

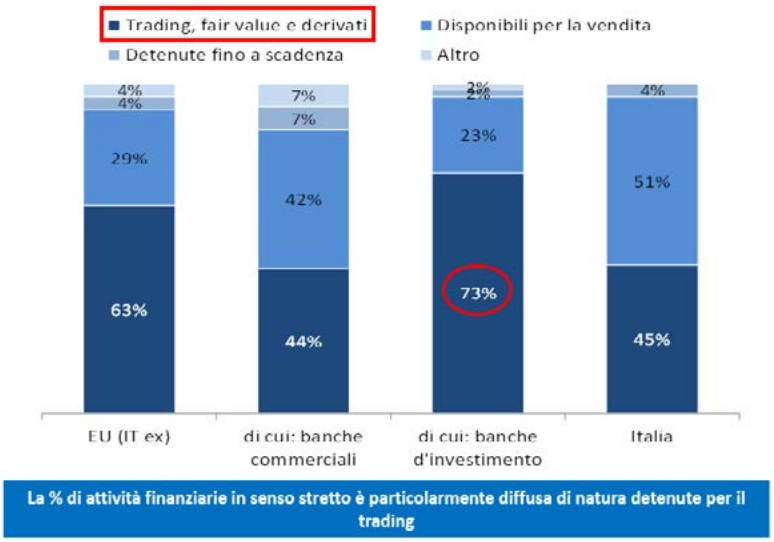
Figura 4. - *Il peso dei titoli di Stato*



Fonte: ABI, *Rapporto sul sistema bancario europeo*, settembre 2014.

Risulta evidente che nell'ambito delle attività finanziarie di mercato le banche italiane investono principalmente in titoli di stato (53% del totale contro una media europea del 25%) e meno in titoli al *fair value* e soprattutto derivati (v. Figura 5).

Figura 5. - *Il peso degli altri strumenti derivati*



Fonte: ABI, *Rapporto sul sistema bancario europeo*, settembre 2014.

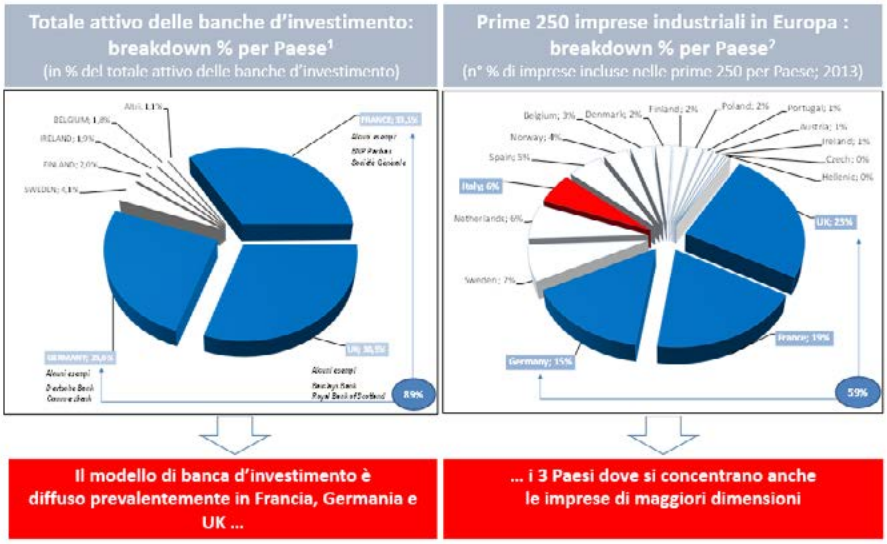
2.3. Il ruolo (limitato) dei derivati

A questo punto sembra necessario chiedersi perché in Italia l'attività in derivati sia sostanzialmente minore di quella europea (45% contro il 63%).

Qui, a mio avviso, è necessario chiamare in causa la relazione fra la struttura del sistema industriale e quella del sistema finanziario italiano.

Con una semplice e forse troppa disinvolta osservazione, si può leggere la seguente Figura 6 come l'evidenzia di una relazione fra l'esistenza di un sufficiente numero di grandi imprese e lo sviluppo e la presenza di grandi banche d'investimento (nel senso europeo di *corporate banking*). Pare, infatti, ragionevole che ci sia una "domanda evoluta di servizi finanziari innovativi" (ovviamente espressa principalmente "delle grandi imprese" attive su scala internazionale) che spinge le banche a sviluppare la qualità, la sofisticazione e la natura dei propri servizi.

Figura 6. - *Relazione tra grandi imprese e offerta bancaria*



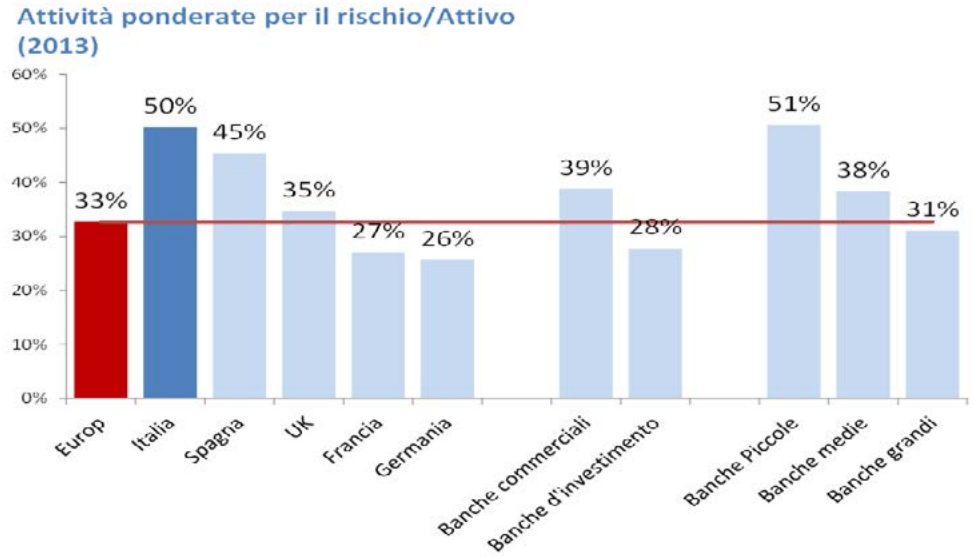
Fonte: ABI, Rapporto sul sistema bancario europeo, settembre 2014.

Se quindi volessimo considerare il fenomeno dei "'derivati' come l'espressione della domanda dei servizi di copertura" (contro i rischi di tasso, *I.R. Swaps*, i rischi di cambio, *Forex swaps* e/o i rischi di credito - CDS's) da parte delle grandi imprese che operano nei mercati internazionali, potremmo dedurre che l'attività delle banche italiane sia condizionata dai tradizionali "impieghi" alle imprese di taglio medio piuttosto che dai più moderni servizi di "copertura" su cui si sono "spostate" le attività delle banche di UK, Francia, Germania trainate dalla domanda delle loro grandi imprese.

Purtroppo, per le nostre banche, i tradizionali "prestiti" diretti alle imprese, sono considerati dal regolamentatore più rischiosi (poiché difficili da "garantire") dei servizi di copertura che sono invece considerati bilanciabili essendo facilmente negoziabili e quindi compensabili sui mercati secondari.

Ne consegue che il modello tradizionale, in termini di *risk-weighting* (e quindi RWA), è più oneroso di quello moderno e che quindi l'Italia e le sue "piccole" banche hanno un assorbimento di capitale (in termini di RWA) sul totale attivo significativamente superiore a quelle europee ed, in particolare, a quelle francesi e tedesche (v. Fig.7) (50% contro 27% e 26% di Francia e Germania).

Figura 7. - *L'attivo ponderato*



Fonte: ABI, *Rapporto sul sistema bancario europeo*, settembre 2014.

In sintesi, le banche italiane sono onerate di "troppi prestiti che assorbono troppo capitale" e quindi il problema (una volta risolto quello, oggi prioritario, delle sofferenza) sarà quello di liberarsi dei vecchi prestiti per liberare capitale da riutilizzare per far fronte ai nuovi prestiti.

3. La strada dei *bond*

In astratto, la soluzione del problema sarebbe quella di convincere le imprese ad emettere direttamente obbligazioni (*corporate bond* o *minibond*) e indurre le banche a dedicarsi all'attività di consulenza alle imprese nella fase di emissione e di collocamento.

In alternativa, le banche potrebbero organizzare un mercato secondario di prestiti sul modello diffuso negli anni '80 sulla piazza di New York dove le banche estere acquistavano prestiti direttamente dalle banche americane per costruirsi indirettamente un portafoglio di clientela locale a cui avevano oggettive difficoltà di accesso.

Il mercato finanziario ha, inoltre, continuato ad esprimere il suo scarso interesse per le emissioni di *corporate bond* e/o di *minibond* di taglio troppo piccolo.

Il mercato dei titoli, infatti, pretende di investire solo in *titoli liquidi*, cioè che possono essere venduti senza rischio di incorrere in eccessive perdite di

capitale. L'ultimo anno ha dimostrato che, nonostante le innovazioni fiscali e legislative, il mercato dei *minibond*, anche se ha mostrato segni di utilità per alcune imprese e intermediari, NON ha certo il potenziale di assorbire quantità di titoli "macroeconomicamente rilevante" e cioè nell'ordine di miliardi di euro.

Rimane, a mio giudizio, una sola via, che il mercato USA ha esplorato in tutte le possibili variazioni arrivando a superare in dimensioni quello dei prestiti bancari: quello della securitizzazione dei prestiti.

Con una securitizzazione ben costruita si possono, infatti, raggiungere due obiettivi:

- si può cedere in via definitiva un portafoglio di prestiti e sostituirlo con altri prestiti;
- a fronte della cessione dei prestiti si libera non solo la corrispondente provvista utilizzabile per prestiti anche a nuovi clienti ma *soprattutto* la corrispondente quota di capitale assorbito.

La securitizzazione può condurre altri vantaggi: alla continuità del rapporto con il cliente di cui si è ceduto solo una parte dei servizi resi (il prestito anziché tutti i rapporti bancari) e al monitoraggio continuo delle caratteristiche creditizie del cliente stesso, da fornire all'acquirente del prestito in cambio di una potenziale commissione.

In altre parole si mantengono 2 vantaggi:

- si liberano e si possono riutilizzare provvista e capitale;
- si mantiene il rapporto col cliente e si può ottenere dal mercato una nuova *fee* che compensi il servizio di monitoraggio.

4. Limiti della *securtitization*

Anche se in maniera minore rispetto ai *minibond* emessi da una singola impresa anche le Asset backed securities (ABS) derivanti dalla *securitization* di un portafoglio prestiti di una singola banca sono destinate a subire i vincoli della insufficiente liquidità delle loro emissioni.

Se lasciate alle iniziative spontanee delle varie banche/imprese le singole emissioni di ABS non sembrano, infatti, capaci di garantire un flusso continuo e consistente di emissione sul mercato primario, nella misura macroeconomicamente necessaria per modificare la struttura del mercato finanziario.

È quindi necessario confrontarsi col problema della effettiva liquidità delle emissioni di ABS, considerando che quantità significative di ABS possono essere assorbite dagli investitori istituzionali solo se dotate di una liquidità

simile a quella dei Titoli di Stato.

È quindi a tale mercato che bisogna riferirsi per capire quali caratteristiche deve avere il mercato. Ebbene, il Tesoro italiano, all'inizio degli anni '90, ha saputo organizzare il mercato "primario" dei Titoli di Stato così bene da farne derivare uno dei migliori mercati "secondari" esistenti al mondo.

Con quali caratteristiche? In sintesi:

- grande standardizzazione e trasparenza delle emissioni, così da non indurre gli investitori in complesse e costose analisi comparative e da assicurare il massimo della "fungibilità" per i titoli in portafoglio;
- grande e affidabile trasparenza nel calendario di emissione in modo da consentire agli investitori una accurata pianificazione dei loro investimenti/disinvestimenti;
- grande attenzione alla domanda espressa dal mercato con la collaborazione di un gruppo di *primary dealers*, capaci di sondare i mercati e di garantire la correttezza sui prezzi/rendimenti delle singole emissioni.

Come riferimento quantitativo giova ricordare che il mercato dei Titoli di Stato Italiani assorbe emissioni per circa 400 miliardi/anno e che gli intermediari interpellati ritengono che per avere un mercato veramente liquido e significativo sia necessario collocare continuativamente 4/5 miliardi al mese, per un totale di circa 50 miliardi/anno. Con questi volumi si potrebbe raggiungere uno *stock* di 200/300 miliardi in 5 anni e quindi un importo di *outstanding* del 30% circa di quello attualmente rappresentato dai circa 1.000 miliardi di prestiti a famiglie e imprese.

5. La strada della cartolarizzazione

La difficoltà realizzativa è quindi quella di passare da un mercato "spontaneo" e frammentato di ABS di qualche decina di milioni/anno ad un mercato organizzato su cui collocare sistematicamente 4/5 miliardi al mese (e quindi 50 miliardi/anno).

È evidente che, per risolvere questo problema, è perlomeno necessario costruire un sistema a due fasi: una fase di finanziamento alle imprese (al dettaglio) che generi crediti da cartolarizzare da parte delle singole banche ed una fase da realizzare attraverso il mercato all'ingrosso che assicuri il rifinanziamento delle singole banche.

Il mondo della finanza non è certo nuovo a queste tecniche:

- si pensi, in Italia, agli Istituti di Credito Speciale ed in particolare al sistema dei Medio crediti Regionali (finanziamento alle imprese) e del

Medio credito Centrale (rifinanziamento dei Medio Crediti regionali attraverso l'accesso diretto al mercato con proprie obbligazioni);
- altre agenzie pubbliche (in USA, Fannie Mae e Ginnie Mae) che comprano dalle banche i mutui delle famiglie e si finanziano vendendo proprie obbligazioni;
- alle sofisticate costruzioni di finanza strutturata costruite da combinazioni di portafogli di ABS acquistate con l'emissione di nuove ABS da collocare in via aggregata/consolidata.

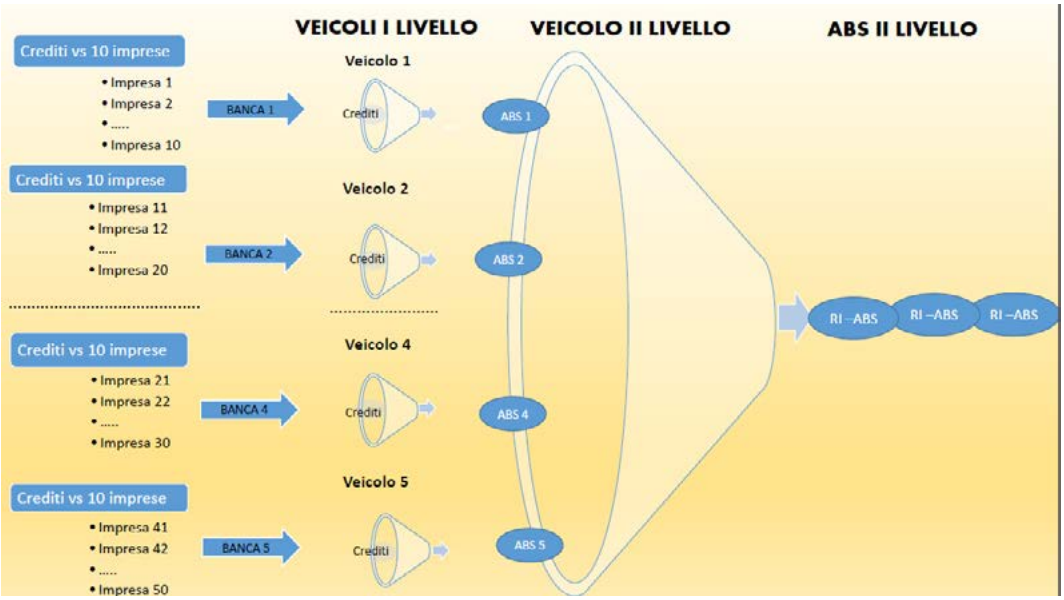
Nel nostro caso sembra quindi necessario costruire un "veicolo aggregatore" che investa in pacchetti di ABS provenienti da varie banche securitizzatrici e si finanzi all'ingrosso cedendo corrispondenti quantità di proprie ABS, garantite dalle varie emissioni di ABS tenute in portafoglio (operazione detta di Risecuritizzazione).

Il veicolo aggregatore dovrà avere il compito di raccogliere sul mercato domestico (mercato *retail*) una quantità rilevante di ABS (per l'appunto 4/5 miliardi/mese o i 50 miliardi/anno) ed emettere proprie ABS (o ABS risecurizzate) (mercato *wholesale*) (v. Figura 8) con continuità, frequenza e alle condizioni richieste dal mercato, imitando in questo l'attività negli ultimi vent'anni svolta dalla Direzione Generale del Debito Pubblico.

Pare evidente che per far partire tale iniziativa sia necessario il patrocinio, in termini di responsabilità della gestione del veicolo aggregatore, di soggetti istituzionali pubblici, con cui il mercato internazionale sia già in confidenza e quindi, alla fin fine, dell'attenzione del Ministero del Tesoro.

Concludo ricordando che è in corso di elaborazione un'iniziativa della Commissione Europea in tema di Capital Market Union e che sarebbe opportuno assicurarsi che tale normativa sia compatibile e favorevole al progetto illustrato.

Figura 8. - *Schema di resicuritizzazione a due fasi*



L'INTEGRAZIONE DELLA FINANZA ITALIANA IN EUROPA E NEL MONDO

Fabrizio Saccomanni*

SOMMARIO: 1. L'apertura del sistema italiano. - 2. La presenza all'estero del sistema italiano. - 3. L'impatto dell'integrazione sul modello italiano. - 4. L'adattamento del sistema italiano alla regolamentazione internazionale. - 5. Dove sta andando il sistema bancario e finanziario internazionale?

L'integrazione internazionale della finanza italiana può essere valutata con riferimento a quattro diversi aspetti: il grado di apertura verso l'estero del nostro sistema; la penetrazione dei nostri intermediari sui mercati internazionali; l'adattamento del sistema italiano in relazione alla concorrenza dei modelli esterni; il recepimento da parte italiana della regolamentazione europea e internazionale.

1. L'apertura del sistema italiano

Il sistema bancario italiano è stato ed è estremamente aperto alla penetrazione estera fin dagli anni '90, quando ci fu la grande ondata di liberalizzazioni e di deregolamentazione. Oggi operano in Italia 80 succursali di banche estere, con ragione sociale di diritto straniero, e 24 filiazioni di diritto italiano di società di banche estere; esse coprono il 16% del totale delle attività complessive del sistema. Sono rappresentati tutti i maggiori Paesi europei, nord-americani e asiatici. Si tratta, quindi, di una presenza non marginale, anche se gli intermediari esteri sono molto attivi specialmente in alcuni settori come il *private banking*, la finanza innovativa, i finanziamenti a *large corporate* e nei mercati finanziari. Ad esempio gli specialisti del nostro mercato dei titoli di stato sono quasi tutti stranieri.

L'impatto che questo afflusso di operatori stranieri ha avuto sul sistema italiano è stato tuttavia modesto. Il vantaggio normalmente associato all'apertura alla concorrenza estera per stimolare un processo di modernizzazione e di innovazione finanziaria è stato meno ampio di quanto ci si potesse attendere. Ciò nonostante, la valutazione è che l'integrazione è stata piena e non credo che ci sia molto altro da fare per accrescere il grado di apertura del nostro sistema

* Direttore Generale onorario di Banca d'Italia.

2. La presenza all'estero del sistema italiano

La presenza del sistema finanziario italiano all'estero si è andata nel tempo riducendo e concentrando. Fino agli anni Ottanta, le banche italiane, anche piccole, avevano filiali e uffici di rappresentanza un po' dappertutto, specialmente a Londra, New York e Tokyo. La motivazione principale era quella di seguire la clientela italiana *round the clock*, passando in chiusura di giornata le "posizioni" a Londra, a New York, poi a Tokyo, per riprenderle in Italia la mattina dopo. In realtà questo modello di business si è rivelato molto costoso e poco redditizio perché non era stato accompagnato da una effettiva penetrazione delle banche italiane sui mercati locali. Dopo le crisi debitorie dei paesi emergenti negli anni '90, c'è stata una brusca uscita dall'America Latina e un riposizionamento sulla zona euro e sull'Europa orientale, aree che venivano considerate più "protette", per effetto della presenza della Banca Centrale Europea (BCE), della Banca Europea per gli Investimenti (BEI), della Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo (BERS), sotto l'egida dell'Unione Europea. A seguito di queste scelte, la presenza estera delle banche italiane è ora concentrata quasi integralmente sui due grandi gruppi italiani di taglio europeo che hanno un gran numero di succursali e filiazioni soprattutto in Europa e in zone extra europee. Anche la scelta di abbandonare l'America Latina è ora oggetto di riconsiderazione.

Nel complesso, quindi, l'integrazione del nostro sistema nel contesto bancario e finanziario internazionale è stata abbastanza limitata. Con poche eccezioni, non siamo riusciti a creare intermediari su scala europea neanche nel campo del risparmio gestito, dove pure vi erano le condizioni e le premesse per una nostra accresciuta presenza.

3. L'impatto dell'integrazione sul modello italiano

L'impatto di questa difforme integrazione del modello italiano non ha alterato le caratteristiche strutturali del sistema finanziario, che resta essenzialmente bancocentrico. Basti ricordare che il credito bancario alle famiglie e alle imprese è pari al 91% del PIL, che le banche detengono il 71,3% delle attività del sistema finanziario contro livelli del 55 per cento per l'area dell'euro e del 28 per cento negli USA; e che il credito bancario è il 64% del debito finanziario delle imprese. Inoltre il sistema bancario resta, dopo la grande fase di consolidamento degli anni '90, promosso dalla legge Amato-Carli, ancora molto diversificato: vi sono 5 grandi gruppi, 72 gruppi medi e ben 525 intermediari non di gruppo, ma tutti con operatività di *retail* tradizionale, con forte concentrazione sul credito a breve termine. Nella loro attività complessiva le banche italiane continuano ad avere un *funding gap* significativo, ossia uno squilibrio nel rapporto impieghi-

depositi, con livelli ben superiori al 100 per cento. Ne risulta una dipendenza dal mercato interbancario che si è rivelato un fattore di debolezza per il nostro sistema nel momento della crisi globale, quando si è avuto un congelamento dell'attività interbancaria internazionale. Il *funding gap* delle nostre banche si è ora ridotto, ma resta dell'ordine del 10% del totale dei prestiti. Ciò implica che, se viene meno il supporto del mercato interbancario europeo, le banche non hanno alternativa alla riduzione del credito alle imprese, che inoltre assorbe molto capitale.

In sintesi, il sistema bancario italiano non si è avvalso delle opportunità offerte dal modello di banca universale: con tale scelta si sono evitati i problemi posti dalla banca mista e i rischi impliciti nell'uso della finanza tossica; per contro, non si è reso più solido e durevole il rapporto tra le banche e le imprese. Non si è sviluppato il modello tedesco della *hausbank* e ciò per due motivi: la preferenza delle banche per il credito a breve e la propensione delle imprese a ricorrere alla pratica del pluri-affidamento, evitando un rapporto troppo invasivo con un particolare finanziatore.

D'altra parte, l'integrazione internazionale non si è tradotta, malgrado le grandi aspettative, in uno sviluppo di strumenti alternativi al credito bancario per le imprese, come il *venture capital* o il *private equity*. Poco è stato fatto per facilitare l'accesso delle imprese al mercato dei capitali, sia obbligazionario sia azionario. C'era stato un inizio promettente negli anni '90 in cui le banche avevano collaborato nell'emissione di bond da parte di medie imprese, ma le esperienze negative di Cirio e Parmalat hanno indotto le banche ad abbandonare questo tipo di attività. Solo negli ultimi tre anni, i governi italiani hanno preso iniziative per favorire l'emissione di "mini-bond" da parte delle imprese e per facilitare sul piano fiscale iniziative di rafforzamento del capitale delle imprese attraverso la "allowance for corporate equity" (ACE).

4. L'adattamento del sistema italiano alla regolamentazione internazionale

Il sistema italiano si è allineato alle nuove regole europee ed internazionali, sia pure con una certa fatica. Il patrimonio delle banche è al di sopra dei requisiti minimi (10,4 per centro per i primi cinque grandi gruppi), ma è sotto la media dei livelli europei (11,6 per cento). Il *leverage ratio*, al 5% è sopra il limite che entrerà in vigore dal 2018, ma più basso della media dell'Europa. La redditività delle banche, dopo un lungo periodo di risultati insoddisfacenti, è ora in miglioramento ma ancora al di sotto della media europea.

Il quadro regolamentare europeo ed internazionale è tuttavia in costante evoluzione: sia a livello europeo che a livello globale l'agenda si fa sempre più complessa. In Europa, il Meccanismo Unico di Vigilanza (Single Supervisory

Mechanism - SSM), entrato in vigore solo dal 4 novembre 2014, è ancora ai primi passi e richiederà sicuramente adattamenti nel rapporto con le maggiori banche italiane sottoposte a vigilanza diretta della BCE. Tuttavia, anche le banche che resteranno sotto la vigilanza della Banca d'Italia dovranno rispettare i requisiti europei e potranno essere ricondotti sotto la vigilanza del SSM in caso di crisi con rilevanza sistemica. Dopo il completamento della *asset quality review* e degli *stress test* si passerà all'applicazione del Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) che potrà dar luogo a richieste di ulteriori incrementi dei presidi patrimoniali, in linea con le regole già previste dall'Accordo di Basilea III.

Successivamente si dovrà attuare il Meccanismo Unico di Risoluzione (Single Resolution Mechanism - SRM), che diverrà gradualmente operativo a partire dal primo gennaio 2016, per entrare pienamente in vigore entro 8 anni. Nei negoziati all'ECOFIN, avremmo voluto che i due meccanismi di vigilanza e di risoluzione entrassero in vigore simultaneamente, ma non è stato possibile convincere alcuni nostri influenti partner sul fatto che il passaggio alla vigilanza europea e l'attuazione ritardata del SRM comportava uno squilibrio che poteva inficiare la credibilità dell'Unione Bancaria agli occhi dei mercati. L'attuazione del Meccanismo di Risoluzione avrà impatti molto significativi per le banche. In primo luogo dovranno partecipare con propri contributi alla costituzione di un Fondo di Risoluzione Unico (Single Resolution Fund - SRF) per un importo complessivo di €55 miliardi che consentirà una progressiva "mutualizzazione" dell'utilizzo delle risorse per la gestione delle crisi entro 8 anni. In secondo luogo, e ben più importante, sarà l'attivazione dal 1.1.2016 del cosiddetto *bail-in tool,* ossia del coinvolgimento immeditato degli azionisti e degli altri creditori nella copertura delle perdite, prima di ogni eventuale sostegno pubblico (comunque previsto solo in casi estremi). Inoltre, l'SRM richiederà alle banche la predisposizione di piani per la risoluzione delle crisi e potrà fissare un ulteriore requisito di capitale in relazione, per ciascuna banca, alla loro dimensione, modello di *business*, grado di rischiosità, adeguatezza dei piani di risoluzione.

Infine è da negoziare il cosiddetto terzo "pilastro" dell'Unione Bancaria, ossia uno schema unico europeo di garanzia dei depositi. Su questo tema si è preferito, per il momento, limitarsi ad armonizzare gli schemi nazionali.

A livello globale, resta da attuare la riforma della regolamentazione finanziaria approvata dal G20 nel 2009. Al vertice del G20 a Brisbane, qualche giorno fa, il Presidente del *Financial Stability Board* ha riferito ai Capi di Stato e di Governo che sostanzialmente il lavoro di predisposizione operativa della riforma della regolamentazione internazionale è stato completato anche sugli ultimi tre capitoli: il superamento della prassi del *too big to fail*; la regolamentazione del sistema bancario ombra (*shadow banking*); la concentrazione delle transazioni in derivati su mercati regolamentati. In realtà, il capitolo su cui si è veramente

fatto un progresso significativo è l'accordo sulla costituzione di una *Total Loss Absorbing Capacity* (TLAC), da parte delle banche che hanno una rilevanza sistemica internazionale (in Italia si applicherà solo a Unicredit). Si richiede, in sostanza, alle banche *too big* di costituire un ulteriore cuscinetto, che deve essere costituito da capitale e da altri strumenti finanziari con piena capacità di assorbire perdite, da utilizzare in situazioni di crisi, senza oneri per le finanze pubbliche e per i contribuenti. L'accordo sulla TLAC è stato già sottoposto a pubblica consultazione ed eventuali modifiche potranno essere accolte, ma entrerà in vigore sicuramente nel 2015. Meno significativi i risultati raggiunti in tema di *shadow banking* e di derivati. Vi è accordo sui principi generali della regolamentazione, ma i progressi nell'attuazione sono stati difformi, vi sono stati ritardi e vi è solo un generico impegno a procedere speditamente.

Si tratta comunque di un processo estremamente complesso, dettagliato e carico di impegni, cui l'Italia si sta adattando, ma che si è rivelato faticoso e costoso. A parte la necessità di tenere costantemente adeguati i presidi patrimoniali, un impatto gravoso per le banche deriverà dall'attuazione del *bail-in tool*. Occorrerà informare la clientela che crisi bancarie potranno coinvolgere in misura significativa non solo gli azionisti, ma anche gli obbligazionisti e i depositanti di grossa dimensione. Ciò avrà inevitabilmente implicazioni per il costo e le modalità della raccolta bancaria e potrà dar luogo a rischi legali nell'assorbimento delle perdite.

Nel documento con cui Pierluigi Ciocca ha illustrato i temi della conferenza, ci si chiedeva qual è il ruolo che l'Italia ha svolto in questo processo di riforma della regolamentazione internazionale. Sulla base della mia esperienza personale e di quella dei colleghi della Banca d'Italia che hanno continuato a gestire il processo, direi sinteticamente che il nostro è stato un ruolo di *leaning against the wind*, di resistenza alle posizioni più estreme. Noi condividiamo ovviamente gli obiettivi di rafforzare il capitale e i presidi di liquidità e di creare strutture per gestire al meglio i rischi di crisi. Ma vediamo con qualche preoccupazione una certa tendenza ad attuare il processo di regolamentazione con molte regole meccanicistiche e poca discrezionalità. Abbiamo quindi costantemente operato nel senso di valorizzare la nostra esperienza di vigilanza, basata su analisi quantitative della documentazione, ma anche su visite ispettive frequenti e approfondite e nel dialogo costante con gli operatori, al fine di combinare il controllo della "sana e prudente gestione" dei singoli intermediari con l'esigenza di garantire la stabilità del sistema. In realtà, quella che occorre contrastare è la tendenza dei supervisori europei a utilizzare un solo strumento di vigilanza, gli *add-on* di capitale, per gestire ogni fattispecie problematica nella gestione delle banche.

Abbiamo anche agito per correggere l'insufficiente armonizzazione delle pratiche di vigilanza, che si è aggravata negli ultimi anni per effetto della crisi globale dando luogo ad un ulteriore fattore di frammentazione dei

mercati finanziari e a rischi di protezionismo finanziario, il cosiddetto *ring fencing*. Il *ring fencing* deriva dal fatto che nonostante l'armonizzazione delle normative a livello europeo ed internazionale, rimangono poteri nazionali di regolamentazione per fini di stabilità finanziaria sistemica. Benché la normativa europea prevalga su quelle nazionali, si sono verificate sulle prassi di vigilanza casi di utilizzo di norme nazionali di natura macroprudenziale che hanno nei fatti introdotto vincoli più severi sugli operatori stranieri, ritenuti a priori più rischiosi. L'Unione Europea, attraverso la European Banking Authority (EBA) e lo European Systemic Risk Board (ESRB), ha gli strumenti per garantire che le misure di natura macroprudenziale non vengano utilizzate a fini protezionistici, di fatto alterando quel *level playing field* sempre invocato dai governi e dai regolatori.

Infine, un'altra tendenza che ci riguarda direttamente è quella che vorrebbe l'introduzione di requisiti di capitale per l'esposizione delle banche nei confronti del debito sovrano. Si tratta di un tema molto delicato, che si basa sulla convinzione che la crisi abbia rivelato l'esistenza di rischi di fallimento anche per gli stati sovrani; computare a rischio zero l'esposizione delle banche nei confronti dei sovrani sarebbe quindi un grave errore da correggere con adeguati presidi di capitale a fronte di rischi di *sovereign default*. Si tratta di un problema che non va sottovalutato, come gli esempi del recente passato di Russia e Argentina hanno mostrato, e come la crisi greca continua a sottolineare. Ma occorre evitare di cadere in meccanicistiche generalizzazioni e di dare per scontati scenari di insostenibilità politico-sociale dei processi di risanamento delle finanze pubbliche e di riduzione del debito di singoli Paesi.

5. Dove sta andando il sistema bancario e finanziario internazionale?

Nel valutare il processo di integrazione internazionale del nostro sistema bancario e finanziario, occorre porsi anche la domanda di quale sia l'evoluzione in corso del sistema globale in cui aspiriamo inserirci. Nel corso di un lungo viaggio nella West Coast degli Stati Uniti, l'estate scorsa, ho notato una diffusa convinzione che le nuove tecnologie avranno un effetto devastante sul modello di banca tradizionale. Si parla, con una frequenza che mi ha colpito, di rischi di *disruption,* ossia di qualcosa certamente diverso, e più pericoloso, dal progresso e dall'innovazione.

In sintesi, i rischi derivano dallo sviluppo di strumenti di elaborazione dei dati sempre più potenti, che possono fare uso di intelligenze artificiali, di macchine capaci di apprendimento, più veloci e maneggevoli (come gli *smartphone*) e meno costosi degli strumenti finora in uso. I nuovi strumenti utilizzano nuove potenzialità di accesso alla massa dei dati, i cosiddetti *big data,* ormai a disposizione di tutti anche attraverso i *social network*; nuove potenzialità

di calcolo attraverso il *cloud computing*, e sempre nuovi algoritmi. Queste innovazioni vengono utilizzate da imprese non bancarie per svolgere alcune delle attività tradizionali delle banche, e specialmente le seguenti tre: primo, l'attività di prestito attraverso il *peer lending* o altre simili tecniche tipiche dello *shadow banking* che mettono in contatto diretto prestatori e potenziali debitori; secondo, la valutazione del rischio di credito utilizzando la massa di dati disponibili, che consente di fare un *credit scoring* molto più capillare e tempestivo di quanto possano fare le tradizionali *rating agencies*; terzo, lo sviluppo di sistemi di pagamento al di fuori del sistema bancario, utilizzando *virtual currencies*, come i *bitcoin,* per effettuare pagamenti internazionali a prezzi molto più bassi di quelli praticati dalle banche.

Nel complesso, queste innovazioni possono rappresentare un fattore di vulnerabilità del sistema finanziario e porre maggiori rischi di instabilità. Nel campo dei sistemi di pagamento, ad esempio, vi sono forti preoccupazioni da parte delle autorità per i rischi di uso illegale di questi nuovi canali a fini di riciclaggio e di evasione fiscale. Ma i maghi dell'informatica assicurano che ci possono trovare soluzioni per tutte le preoccupazioni delle banche centrali, senza ostacolare il progresso tecnologico e con beneficio per i consumatori di servizi finanziari. E' una sfida importante per le autorità di vigilanza.

Di fronte a queste sfide, cosa possono fare le banche tradizionali, in particolare quelle italiane? Le banche devono trovare il modo di utilizzare la massa di dati di cui dispongono sulle attività dei loro clienti per affinare le loro tecniche di gestione del credito e dei pagamenti, migliorare i rapporti con la clientela e per accompagnare le imprese al mercato dei capitali e a canali di finanziamento alternativi come il *venture capital* o il *private equity.* Si tratta di una trasformazione profonda del modello di *business* tradizionale delle banche, che dovrà portare sempre più verso attività di prestazione di servizi, di consulenza finanziaria alle imprese e, al limite, anche di *investment banking*.

Quali possono essere le implicazioni sistemiche se si accogliesse questa sfida di trasformazione? Anche se le nuove tecnologie sono molto meno costose dei grandi sistemi informatici di una volta, esse possono essere comunque troppo costose per le piccole banche e quindi è possibile che la trasformazione del modello di business possa comportare anche un processo di consolidamento del sistema bancario, in linea con quanto sta già accadendo nella finanza globale. D'altra parte, è noto che nell'ESRB della UE, ci si sta ponendo la domanda se non vi sia un problema di *overbanking* in Europa.

Vorrei ora concludere con un'osservazione di *political economy,* basata anche sulla mia esperienza di governo e nei rapporti con il Parlamento. E' diffusa, e non solo in Italia, la convinzione nell'opinione pubblica e nei Parlamenti, che la crisi globale sia stata causata dalla finanza e dalle banche, in un quadro di inadeguata supervisione da parte delle autorità. Ciò è vero, ma da questa constatazione discendono nuove regole assai complesse che disciplinano e

vincolano l'attività finanziaria. I Parlamenti oggi sono portatori di un'azione di ridimensionamento della finanza. La finanza ha creato la crisi, la finanza deve pagare. Ma la finanza svolge un ruolo fondamentale nel sostenere l'attività delle imprese e dell'economia reale in generale. E negli stessi Parlamenti si chiede a gran voce alle banche di estendere il credito in modo da sostenere la crescita del reddito e degli investimenti e dell'occupazione. La sfida per i sistemi bancari è quindi di conciliare il rispetto delle nuove regole con le crescenti esigenze delle economie. La chiave è usare al meglio le innovazioni che il progresso tecnologico offre e adeguare il modello di *business* alla nuova realtà dell'integrazione internazionale.

IV SESSIONE

L'UNIONE BANCARIA E IL POSSIBILE IMPATTO DEI NUOVI STRUMENTI DI RISOLUZIONE DELLE CRISI: UN'ANALISI EMPIRICA

Sebastiano Laviola[*]- Giuseppe Loiacono[**]- Paolo Santella[***]

SOMMARIO: 1. Introduzione: il Regolamento sul Meccanismo unico di Risoluzione nel contesto dell'Unione bancaria. - 2. Il Regolamento sulla risoluzione delle banche (SRM). - 3. I poteri del SRB e lo strumento del *bail-in*. - 4. Analisi empirica sull'applicazione del *bail-in*. - 5. Conclusioni.

1. Introduzione: il Regolamento sul Meccanismo unico di Risoluzione nel contesto dell'Unione bancaria

Il Regolamento sul Meccanismo Unico di Risoluzione delle banche (SRM) rappresenta il secondo pilastro dell'Unione bancaria (BU). Esso dà attuazione alle previsioni dell'accordo sull'Unione Bancaria raggiunto nel giugno 2012 dai Capi di Stato o di Governo[1]. L'accordo si articolava in tre elementi: una dichiarazione di principio nella quale veniva sottolineata l'importanza di interrompere il circuito perverso tra crisi bancarie e crisi del debito sovrano; l'impegno a porre in essere rapidamente un meccanismo unico di supervisione bancaria incentrato sul ruolo della Banca centrale europea (BCE); la possibilità di ricapitalizzare direttamente le banche in difficoltà attraverso l'accordo sul Sistema europeo di stabilità (ESM) successivamente all'entrata in vigore del meccanismo unico di supervisione bancaria[2].

[*] Gli autori ringraziano Alessio Veccia, Umberto Filotto, Gianfranco Torriero, l'Associazione Bancaria Italiana, il Fondo interbancario di tutela dei depositi e i partecipanti al Convegno di studi *Il modello italiano di intermediazione finanziaria*, Firenze 28 novembre 2014. Un ringraziamento particolare al Dott. Pierluigi Ciocca per i suggerimenti e le indicazioni forniti nel corso dell'intera stesura del lavoro. Le analisi presentate sono state svolte dagli autori a titolo personale e non sono attribuibili alle autorità pubbliche dalle quali dipendono.

[**] Banca d'Italia, e-mail: sebastiano.laviola@bancaditalia.it.

[***] Autorità Europea degli strumenti e dei mercati finanziari (ESMA) e Dipartimento di Economia, Università di Roma Tor Vergata, e-mail: giuseppe.loiacono@esma.europa.eu.

[****] Autorità Europea degli strumenti e dei mercati finanziari (ESMA), e-mail: paolo.santella@esma.europa.eu.

[1] Disponibile sul sito:
http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/131360.pdf.

[2] Vd. N. VERON, *L'Union bancaire, un succès européen*, in *En temps réel*, Les cahiers, septembre 2014.

L'accordo dei Capi di Stato e di Governo è stato tradotto nel corso del 2013 e 2014 in una serie di strumenti: il regolamento SSM sulla supervisione unica[3], la decisione di estendere l'accordo sull'ESM[4] alla ricapitalizzazione delle banche in difficoltà[5], il regolamento SRM sulla risoluzione degli enti creditizi[6] e la nuova versione della Direttiva sugli schemi di garanzia dei depositi (DGS)[7].

Come indicato nell'introduzione del regolamento SSM[8], si prevede l'attribuzione alla Banca centrale europea della supervisione bancaria unica al fine di conseguire tre obiettivi fondamentali: reagire alla frammentazione del mercato unico in seguito alla crisi finanziaria, garantire la supervisione efficiente dei gruppi bancari europei, aspetto che i supervisori nazionali e il sistema dei collegi dei supervisori avevano dimostrato di non poter garantire nel corso della crisi del 2007 e 2008, evitare che la supervisione bancaria sia influenzata da considerazioni di natura non prudenziale, vale a dire dalla tendenza dei supervisori nazionali a proteggere i propri campioni nazionali[9].

La BCE ha acquisito i poteri diretti di supervisione il 4 novembre 2014 su 123 gruppi bancari dell'eurozona corrispondenti all'85% delle attività totali di bilancio (banche definite come significative nel regolamento SSM)[10]. Per quanto riguarda le altre banche ("non significative"), per le quali alle autorità nazionali di supervisione è stato riconosciuto il ruolo di supervisore principale, al fine di garantire l'applicazione coerente di standard di vigilanza elevati, alla BCE è comunque attribuita la possibilità di decidere di esercitare direttamente tutti i poteri di vigilanza, anche su istanza delle competenti autorità nazionali (art. 6, par. 5, lett. *b*) del reg. SSM). Infine, gli Stati membri non appartenenti

[3] Regolamento (UE) N. 1024/2013 del Consiglio del 15 ottobre 2013 che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi.

[4] Decisione del Consiglio europeo del 25 marzo 2011 che modifica l'art. 136 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea relativamente a un meccanismo di stabilità per gli Stati membri la cui moneta è l'euro (2011/199/UE).

[5] Disponibile sul sito *http://www.esm.europa.eu/press/releases/esm-direct-bank-recapitalisation-instrument-adopted.htm*.

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

[7] Direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativa ai sistemi di garanzia dei depositi.

[8] Considerando da (2) a (6).

[9] Vedi al riguardo anche N. VERON, cit., 9-10.

[10] La BCE svolge tali compiti in stretto raccordo con le autorità nazionali di supervisione.

all'euro possono aderire su base volontaria al sistema di supervisione unica (al momento nessuno fra questi ha ancora esercitato questa facoltà). Nella propria attività di supervisione sulle banche significative la BCE applica la legislazione europea sui requisiti di capitale (il regolamento CRR[11] e la direttiva CRD IV[12]), con la quale è stata recepita nell'ordinamento comunitario l'ultima versione dell'Accordo di Basilea (c.d. "Basilea 3"), con il quale sono stati introdotti in primo luogo requisiti più stringenti riguardo alla composizione del patrimonio di vigilanza e al calcolo delle attività ponderate per il rischio.

Con riferimento al regolamento SRM, il suo ruolo (esso avrà piena efficacia a partire dal primo gennaio 2016) è in primo luogo di garantire un regime unico di risoluzione per affiancare la supervisione unica. In secondo luogo, obbiettivo dell'SRM è di limitare fortemente il ricorso all'intervento pubblico nelle crisi bancarie attraverso l'introduzione di un sistema di penalità a carico dei creditori bancari (*bail in*) e di un regime di contribuzione a carico del settore bancario (Fondo unico di risoluzione). Il regolamento SRM trova applicazione nei confronti dei Paesi membri dell'Unione Bancaria, ma tutti gli strumenti e le procedure utilizzabili sono basati sulle disposizioni della Direttiva europea su Ripresa e Risoluzione delle banche (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD), che si applica a tutti i Paesi dell'Unione[13].

In seguito all'entrata in vigore della supervisione unica della BCE, il Consiglio dei governatori dell'ESM (formato dai Ministri delle finanze degli Stati membri partecipanti) ha deciso, l'8 dicembre 2014, di estendere l'applicazione del Meccanismo di Stabilità alla ricapitalizzazione diretta delle istituzioni finanziarie. Lo strumento permette di ricapitalizzare istituzioni finanziarie solventi in presenza di rischi sistemici fino ad un massimo di 60 mld di euro a condizione che venga aperta la procedura di risoluzione e che venga applicato lo strumento del *bail-in* secondo le modalità previste nell'art. 27(9) SRM,[14] previo intervento del Fondo di risoluzione per il 5% delle passività

[11] Regolamento (UE) N. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012

[12] Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE

[13] Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio.

[14] Al riguardo vedi oltre al par. 4.

totali nonché in presenza di un contributo alla ricapitalizzazione da parte di uno Stato membro dell'ESM. L'intervento dell'ESM è pure condizionato ai rimedi richiesti dalla Commissione europea nell'ambito delle norme sugli aiuti di Stato mentre ulteriori rimedi possono essere richiesti di concerto da ESM, Commissione e BCE[15].

Infine, il terzo pilastro dell'Unione bancaria è rappresentato dal sistema europeo di garanzia sui depositi (*Deposit Guarantee Scheme*, *DGS*). Tuttavia, a fronte della realizzazione di una garanzia uniforme dei depositi fino a 100.000 euro, la direttiva DGS non prevede un regime unico di finanziamento della garanzia. Di conseguenza, in linea di principio esiste ancora un incentivo, sebbene più limitato, per i depositanti a scegliere una banca che abbia come sede legale uno Stato dell'area euro con un merito di credito sovrano migliore[16].

Per quanto riguarda gli stati membri non appartenenti all'area euro, in linea di principio l'accordo sull'Unione bancaria è rivolto anche a questi paesi, in quanto il mercato interno dei servizi bancari si estende a tutti gli stati membri dell'Unione. I regolamenti SSM e SRM prevedono una serie di clausole per l'adesione volontaria all'Unione Bancaria, indipendentemente dall'adozione della valuta, dei paesi non appartenenti all'area euro. L'adesione all'SSM (con il conferimento dei poteri di vigilanza nazionali alla BCE) comporta automaticamente l'adesione anche all'SRM.

2. Il Regolamento sulla risoluzione delle banche (SRM)

L'SRM prevede un Fondo di risoluzione unico e un Comitato di risoluzione unico (*Single Resolution Board,* o SRB) al quale sono affidate le decisioni sull'avvio e sulla gestione del procedimento di risoluzione oltre che sull'uso delle risorse del Fondo, salvo obiezioni da parte della Commissione o del Consiglio.

Il Fondo unico di risoluzione sarà costituito mediante versamenti annuali a carico di tutte le banche incluse nell'ambito di applicazione del regolamento SRM. Alla fine di un periodo transitorio di 8 anni – quindi nel 2024 – esso disporrà di una consistenza dell'1% dei depositi protetti dai sistemi di garanzia, stimati pari a circa 55 mld di euro. Il fondo sarà inizialmente suddiviso in comparti nazionali; le risorse verranno progressivamente mutualizzate durante

[15] La comunicazione dell'ESM a questo riguardo è disponibile sul sito: *http://www.esm.europa.eu/press/releases/esm-direct-bank-recapitalisation-instrument-adopted.htm*.

[16] Vedi: D. GROS- D. SCHOENMAKER, *European Deposit Insurance and Resolution in the Banking Union*, in 52 *Journal of Common Market Studies*, 2014, No. 3, 529-546. D'altra parte bisogna considerare che in virtù delle previsioni contenute nella BRRD i fondi nazionali di garanzia saranno sempre gli ultimi ad essere chiamati a coprire le perdite di una banca.

il periodo transitorio.

Il regolamento SRM ripartisce le competenze tra il SRB e le autorità di risoluzione nazionali in modo simile alla ripartizione delle competenze tra BCE e autorità nazionali di supervisione bancaria prevista nel regolamento SSM. In particolare, il SRB avrà la responsabilità di elaborare i piani di risoluzione e di adottare le decisioni relative alle banche e ai gruppi bancari significativi e a quelli meno significativi per i quali la BCE abbia deciso di avocare a sé la supervisione diretta. Il SRB, inoltre, eserciterà gli stessi poteri anche nei confronti di tutti i gruppi bancari con attività transfrontaliera. Le autorità di risoluzione nazionali saranno competenti per i gruppi bancari meno significativi stabiliti in uno solo degli Stati membri a condizione che il piano di risoluzione non richieda l'utilizzo del Fondo di risoluzione unico e fatta salva la possibilità per il SRB di avocare a sé in qualunque momento i poteri di risoluzione. Infine, le autorità di risoluzione nazionali potranno delegare in qualunque momento al SRB i propri poteri di risoluzione.

Il SRB (che si è insediato il 1° gennaio 2015) è formato da cinque membri indipendenti (il Presidente e altri quattro componenti)[17] ai quali si aggiungono un rappresentante per ognuna delle autorità di risoluzione nazionali. Il SRB si riunisce in sessione plenaria per decidere circa gli aspetti di gestione dell'ente stesso[18] e per l'utilizzo del Fondo sopra i 5 mld di euro. Il SRB in sessione esecutiva è composto dal Presidente, dagli altri quattro membri indipendenti e da un rappresentante dell'autorità di risoluzione interessata dalla procedura di risoluzione in esame. Esso prepara tutte le decisioni che saranno adottate dal Comitato in sessione plenaria nonché le decisioni di risoluzione che comportano un utilizzo del Fondo inferiore ai 5 mld di euro. In entrambe le composizioni il regolamento prevede che il SRB adotti, in mancanza di *consensus* tra i suoi componenti, decisioni a maggioranza. Questo rappresenta un chiaro progresso rispetto al sistema dei collegi delle autorità di vigilanza o di risoluzione in essere fino all'adozione del regolamento SRM che, in mancanza di un quadro legislativo adeguato a livello europeo, durante la crisi finanziaria si era dimostrato inadeguato a garantire processi decisionali efficienti per la risoluzione delle banche europee a operatività transfrontaliera.[19]

[17] In caso di indisponibilità il Presidente viene sostituito dal Vice Presidente.

[18] Il regolamento SRM attribuisce al SRB in seduta plenaria la competenza tra l'altro sulla gestione e il finanziamento del Fondo, le norme di procedura, l'adozione del bilancio, la contabilità interna, la gestione del personale e i termini della cooperazione con le autorità nazionali di risoluzione.

[19] Vedi anche su questo N. VERON, cit.

3. I poteri del SRB e lo strumento del *bail-in*

Il SRB garantirà – per le banche comprese nel suo ambito di competenza – l'applicazione delle norme e degli strumenti previsti dal regolamento SRM e dalla direttiva BRRD. La BRRD contiene un insieme di regole armonizzate – applicabili in tutta l'Unione - che definiscono le modalità con le quali l'autorità di risoluzione può intervenire a favore di banche in difficoltà finanziaria.

La BBRD prevede un approccio integrato. Durante la normale attività, alla banca viene richiesto di elaborare e sottoporre all'approvazione dell'autorità di supervisione dei piani di risanamento contenenti le misure da adottare per ripristinare la sostenibilità economica a lungo termine (c.d. *long-term viability)* nel caso in cui si determini un deterioramento della propria situazione finanziaria (patrimonio, liquidità, redditività). Spetta invece all'autorità di risoluzione il compito di elaborare e di adottare, con il contributo della BCE e delle autorità nazionali di supervisione, i piani di risoluzione per ognuna delle banche sottoposte alla sua supervisione diretta[20]. Questi dovranno prevedere le azioni da intraprendere tempestivamente nell'ipotesi che un'istituzione finanziaria entri in uno stato di crisi e si renda necessaria la sua ristrutturazione al fine di salvaguardare la continuità delle funzioni aziendali ritenute critiche per la stabilità finanziaria. I piani devono definire in dettaglio gli strumenti da attivare per assicurare la continuità delle funzioni essenziali delle banche. Prima dell'adozione del piano, il SRB può anche consultare la banca interessata. Il piano deve essere aggiornato almeno ogni anno o più frequentemente in caso di cambiamenti significativi nella situazione finanziaria o amministrativa della banca.

Componente fondamentale del piano di risoluzione è rappresentata dall'individuazione da parte del SRB degli eventuali ostacoli all'adozione del piano di risoluzione, derivanti ad esempio dall'insufficiente ammontare di passività assoggettabili al *bail-in*. Il regolamento SRM attribuisce al SRB – e per le banche più piccole alle autorità nazionali di risoluzione – il potere di prescrivere le misure strutturali necessarie a porre rimedio a queste carenze, sotto forma ad esempio di cambiamenti nella struttura finanziaria della banca e incremento, divisioni di attività, ecc.

Se la banca non soddisfa o rischia di non soddisfare i requisiti prudenziali individuati dal regolamento CRR e dalla direttiva CRD4 in tema di requisiti minimi di capitalizzazione, la BRRD attribuisce all'autorità di supervisione poteri di intervento tempestivo, inclusi poteri di imporre agli amministratori di

[20] Per le banche i cui poteri di risoluzione sono attribuiti dal regolamento SRM alle autorità nazionali di risoluzione il SRB ha il compito di adottare gli schemi di risoluzione nei casi in cui questi comportino il ricorso al Fondo unico di risoluzione.

adottare misure volte a ripristinare la solidità finanziaria della banca. L'autorità di supervisione può anche sostituire temporaneamente gli amministratori.

Se invece l'autorità di supervisione competente considera la banca in situazione di dissesto o a rischio di dissesto (*failing or likely to fail*)[21], l'autorità di risoluzione può procedere alla sua risoluzione utilizzando uno o più strumenti messi a disposizione dalla BRRD e dal regolamento SRM: vendita dell'attività della banca, creazione di una *bridge-bank*, costituzione di una *bad bank* alla quale trasferire crediti anomali e attività di difficile valutazione, e il *bail-in*.

La BBRD è entrata in vigore il 1° gennaio 2015 mentre le norme sul *bail-in* saranno applicate a partire dal primo gennaio 2016. Ciò significa che nel corso del 2015 anche nell'area euro le autorità di risoluzione rimarranno quelle nazionali, in attesa che il SRB assuma i pieni poteri previsti dal regolamento SRM il primo gennaio 2016.

Lo strumento del *bail-in* ha la funzione di permettere la ricapitalizzazione di una banca coinvolgendo nelle perdite alcune classi di creditori della stessa banca. In particolare, il *bail-in* prevede la conversione obbligatoria di strumenti di debito in azioni, la riduzione del loro valore o la loro cancellazione. Secondo quanto previsto nell'art. 27(3) SRM, sono escluse dall'applicazione del *bail-in* una serie di passività, in primo luogo quelle garantite da garanzie reali o altre garanzie, i debiti verso le autorità fiscali. Per tutelare i titolari di depositi garantiti dal Fondo di garanzia dei depositi, lo strumento del *bail-in* non si applica nemmeno ai depositi protetti dalla direttiva DGS (fino a 100.000 euro). Inoltre, per garantire la continuità delle funzioni essenziali lo strumento del *bail-in* non si applica né alle passività nei confronti dei dipendenti dell'ente in dissesto né ai debiti commerciali.

Per limitare il rischio di contagio sistemico, lo strumento del *bail-in* non si applica poi nemmeno alle passività derivanti dalla partecipazione a sistemi di pagamento con una durata residua inferiore a sette giorni, o alle passività verso altre banche – escluse quelle appartenenti allo stesso gruppo — con una scadenza originaria inferiore a sette giorni.

Inoltre, le autorità di risoluzione possono escludere in talune circostanze altre categorie di passività, integralmente o parzialmente, ad esempio quando non sia possibile applicare lo strumento del *bail-in* in tempi ragionevoli, o qualora l'esenzione sia necessaria per evitare il diffondersi di contagio e instabilità finanziaria (ad esempio i depositi ammissibili detenuti da persone fisiche o da piccole e medie imprese superiori al livello di copertura del Fondo di garanzia).

Il Fondo unico di risoluzione può intervenire per finanziare la risoluzione[22]

[21] Vedi al riguardo l'Art. 32(4) SRM.

[22] Da notare che l'art. 76 SRM precisa che il Fondo non può essere utilizzato per assorbire direttamente le perdite o per ricapitalizzare una banca in difficoltà, ma per integrare il

fino ad un massimo del 5% del totale delle passività, a condizione che l'8% del totale delle passività sia stato già assoggettato alla procedura di *bail-in*. Inoltre, la comunicazione della Commissione europea del 30 luglio 2013 sugli aiuti di stato alle banche[23] – richiamata dalla BRRD e dal regolamento SRM – prescrive che in ogni caso l'intervento del fondo debba avvenire soltanto successivamente all'assoggettamento a *bail-in* delle intere disponibilità dei mezzi patrimoniali (inclusi i prestiti subordinati), anche qualora tali disponibilità siano superiori all'8% del passivo.

La BRRD e il regolamento SRM prevedono una rigorosa sequenza per l'assoggettamento delle passività al *bail-in*. Secondo quanto disposto nell'art. 17 SRM, per un dato ammontare di perdite e di necessaria ricapitalizzazione,[24] le passività verranno assoggettate al *bail-in* nel seguente ordine, dopo l'assorbimento del capitale di livello 1 (*CET1*):

- il capitale aggiuntivo di livello 1 (*AT1)*;
- il capitale di livello 2 (*Tier 2*);
- gli altri debiti subordinati non ricompresi nel capitale;
- le passività non garantite, i depositi interbancari la cui scadenza originaria è superiore ai 7 giorni, i depositi delle grandi imprese che eccedono il livello di copertura del fondo di garanzia (il *bail-in* sarà applicato *pro quota* a tali passività) e le passività in derivati[25];
- i depositi delle piccole e medie imprese e delle persone fisiche superiori al livello di copertura del Fondo di garanzia dei depositi (anche in questo caso il *bail-in* sarà applicato *pro quota* a tali passività);
- il Fondo di garanzia dei depositanti. Poiché i depositi sotto i 100.000 euro sono esentati dall"applicazione del *bail-in*, il Fondo di garanzia è chiamato a contribuire in contanti per l'eventuale ammontare relativo al coinvolgimento nel *bail-in* dei depositi garantiti.

---

ricorso agli strumenti di risoluzione, ad es. finanziando garanzie a favore della banca in risoluzione, finanziando la *bridge bank* o la *bad bank*, ecc.

[23] Vedi: *http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2013:216:FULL&from=IT* e *http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013XC0730(01)R(02)&from=EN*.

[24] Da notare che, secondo l'Art. 27(1)(a) SRM, la funzione del *bail-in* è di ricapitalizzare la banca in difficoltà al fine non solo di ristabilire le condizioni all'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria ex CRD4, ma anche di garantire un ulteriore presidio di capitale tale da ottenere un grado sufficiente di fiducia da parte del mercato finanziario nella stabilità della banca.

[25] Da notare che secondo quando previsto nella BRRD l'EBA (l'Autorità bancaria europea) dovrà sottoporre alla Commissione europea entro il 3 gennaio 2016 uno schema di regolamento attuativo nel quale verranno precisate le relative modalità di calcolo.

Durante l'applicazione del *bail-in* l'autorità di risoluzione dovrà assicurarsi che nessun creditore subisca perdite superiori a quelle che avrebbe subito se le banca fosse stata liquidata con procedura ordinaria di insolvenza (vale quindi il cd. principio del *no creditor worse off than in insolvency*).

Vi sono poi due circostanze in cui, sia pure in via eccezionale, è possibile erogare aiuti ulteriori rispetto a quelli del Fondo di risoluzione. In primo luogo, l'art. 27(9) SRM prevede che in circostanze straordinarie ulteriori finanziamenti possono essere reperiti a condizione che il finanziamento del Fondo di risoluzione sia stato erogato per il 5% delle passività totali e che tutte le passività non garantite – ad eccezione dei depositi ammissibili – siano state assoggettate a *bail-in*. In secondo luogo, l'art. 37(10) BRRD prevede che in caso di crisi sistemica, l'SRB potrà fare ricorso a strumenti pubblici di stabilizzazione a condizione che l'8% delle passività totali sia stato assoggettato a *bail-in* e che l'aiuto sia stato approvato nell'ambito della disciplina sugli aiuti di Stato (Comunicazione della Commissione europea sugli aiuti di Stato nel settore bancario del 30 luglio 2013).

Infine, l'art. 18(4)(d) del regolamento SRM prevede in caso di rischio per la stabilità finanziaria la possibilità di concedere aiuti pubblici straordinari al di fuori della procedura di risoluzione, senza quindi il ricorso allo strumento del *bail-in*, a condizione che la banca non sia in situazione di insolvenza[26].

La direttiva BRRD e il regolamento SRM presentano quindi una gamma di interventi possibili per permettere la ricapitalizzazione di una banca in difficoltà:

- lo strumento principale di ricapitalizzazione è rappresentato dal *bail-in*, che si applica alle passività sopramenzionate
- l'art. 27(5) SRM[27] permette poi al SRB di esentare in circostanze eccezionali in tutto o in parte dal *bail-in* alcune categorie di creditori di cui all'art. 17 SRM[28].
- l'art. 27(9) SRM[29] prevede in casi eccezionali la possibilità di un intervento

[26] Si tratta in particolare di aiuti sotto forma di garanzie pubbliche per avere accesso a linee di liquidità da parte di una banca centrale o per l'emissione di debito. Infine, tali aiuti possono aver luogo sotto forma di acquisto di fondi propri o di strumenti di capitale nell'ambito di esercizi di *stress test* o di *asset quality review*.

[27] Corrispondente all'art. 44(3) BRRD.

[28] D'altra parte, il rispetto del principio secondo il quale nessun creditore può essere svantaggiato rispetto alle normali procedure di insolvenza (*no creditor worse off than insolvency*) potrà necessitare il ricorso al Fondo di risoluzione per compensare i creditori che per effetto dell'applicazione di questa previsione subiscano un trattamento peggiore di quello che avrebbero subito in caso di procedura ordinaria di liquidazione.

[29] Corrispondente all'art. 44(7) BRRD.

pubblico previa applicazione del *bail-in* a tutti i crediti assoggettabili ad eccetto dei depositi e previo ricorso al Fondo di risoluzione per il 5% delle passività totali (ad esempio, è solo in questo ambito che può essere fatto ricorso all'ESM);

- l'art. 37(10) BRRD prevede poi in caso di crisi sistemica la possibilità di fare ricorso a strumenti pubblici di stabilizzazione[30] a condizione di assoggettare a *bail-in* l'8% delle passività totali e di rispettare le norme applicabili sugli Aiuti di stato;
- l'art. 18(4)(d) prevede la possibilità di concedere garanzie pubbliche – senza che questo comporti l'apertura della procedura di risoluzione e quindi del *bail in* – per l'accesso a linee di liquidità di una banca centrale o per l'emissione di nuovo debito, a condizione che la banca sia solvibile e che soddisfi i requisiti per l'autorizzazione bancaria, in primo luogo in termini di requisiti minimi di capitale. La Comunicazione della Commissione europea prevede però anche in questo caso che debbano prima contribuire alle perdite (c.d. *burden sharing*) tutti gli strumenti di capitale e di debito subordinato. La Comunicazione peraltro prevede la possibilità di non applicare il *burden sharing* nei casi in cui quest'ultimo darebbe luogo a risultati sproporzionati o a instabilità finanziaria. Infine, l'art. 18(4)(d) prevede anche la possibilità di fare ricorso a fondi pubblici senza l'apertura della procedura di risoluzione per fare fronte a necessità di ricapitalizzazione (c.d. *capital shortfall)* individuate in seguito a esercizi di valutazione dei bilanci (revisione della qualità degli attivi o *Asset Quality Review* e prove di resistenza, o *stress test)*, a condizione di essere coerenti con la disciplina sugli aiuti di Stato.

4. Analisi empirica sull'applicazione del *bail-in*

L'obiettivo di questo capitolo è di valutare empiricamente gli effetti delle misure del *bail-in* sui gruppi bancari italiani[31]. I gruppi bancari sono stati classificati in tre gruppi a seconda delle loro dimensioni per rifletterne le differenze nella struttura del passivo (piccola, media, grande). Il loro bilancio è stato riordinato secondo le previsioni della normativa BBRD e SRM sul *bail-in*.

I dati sulle obbligazioni garantite (escluse dal *bail-in*), non disponibili nella banca dati dell'ABI, sono stati estratti dalla banca dati Dealogic. I dati sulla

[30] Descritti agli artt. da 56 a 58 BRRD.

[31] L'archivio statistico contenente i dati di bilancio alla data di dicembre 2013 è stato reso disponibile dalla Associazione bancaria italiana per gli scopi di questa analisi. I gruppi bancari italiani controllati da una banca estera sono stati esclusi da questa analisi.

distribuzione dei depositi garantiti sono stati reperiti attraverso il Fondo interbancario di tutela dei depositi.

Al fine di valutare l'impatto del *bail-in* sui vari detentori di passività bancarie, è stato necessario formulare ipotesi sull'ammontare di depositi superiori ai 100.000 euro detenuti da persone fisiche o piccole e medie imprese, dato non disponibile agli autori. Questo ammontare è stato ipotizzato essere pari al 25% del totale dei depositi verso la clientela[32].

La Figura 1 mostra la struttura del passivo dei gruppi bancari italiani a fine 2013, riclassificata secondo le previsioni della BBRD e SRM. Le passività sono riportate in percentuale del totale passivo e in base alla sequenza con la quale sarebbero coinvolte nell'applicazione del *bail-in*. Tutte le percentuali rappresentano il valore medio delle passività delle banche incluse nei rispettivi gruppi.

Leggendo il grafico dal basso verso l'alto, le passività disponibili per assorbire perdite (quindi soggette al *bail-in* dopo l'azzeramento del capitale *CET1*) sono: il capitale aggiuntivo di primo livello (*AT1*), il capitale di secondo livello (*Tier 2*) e i debiti subordinati. In seguito verrebbe assoggettato a *bail-in* l'aggregato comprendente: obbligazioni non garantite, depositi interbancari con scadenza residua sopra i sette giorni e depositi di larghe imprese superiori ai 100.000 euro. Nella Figura 1 tale aggregato è delineato da una linea spezzata, per evidenziare che le passività che lo compongono sarebbero colpite dal *bail-in* simultaneamente e pro-quota. In seguito, sarebbe assoggettata al *bail-in* la categoria dei depositi delle piccole e medie imprese e delle persone fisiche sopra i 100.000 euro. Infine, il Fondo di garanzia dei depositi sarebbe chiamato a contribuire alla ricapitalizzazione della banca. Poiché nel grafico viene mostrato l'intero passivo, l'ultimo rettangolo in alto rappresenta la categoria residuale contenente le passività esenti dall'applicazione del *bail-in*[33].

Dalla Figura 1 si osserva la differente struttura del passivo tra banche italiane di grande, media e piccola dimensione. Le banche di piccola dimensione presentano un ammontare più elevato di depositi sotto i 100.000 euro, quindi garantiti dal Fondo, ed un livello medio più elevato di capitalizzazione.

Per le banche di grande dimensione gli strumenti relativi a capitale di migliore qualità, strumenti ibridi e prestiti subordinati rappresentano quasi l'8% del passivo, mentre per le banche medie e piccole essi sono pari rispettivamente all'8,2% e al 10,2% del passivo.

Come visto sopra nel capitolo 3, il Fondo di risoluzione potrà intervenire dopo

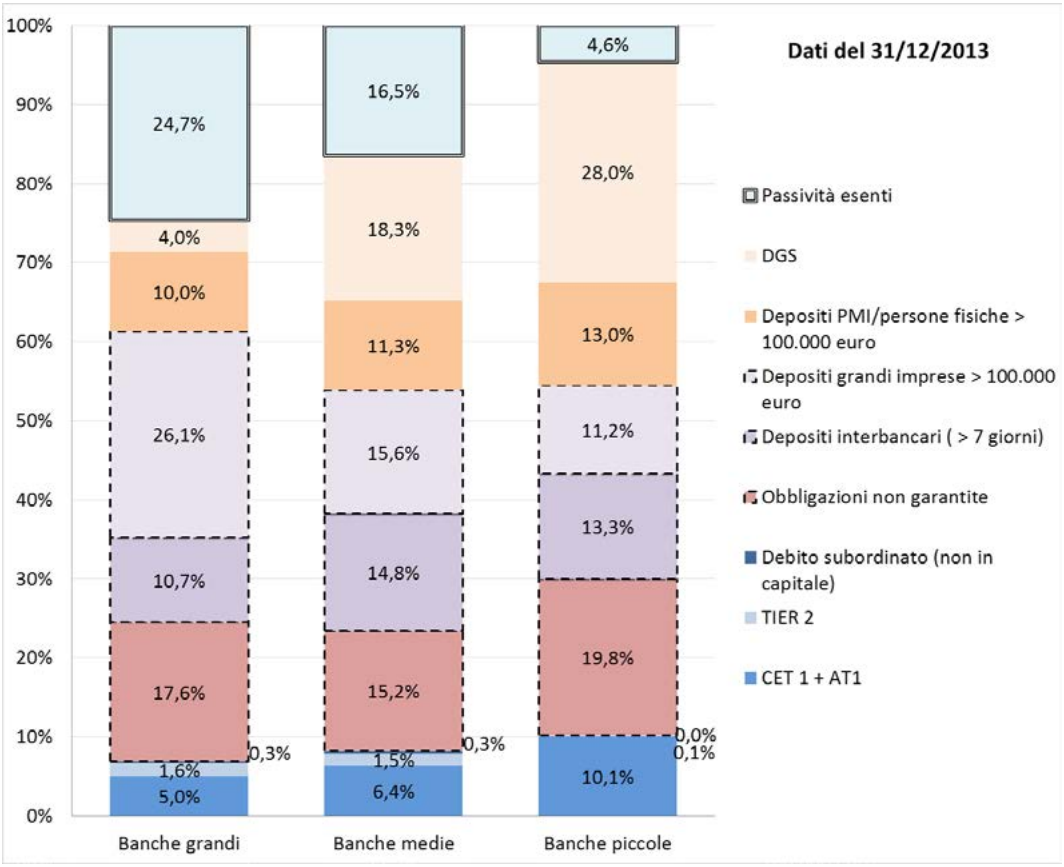
[32] Tale ipotesi è analoga a quella formulata in un recente studio della Commissione europea sulla materia.

[33] Per il momento, in attesa del regolamento attuativo della Commissione europea, tale aggregato comprende anche tutte le passività in derivati.

che l'8% del totale del passivo sarà stato assoggettato alla procedura di *bail-in* o comunque dopo che l'intero capitale e debito subordinato sarà assoggettato a *bail-in* qualora superiore all'8% del totale passivo. In Italia in media tutte le banche raggiungono (o sono molto vicine a raggiungere nel caso delle banche grandi) la soglia dell'8% con il capitale e i debiti subordinati; sarebbe quindi in linea di principio possibile permettere l'intervento del Fondo di risoluzione senza imporre il *bail-in* ad altre categorie di creditori. Tra i detentori di prestiti subordinati vi potrebbero tuttavia essere categorie di creditori suscettibili di protezione, quindi di esclusione dal *bail-in* al ricorrere delle condizioni previste, ad esempio i detentori *retail*[34].

[34] Cfr. BANCA D'ITALIA, *Le nuove regole in materia di aiuti di Stato*, Rapporto sulla Stabilità Finanziaria n. 6, novembre 2013: "A settembre 2013 l'ammontare di questi strumenti (crediti subordinati, ndr) emessi da banche aventi sede in Italia era pari a 61 miliardi di euro (il 3,7 per cento delle attività ponderate per il rischio e l'1,9 del complesso delle passività); si stima che circa 35 miliardi fossero detenuti da famiglie". Tra i 15 gruppi bancari partecipanti all'esercizio di valutazione approfondita condotto dalla BCE (*comprehensive assessment*), ai gruppi con un capitale regolamentare di più elevata qualità (*core tier 1 ratio*) superiore al 10% facevano capo 45 miliardi, di cui 24 in mano a famiglie.

Figura 1. - *Analisi empirica dell'applicazione del* bail-in *alla popolazione delle banche italiane*



Fonte: elaborazioni degli autori sulla base di dati forniti dall'Associazione bancaria italiana e dal Fondo interbancario di tutela dei depositi (FITD).

Dal grafico si rileva quindi che anche per perdite elevate né i depositanti né i creditori non subordinati delle banche italiane sarebbero coinvolti nel *bail-in*. Per dare un'idea dell'ammontare delle perdite, nel periodo 2008-2010 la perdita media nel settore bancario europeo è stata leggermente inferiore al 3% del totale attività e solo una banca ha registrato perdite superiori all'8%[35].

[35] Disponibile sul sito: *http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140512.en.html*.

5. Conclusioni

L'obiettivo dello strumento del *bail-in* è di rendere più efficaci i meccanismi di risoluzione delle crisi, "internalizzando" eventuali perdite bancarie, facendole cioè ricadere in primo luogo su azionisti e creditori e non sui contribuenti, e rafforzando la disciplina di mercato. I creditori delle banche saranno probabilmente più selettivi nelle scelte di investimento e nel decidere se affidare le loro risorse a una banca terranno sempre più conto della possibilità per quest'ultima di permettere l'intervento del Fondo senza che i creditori vengano assoggettati al *bail-in*. La decisione del legislatore comunitario di fare riferimento per l'applicazione del *bail-in* alle passività totali delle banche contribuirà a facilitare il controllo da parte del mercato finanziario delle possibili conseguenze dell'applicazione del *bail-in* alle singole banche.

Il regolamento SRM attribuisce al SRB il compito di garantire che il meccanismo del *bail-in* venga applicato alle passività fin quando non emergano rischi sistemici dalla sua applicazione. Come è stato sottolineato da alcuni commentatori qualificati (Goodhart, Mayes, Dewatripont), tali rischi potrebbero emergere anche prima del raggiungimento della soglia minima per l'intervento del fondo di risoluzione.

A livello istituzionale, è in fase avanzata il dibattito tra i membri del *Financial Stability Board* (FSB) riguardante il rafforzamento della capacità di assorbire le perdite delle banche globali a rilevanza sistemica (cosiddette *Global Systemically Important Banks, G-SIBs*) attraverso l'imposizione di un requisito minimo di capitale e altre passività eleggibili (*Total Loss Absorbency Capacity, TLAC*). Il documento di consultazione pubblicato dal FSB il 4 Novembre 2014 prefigura l'introduzione di un livello minimo di passività parametrate alle attività ponderate per il rischio largamente superiori agli attuali livelli di capitalizzazione definiti in Basilea 3 [36].

Nell'ambito europeo, la legislazione ha adottato il concetto di *Minimum requirement of own funds and eligible liabilities* (MREL, cfr. art. 45 BRRD), la cui dimensione sarà stabilita dalle autorità competenti in base agli *standard* regolamentari emanati dall'EBA. La capacità di assorbimento delle perdite attraverso strumenti di capitale e passività ammissibili è quindi un aspetto essenziale del nuovo regime europeo di risoluzione. Come nella BRRD, l'art. 12 del regolamento SRM attribuisce al SRB il compito di individuare per tutte le banche il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili.

L'impostazione presente del SRM-BRRD è stata quella di non prescrivere quali passività mantenere per il livello minimo di *bail-in* ma di indicare invece

[36] Il documento di consultazione è disponibile sul sito: *http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/TLAC-Condoc-6-Nov-2014-FINAL.pdf.*

un livello minimo di passività da assoggettare a *bail-in* prima dell'intervento del fondo di risoluzione e, in casi eccezionali, di strumenti pubblici di sostegno addizionale.

È tuttavia ipotizzabile, al fine di dare seguito alla raccomandazione del FSB – quando finalizzata – concernente l'adozione di un requisito minimo di TLAC per le G-SIBs, che in un prossimo futuro venga adottato un simile requisito anche per le grandi banche europee.

Come sottolineato dal Governatore della Banca d'Italia recentemente, le banche italiane presentano un livello di capitalizzazione – espresso in termini di rapporto tra capitale di migliore qualità e le attività non ponderate per il rischio, o *leverage ratio* – superiore a quello medio delle banche di altri stati membri dell'area euro.[37]

Nel nostro studio empirico, abbiamo mostrato – con riferimento ai dati di bilancio di fine 2013 – che secondo i termini del regolamento SRM la quantità di strumenti patrimoniali e di prestiti subordinati delle banche italiane si avvicina o supera in media la soglia dell'8% delle passività totali.

[37] Si veda l'attuazione dell'Unione bancaria europea e il credito all'economia, Audizione del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, Roma, 15 dicembre 2014, in particolare p. 9, disponibile sul sito: *https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2014/Visco_15122014.pdf*.

LE DINAMICHE EVOLUTIVE DELLA FINANZA ITALIANA IN PROSPETTIVA STORICA

Giandomenico Piluso *

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Che cosa sappiamo delle dinamiche di lungo periodo? - 3. La formazione di una banca centrale e i rapporti tra banche e imprese. - 4. Le banche e le imprese: un modello di relazione efficiente? - 5. Conclusioni: finanza e crescita, un *puzzle* insoluto?

1. Introduzione

Il sistema finanziario italiano possiede alcune caratteristiche che si possono correttamente comprendere soprattutto, se non solamente, in chiave storica, per come esse si sono delineate e consolidate nella traiettoria evolutiva che ne ha definito i tratti specifici, anche in un'opportuna comparazione internazionale che miri a porre in luce eventuali e più recenti tendenze alla convergenza nei modelli istituzionali e regolamentari. In questo senso il sistema finanziario appare sì come il prodotto di atti e scelte del regolatore, ma anche come una complessa costruzione storica caratterizzata da processi tipicamente di *path dependency*. Le scelte del regolatore e la stratificazione di modelli operativi definiscono i processi evolutivi di lungo periodo del sistema finanziario, anche in relazione a opzioni di politica economica che ne possono condizionare esiti e orientamenti con effetti la cui estensione temporale tende a essere superiore a quella che li spiega e giustifica. Nei processi evolutivi di lungo periodo, in particolare, acquisiscono rilevanza tre fattori di co-determinazione delle traiettorie e della performance allocativa dei sistemi finanziari: a) i cicli legislativi con i quali il quadro normativo distribuisce i poteri regolamentari tra le autorità, pone vincoli e definisce opportunità per le istituzioni finanziarie, mercati e intermediari; b) le scelte delle autorità centrali assunte in relazione a obiettivi di politica economica volte a stabilizzare o promuovere la crescita mediante aggiustamenti al contesto internazionale; c) i processi innovativi endogeni al sistema finanziario mediante i quali si adattano selettivamente i modelli definiti su scala internazionale per ibridazione con i singoli modelli operativi nazionali.

L'efficienza di una struttura finanziaria dipende quindi dai fattori che, in specifiche condizioni di contesto, ne determinano funzionalità e capacità innovative. Il livello di efficienza di una struttura finanziaria ne commisura

* Università degli Studi di Siena, Dipartimento di Economia Politica e Statistica.

la capacità di imprimere impulsi in favore della crescita economica favorendo la formazione di capitale fisico e umano, offrendo risorse aggiuntive a settori e imprese, selezionando in modo adeguato i progetti di investimento, accrescendo la propensione al risparmio e allentando i vincoli di liquidità. In accordo con una storiografia che sottolinea il carattere spurio dell'evidenza che si ricava dall'analisi dei principali casi nazionali[1], l'evidenza empirica raccolta per gli ultimi decenni e per un consistente gruppo di paesi non consente di stabilire quali siano i modelli istituzionali e operativi in grado di assicurare con livelli superiori di efficienza la formazione di capitale, selezionare in modo più efficace le imprese dinamiche e innovative, dare un miglior vaglio dei meriti di credito mediante una più efficiente raccolta e gestione di informazioni, contenere le asimmetrie tra prestatori e debitori[2]. Se da un lato è difficile individuare un modello ottimo di struttura finanziaria – orientata agli intermediari piuttosto che ai mercati –, dall'altro sono state individuate le tendenze evolutive correlate positivamente alla crescita economica: la riduzione del peso relativo degli istituti di emissione, l'aumento delle passività delle istituzioni finanziarie in rapporto al reddito aggregato, la crescita della quota di credito offerta al settore privato e la riduzione dei finanziamenti al settore pubblico[3]. La crescita di produttività e reddito appare peraltro positivamente correlata a sistemi finanziari evoluti e dotati di maggiore liquidità, mentre sarebbe meno rilevante il peso relativo dei mercati e degli intermediari nei sistemi di intermediazione[4]. Nonostante sia stata posta una notevole enfasi sulla funzione dei mercati nell'allocare efficientemente risorse e promuovere imprese innovative[5], i dati empirici a questo riguardo non sono univoci e l'idea che i sistemi giuridici di *common law* si prestino meglio di quelli *civil law* a favorire lo sviluppo di mercati finanziari efficienti[6] non viene confermata dai casi in cui tra intermediari e mercati si è

[1] R. CAMERON (a cura di), *Banking in the Early Stages of Industrialization*, New York, Oxford University Press, 1967.

[2] A. DEMIRGÜÇ KUNT-R. LEVINE (a cura di), *Financial Structure and Economic Growth. A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Cambridge (Mass.), MIT Press, 2001; R. LEVINE, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, in P. AGHION-S. DURLAUF (a cura di), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam, Elsevier, 2005.

[3] R.G. KING-R. LEVINE, *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1993, vol. 108, 3, 717-737.

[4] R. LEVINE, *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*, in *Journal of Financial Intermediation*, 2002, 11, 398-428; R. LEVINE, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, cit.

[5] R. RAJAN-L. ZINGALES, *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, in *Journal of Financial Economics*, 2003,vol. 69, n. 1, 5-50.

[6] R. LA PORTA-A. LOPEZ DE SILANES SCHLEIFER-R.W.VISHNY, *Law and Finance*, in

conseguita un'integrazione, come quello della Germania guglielmina[7].

Le dinamiche di lungo periodo della struttura finanziaria italiana presentano un'interessante evidenza sia dei processi di formazione e selezione dei modelli regolamentari e operativi degli intermediari, sia dei comportamenti sistemici di mercato e intermediari. I meccanismi di *path dependence* consente di spiegare scelte e inefficienze nei processi di genesi e selezione dei modelli operativi non confermano l'idea che esista un modello di intermediari in grado di promuovere più efficacemente investimenti e crescita. Se la banca universale fu capace di attivare gli investimenti connessi alla trasformazione strutturale conseguita tra la fine dell'Ottocento e la prima guerra mondiale dall'economia italiana, si è invece dimostrata incapace di attivare processi positivi di crescita negli ultimi vent'anni: il ritorno a forme di *universal banking* è stato infatti associato a fenomeni di stagnazione sostanziale della produttività e a un declino relativo del reddito pro capite che delinea un processo di lenta divergenza dell'economia italiana dalle economie a più alto reddito[8].

La letteratura storico-economica sulla struttura finanziaria permette di precisare dinamiche e tratti originali del sistema italiano in rapporto alle scelte regolamentari e ai comportamenti di intermediari e mercati. Le dinamiche di lungo periodo consentono di individuare, in particolare, i meccanismi che producono fenomeni di instabilità così da consentire di inquadrare opportunamente i processi di formazione e evoluzione e del *central banking* in relazione a obiettivi di stabilità finanziaria *e* di politica economica e monetaria. Tali obiettivi spiegano in larga misura per quali ragioni i mercati finanziari non si siano sviluppati in Italia, né si sia compiutamente realizzata l'integrazione con le banche universali dando piuttosto origine, dagli anni venti del novecento, a un modello di intermediazione e allocazione specifico, imperniato sugli istituti di credito speciale. Le scelte regolamentari e istituzionali delineatesi tra gli anni venti e trenta sono alla base della ridefinizione dei rapporti tra banca e impresa e dovrebbero, quanto meno in parte, motivare le *performance* degli intermediari nell'allocazione delle risorse in termini di selezione di imprese e settori.

Journal of Political Economy, 1998, 106, 1113-55.

[7] C. FOHLIN, *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power*, Cambridge and New York, Cambridge University Press, 2007.

[8] G. PILUSO, *From the Universal Banking to the Universal Banking: a Reappraisal*, in *Journal of Modern Italian Studies*, 2010, vol. 15, 1, 84-103, special issue edited by P. Malanima and V. Zamagni.

2. Che cosa sappiamo delle dinamiche di lungo periodo?

Dalla ricostruzione statistico-quantitativa realizzata alla metà degli anni settanta da Biscaini Cotula e Ciocca appare evidente che il sistema finanziario italiano si configura come un sistema ampiamente banco-centrico – *bank oriented* secondo la discussa tassonomia introdotta da Rybczynski – sin dagli inizi del '900, e in particolare assume tale orientamento dopo e per effetto della crisi del 1907[9]. Le serie storiche recentemente ricostruite dalla Banca d'Italia permettono di precisare l'evidenza che si poteva ottenere dall'analisi delle serie degli indicatori *à la* Goldsmith (tipicamente, tra tutti, il FIR) disponibili sin dagli anni '70. Le serie storiche delle principali voci di bilancio aggregate per l'intero sistema bancario e per le sue principali componenti indicano che il sistema bancario italiano converge lentamente verso le dimensioni e le caratteristiche dei sistemi appartenenti alle economie più sviluppate[10], una conferma dell'ipotesi proposta da Marco Onado in una sintesi di alcuni anni fa[11].

L'analisi delle serie del sistema bancario condotte da De Bonis e Silvestrini (2012 e 2014) mostra alcune regolarità che consentono di confermare le ipotesi di genesi dei fenomeni di instabilità e crisi formulate negli ultimi anni da Reinhart e Rogoff (2009) e sottoposte a verifica da una letteratura in crescita[12]. In generale, il sistema bancario italiano conferma una dinamica positiva in termini di co-movimenti (*comovements*) dei due principali indicatori utilizzati in letteratura: il rapporto tra credito e prodotto interno lordo e il rapporto tra raccolta (depositi) e prodotto interno lordo. Nella dinamica del sistema bancario italiano dall'unificazione a oggi si possono in particolare osservare comovimenti specifici per due sottoserie: la prima, poco più che secolare, si estende dal 1861 al 1973; la seconda, originata in concomitanza del primo *shock* petrolifero, si

[9] A.M.BISCAINI COTULA-P. CIOCCA, *Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)*, in F. VICARELLI (cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Bologna, Il Mulino, 1978.

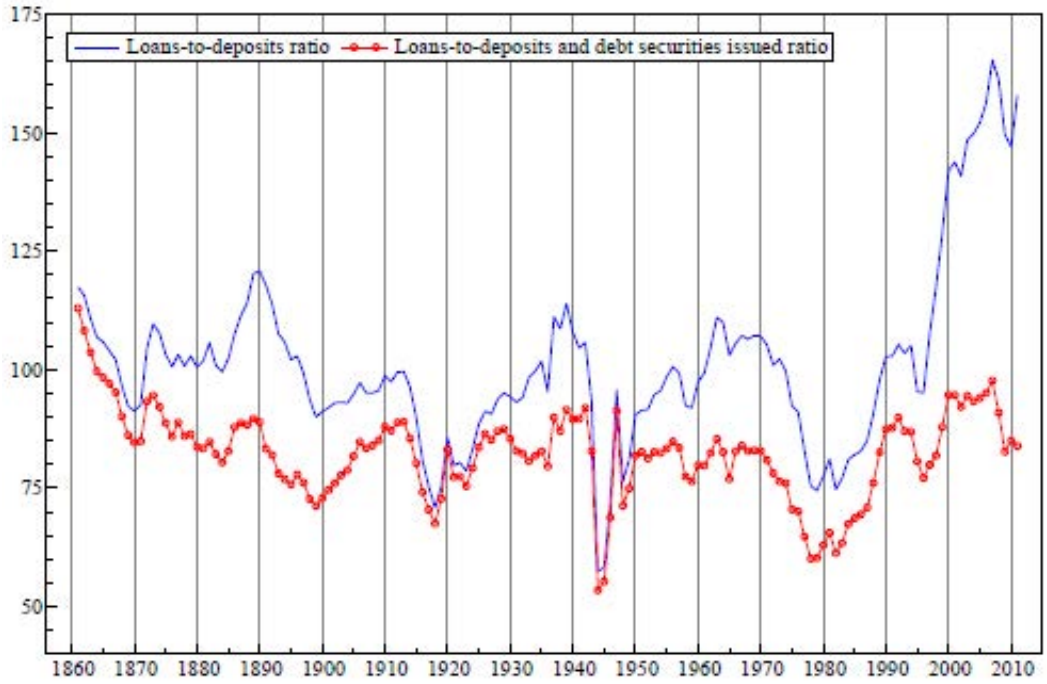
[10] R. DE BONIS R.-FARABULLINI F.-ROCCHELLI M.-SALVIO A., *Nuove serie storiche sull'attività di banche e altre istituzioni finanziarie dal 1861 al 2011: che cosa ci dicono?*, in *Banca d'Italia. Quaderni di Storia Economica*, 2012, n. 26 ; R. DE BONIS-A. SILVESTRINI, *The Italian Financial Cycle: 1861-2011*, in *Cliometrica*, 2014, n. 1, 301-334.

[11] M. ONADO, *La lunga rincorsa: la costruzione del sistema finanziario*, in P. CIOCCA-G. TONIOLO (a cura di), *Storia economica d'Italia*, in vol. 3, *Industrie, mercati, istituzioni*, t. 2, *I vincoli e le opportunità*, Roma-Bari, Laterza, 2004.

[12] Si veda, tra gli altri, C. BORIO, *The Financial Cycle and Macroeconomics: What We Have Learnt*, BIS working papers, n. 395, 2012.

estende dai primi anni '70 sino agli ultimi anni[13].

Figura 1. - *Il "*funding gap*", 1861-2011*



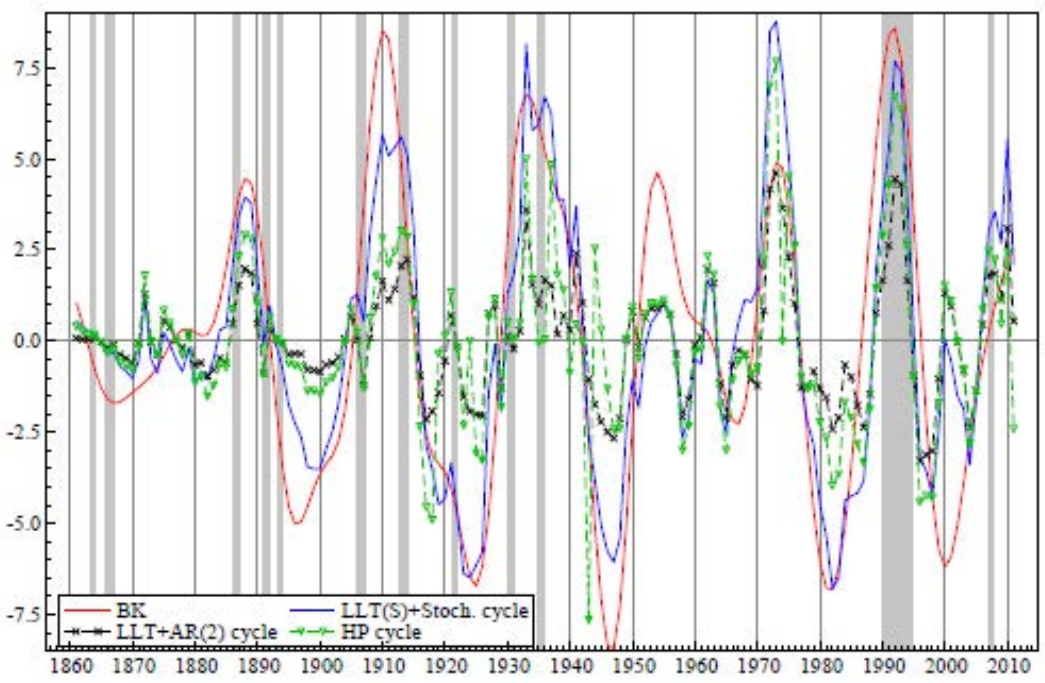
Fonte: De Bonis e Silvestrini, 2013, 34, Figura 2.

In particolare, i cicli finanziari confermano la tendenza alla formazione di fenomeni di instabilità attraverso il *funding gap* che precederebbe, per il caso italiano, le crisi sistemiche in otto casi sui dodici riscontrati dal 1860 a oggi[14]. La correlazione tra episodi di *funding gap* e fenomeni di instabilità e crisi finanziaria si può apprezzare con riferimento ai cicli finanziari misurati mediante l'uso di alcuni coefficienti: il ratio tra prestiti e depositi raccolti dal sistema bancario e il ratio tra i prestiti erogati e l'insieme della raccolta diretta (depositi) e realizzata mediante l'emissione di obbligazioni, come si osserva nelle Figure 1 e 2 riprese da De Bonis e Silvestrini (2014).

[13] R. DE BONIS-A. SILVESTRINI, *The Italian Financial Cycle: 1861-2011*, cit.

[14] R. DE BONIS-A. SILVESTRINI, *The Italian Financial Cycle: 1861-2011*, cit.

Figura 2. - *Il ciclo finanziario in Italia, 1861-2011*



Fonte: De Bonis-Silvestrini, 2013, 38, Figura 6.

Come si può rilevare dalla Figura 1 i coefficienti tra prestiti concessi dal sistema bancario e la raccolta complessiva, nelle due differenti componenti, tendono ad anticipare i fenomeni di instabilità maggiori durante l'Ottocento e nella prima metà dell'Ottocento tendendo invece a contenerne gli effetti negativi dopo la seconda guerra mondiale, probabilmente, oltre che come conseguenza della regolamentazione, anche per effetto della crescita dell'economia e delle politiche economiche connesse. Gli effetti negativi del *funding gap* riappaiono invece evidenti nei primi anni '90, come si vede nella Figura 2. Da quelle serie emerge anche l'importanza relativa dei mercati interbancari esteri a cui le maggiori banche italiane si affidavano per ottenere risorse aggiuntive in alcune fasi, secondo una dinamica rilevata da Antonio Confalonieri nei suoi studi fondamentali sui rapporti tra banche e imprese dalla fine dell'Ottocento sino alla crisi dei primi anni '30[15]. In particolare, questa canale di raccolta spiegherebbe la marcata crescita del ratio tra crediti e depositi, un indicatore relativamente stabile sino alla fine del secolo scorso, che si sarebbe sommato

[15] A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia (1894-1907)*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1974-76.

all'aumento delle risorse raccolte mediante l'emissione di obbligazioni da parte degli intermediari. L'accelerazione marcata del coefficiente dopo il 2000 (tra 1,4 e 1,65) si distingue nettamente dalla quasi fisiologica ripresa seguita alla lunga fase di disintermediazione degli anni ottanta. La dinamica di questo indicatore è determinata, nel lungo periodo, dal grado di apertura ai mercati internazionali[16].

Le serie storiche stimate recentemente consentono un'analisi delle dinamiche di lungo periodo del sistema bancario italiano, anche nelle sue singole componenti funzionali. Una delle possibili linee di sviluppo di questo genere di analisi potrebbe risiedere nell'analisi micro-fondata delle dinamiche degli intermediari e delle imprese, e in particolare delle imprese di grandi dimensioni, per le quali si dispone dei dati di bilancio dei repertori dell'Assonime e di Mediobanca-R&S[17].

3. La formazione di una banca centrale e i rapporti tra banche e imprese

Le ricerche condotte sul sistema bancario nel lungo periodo consentono ora di riconsiderare, sulla scorta di nuova evidenza, i processi di formazione e evoluzione delle forme di *central banking* delineatesi in Italia ponendole in relazione agli obiettivi di stabilità dell'economia italiana. La "lunga convergenza" del sistema bancario italiano è in effetti legata ai processi di monetarizzazione dell'economia e alla correlata formazione di una banca centrale. Ciò si può, in particolare, rilevare sin dall'adozione del corso forzoso del maggio 1866, un atto che si configurò come la prima affermazione di sovranità monetaria da parte del nuovo Regno[18]. Non potendo ricorrere, in una fase particolarmente delicata per la stessa continuità politica del nuovo stato, alla leva dell'imposizione fiscale o all'ulteriore crescita dello *stock* di debito conseguibile sui mercati finanziari solo a tassi punitivi[19], la dichiarazione di inconvertibilità della lira, da un lato, permise di ottenere la copertura del bilancio pubblico mediante il ricorso alla leva monetaria, ma, dall'altro, i suoi effetti interessarono l'intero sistema bancario poiché, attraverso l'aumento della massa monetaria, di fatto

[16] R. DE BONIS-A. SILVESTRINI, *The Italian Financial Cycle: 1861-2011*, cit.

[17] R. GIANNETTI-M. VASTA (a cura di), *Evolution of Italian Enterprises in the 20th Century*, Heidelberg, Physica Verlag, 2006.

[18] M. FRATIANNI-F. SPINELLI, *A Monetary History of Italy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1997.

[19] V. ZAMAGNI,, *Il debito pubblico italiano 1861-1946: ricostruzione della serie storica*, in *Rivista di storia economica*, n.s., 1998, vol. 14, n. 3, 207-242.

l'inconvertibilità si tradusse nella prima modernizzazione del sistema dei pagamenti mediante un rapido aumento della quota dei depositi bancari sul reddito aggregato[20]. La crescita della circolazione monetaria, più specificamente, rafforzò la posizione dei sei istituti di emissione – ma in primo luogo della Banca Nazionale nel Regno d'Italia e dei banchi meridionali (Banco di Napoli e Banco di Sicilia) – e favorì la crescita degli attivi degli altri intermediari nella fase di prima diffusione degli istituti di credito mobiliare di tipo francese (il Credito Mobiliare e la Banca Generale) connessa ai cicli degli investimenti nelle costruzioni e nelle infrastrutture (in particolare in quelle ferroviarie) legati agli investimenti esteri[21].

Tra Otto e Novecento gli istituti di emissione, in primo luogo la Banca Nazionale e poi la Banca d'Italia, si definirono così per gestire l'offerta di mezzi di pagamento anche in relazione alle necessità della finanza pubblica, assumendo per gradi le funzioni proprie di una banca centrale, quelle macro (moneta e cambio) e quelle micro (stabilità degli intermediari e dei mercati)[22]. Il ricorso alla monetizzazione dei disavanzi di bilancio richiesero la creazione di circuiti di distribuzione di quote crescenti del debito pubblico tra le componenti del sistema bancario che più fossero in grado di assorbire consolidato e rendita, come le casse di risparmio, in alternativa ai mercati esteri che condizionavano rendimenti e collocamento dei titoli pubblici italiani. Le forme di *fiscal dominance* collocarono i processi evolutivi della banca centrale tra finanza pubblica e sistema finanziario, con l'effetto indesiderato di drenare quote significative di risparmio interno con le quali si sarebbero potuti alimentare gli investimenti del settore privato[23]. I tentativi di attenuare il vincolo esterno costituito dalla dipendenza dell'alto *stock* di debito pubblico collocato all'estero, soprattutto sul mercato di Parigi, da un lato, separò così i circuiti controllati dagli intermediari che massimizzavano la funzione della raccolta, sotto l'egida degli istituti di emissione (soprattutto della Banca Nazionale), e, dall'altro, accentuò la difficoltà di provvista di liquidità da parte delle grandi banche di credito mobiliare che sostenevano gli investimenti a lungo termine mediante la provvista di fondi a breve sui mercati internazionali, secondo uno schema messo in luce da Daniel Verdier[24]. La gestione del debito pubblico e la correlata

[20] S. LA FRANCESCA, *Storia del sistema bancario italiano*, Bologna, Il Mulino, 2004.

[21] S. FENOALTEA,, *L'economia italiana dall'Unità alla grande guerra*, Roma-Bari, Laterza, 2006.

[22] C.A.E. GOODHART, *The Evolution of Central Banks*, Harvard, MIT Press, 1989.

[23] G. PILUSO-R. RICCIUTI, *Fiscal Policy and the Banking System in Italy. Have Taxes, Public Spending and Banks Been Procyclical in the Long-Run*?, in *CESifo working paper*, 2008, n. 2442.

[24] D. VERDIER, *Moving Money. Banking and Finance in the Industrialized World*, Cambridge,

crescita degli aggregati monetari innescarono un processo di modernizzazione degli intermediari in cui la *fiscal dominance* ne definivano la condizione sostanziale di politica economica e la stessa stabilità, in termini di sistema, in relazione ai cicli finanziari internazionali[25].

La ricorrente relazione di lungo periodo tra la politica monetaria e le necessità della finanza pubblica[26] costituisce un elemento delle scelte postunitarie di politica economica, influenzando l'operatività e la morfologia degli intermediari la cui articolazione in un compiuto sistema risentì di un dualismo tra le componenti locali di dimensioni minori, che drenavano risparmio (casse di risparmio e banche popolari), e le componenti di maggiori dimensioni delle banche di credito mobiliare legate all'offerta di fondi sui mercati internazionali da cui dipendeva, in parte, la dinamica degli investimenti in capitale fisso. La fase di caduta dei tassi di crescita del reddito aggregato dei primi anni novanta produsse una discontinuità nello schema di relazione tra debito pubblico, politica monetaria e intermediari, pur mantenendosi la dipendenza degli investimenti dai cicli internazionali e dai capitali esteri. La crisi di fine secolo venne superata realizzando un riassetto istituzionale che ridusse a tre gli istituti di emissione, con la costituzione della Banca d'Italia (1894), e ancorando la politica monetaria al *gold standard* internazionale così da contenere il costo del debito pubblico, il cui *stock* superò il 120% in rapporto al reddito aggregato[27], per effetto delle politiche "imitative di scelte e comportamenti dei Paesi egemoni", come le guerre coloniali, storicamente alla base delle fasi di dilatazione del debito pubblico[28].

La fase di alta crescita del reddito dell'età giolittiana, positivamente correlata al ciclo internazionale, permise di ridurre il rapporto tra debito e prodotto aggregato, rapporto che si ridusse di circa 40 punti percentuali in un quindicennio. La crescita sostenuta e la contestuale riduzione dei disavanzi di bilancio consentirono di effettuare la conversione della rendita anche

---

Cambridge University Press, 2002.

[25] S. FENOALTEA, *L'economia italiana dall'Unità alla grande guerra*, Roma-Bari, Laterza, 2006; G. PILUSO, *Gli intermediari finanziari: evoluzione e rapporti con le imprese*, in *Economia Italiana*, 2011a,vol. 32, 2, 343-389.

[26] M. FRATIANNI-F. SPINELLI, *Fiscal Dominance and Money Growth in Italy: The Long Record*, in *Explorations in Economic History*, 2001, vol. 38, 2, 252-272 ; R. RICCIUTI, *The Quest for a Fiscal Rule: Italy, 1861-1998*, in *Cliometrica*, 2008, n. 2, 259-278.

[27] M. FRANCESE.-A. PACE, *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, in *Questioni di Economia e Finanza*, 2008, occasional paper, n. 31.

[28] R. ARTONI-S. BIANCINI, *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, in *Storia economica d'Italia*, a cura di P. Ciocca - G. Toniolo, Roma-Bari, Laterza, 2004, vol. 3, 269-380. Il rapporto tra massa del debito e prodotto interno lordo risulta superiore al 120% se si utilizzano le stime di Rossi, Sorgato e Toniolo (1991), di poco superiore al 100% se invece si impiegano le stime di Fenoaltea, come appare dall'esercizio contenuto in Francese e Pace (2008).

ridimensionando la quota di debito pubblico collocata all'estero. Il ciclo positivo di crescita dell'età giolittiana coincise, in effetti, con la diminuzione dello stock di debito, con la riduzione dei tassi di interesse e la fine dei mercati esteri come *price makers* dei titoli pubblici italiani[29]. In tal modo si attenuò la *fiscal dominance* che aveva legato la creazione di base monetaria alla politica fiscale[30] senza che si contraesse l'attività degli intermediari registrando anzi una ripresa dei depositi e degli impieghi. La differenza venne fatta dalla politica della Banca d'Italia, prima la direzione di Giuseppe Marchiori e poi, dal 1900, di Bonaldo Stringher, di costante ricostituzione delle riserve e ripatrimonializzazione dell'istituto principale di emissione[31]. Le autorità centrali, in quella congiuntura positiva, non persero l'occasione di sostituire il modello adottato nei primi decenni unitari con l'obiettivo di ridurre la dipendenza degli investimenti interni dalle condizioni di liquidità e dalle preferenze degli investitori internazionali che esponeva il sistema bancario italiano a fenomeni di instabilità e crisi, come era accaduto nei primi anni '70 e nei primi anni '90[32]. Il conseguimento di un grado sostanziale di autonomia della politica monetaria dalla finanza pubblica con cui ottenere un maggior controllo sugli aggregati monetari interni, in un regime internazionale di *gold standard*, richiedeva per l'Italia la sostituzione dei mercati esteri con circuiti interni che assicurassero maggiore stabilità e minori costi del debito pubblico per virtù dell'oro quale "good seal of approval" dei mercati finanziari internazionali[33]. In tal modo l'Italia risolse il "trilemma" proprio di un'economia aperta in regime di *gold standard*: in un sistema di cambi fissi, qual era il *gold standard* internazionale, la libera mobilità dei capitali non consentiva di modulare senza vincoli le politiche monetarie in relazione ad altri obiettivi di politica economica[34]. Nel 1906 l'obiettivo fu infine ottenuto mediante il consolidamento della rendita e agganciando la lira, di fatto in regime di *gold standard*, al sistema monetario internazionale, ma anche per effetto dell'assorbimento di quote crescenti della rendita a tassi di interesse

[29] R. ARTONI-S. BIANCINI, *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, cit.

[30] M. FRATIANNI-F. SPINELLI, *Fiscal Dominance and Money Growth in Italy: The Long Record*, cit.; R. RICCIUTI, *The Quest for a Fiscal Rule: Italy, 1861-1998*, cit.

[31] P. CIOCCA, *L'instabilità dell'economia*, Torino, Einaudi, 1987.

[32] M. DE CECCO, *The Italian National Debt Conversion of 1906*, in M. DRAGHI-R. DORNBUSCH (a cura di), *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge-New York, Cambridge University Press, 1990, 263-284; S. FENOALTEA, *L'economia italiana dall'Unità alla grande guerra*, cit.

[33] M. BORDO-K. ROGOFF, *The Gold Standard as a Good Seal of Approval*, in *Journal of Economic History*, 1996, vol. 56, 2, 389-428.

[34] M. OBSTFELD-A.M. TAYLOR, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004.

decrescenti da parte delle casse di risparmio, ordinarie e postali. Si posero così le condizioni per un ridimensionamento duraturo del debito che liberasse risorse per la crescita di lungo periodo in condizioni di stabilità: la discesa dei rendimenti del consolidato avrebbe consentito di evitare che l'offerta dei titoli del debito pubblico ad alti tassi di interesse spiazzasse i finanziamenti del settore privato riducendo al tempo stesso i rischi di instabilità esogena connessi alla dipendenza del debito pubblico dai mercati esteri, sensibili alle aspettative sulla politica italiana, e alla ciclica contrazione della liquidità internazionale[35]. Con la ridefinizione delle condizioni macroeconomiche conseguita dalla politica monetaria così definita dalla Banca d'Italia di Stringher gli investimenti non avrebbero risentito degli impulsi inflativi che potevano derivare dall'espansione dei finanziamenti concessi dalle banche oltre i vincoli di riserva dati dall'ancoraggio al *gold standard*, ottenendo in tale modo un meccanismo di equilibrio che riducesse la frequenza e l'incidenza dei fenomeni di instabilità macroeconomica e instabilità finanziaria[36].

Secondo questa logica sarebbe stato l'aumento delle riserve a regolare la crescita dei finanziamenti alle imprese (e allo Stato) da parte degli intermediari (e degli istituti di emissione). Da ciò derivava la preferenza della Banca d'Italia di Stringher, più che per il mercato di borsa, per il sistema bancario, e soprattutto per le banche locali e le casse di risparmio, una preferenza coerente con l'obiettivo di ottenere un controllo più efficace sugli aggregati monetari e quei circuiti rispondevano positivamente alle sollecitazioni dell'istituto assorbendo quote consistenti di debito pubblico con cui dare continuità alla politica monetaria perseguita per stabilizzare i processi di formazione e allocazione del risparmio e dei capitali[37]. Le due banche miste di tipo tedesco costituite tra il 1894 e il 1895, la Banca Commerciale Italiane e il Credito Italiano, tesero invece a operare in sostanziale autonomia rispetto alle scelte della Banca d'Italia, ricavando per sé significativi margini di libertà attraverso la provvista di fondi a corta scadenza sui mercati internazionali, così come avevano fatto i crediti mobiliari e secondo un modello di articolazione degli intermediari e dei mercati finanziari che, se non era in contrasto, era certo differente da quello delineato da Stringher[38].

---

[35] P. CIOCCA, *Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2005)*, Torino, Bollati Boringhieri, 2007; G. PILUSO, *L'Italia e il* gold standard*: genesi e razionalità del modello Beneduce*, in *Imprese e storia*, 2012, 41/42, 13-33.

[36] M. DE CECCO, *The Italian National Debt Conversion of 1906*, cit.

[37] G. CONTI, *Le banche e il finanziamento industriale*, in F. AMATORI-D. BIGAZZI-R. GIANNETTI-L. SEGRETO (a cura di), *Storia d'Italia*, *Annali*, 15, *L'industria*, Torino, Einaudi, 1999.

[38] A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia (1894-1907)*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1974-76.

Le nuove banche miste costituirono un'estesa rete di filiali che permettesse di rimuovere le rigidità nella provvista di fondi che avevano condizionato negativamente i crediti mobiliari di tipo francese. Nei tentativi di adattamento del modello tedesco cui si ispiravano, anche per la matrice internazionale della loro costituzione con capitali esteri (tedeschi, francesi e svizzeri), le due maggiori banche miste finanziarono le imprese di grandi dimensioni dei settori ad alta intensità di capitale della seconda rivoluzione industriale (siderurgia, meccanica, elettricità), mediante crediti a breve ma anche concedendo l'estensione delle scadenze a medio e lungo termine attraverso forme di *roll over* dei crediti, promuovendone operazioni di finanza straordinaria, favorendone la quotazione in borsa, concorrendo alla selezione del management, in linea di massima instaurando con le imprese affidate relazioni preferenziali di lungo termine, se non esclusive, secondo una logica di *haus banking*[39]. La capacità delle banche miste di alimentare il processo di formazione di capitale nei settori dinamici emergenti, favorendo un trasferimenti di tecnologia che alzassero la produttività, secondo uno schema di integrazione istituzionale dei processi di crescita proprio dei Paesi *second comers*[40], si fondava sull'integrazione cruciale degli intermediari con il mercato azionario: l'integrazione tra la banca mista e il mercato di borsa avrebbe consentito di sviluppare un mercato secondario liquido e quindi un mercato primario elastico che permettessero di avere una struttura finanziaria delle imprese di sostanziale equilibrio tra le componenti di capitale di rischio (*equity*), dei debiti consolidati (obbligazioni) e dei debiti a breve verso le banche[41].

Le banche miste esprimevano quindi un modello che presentava elementi di attrito con quello delineato dalle autorità centrali, in particolare dalla Banca d'Italia di Stringher, che mirava a ridurre il costo del debito pubblico e allineare i tassi di interesse ai tassi di crescita del reddito e ai rendimenti dei capitali investiti nel settore privato. La competizione tra il circuito sostenuto dalle autorità centrali, incentrato sulle banche minori e sulle casse di risparmio ordinarie e postali, e le banche miste si acuiva nei momenti in cui la liquidità

[39] A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia (1894-1907)*, cit.; A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia dalla crisi del 1907 all'agosto 1914*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1982; P. HERTNER, *Il capitale tedesco in Italia dall'Unità alla prima guerra mondiale*, Bologna, Il Mulino, 1984.

[40] A. GERSCHENKRON, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge (Mass.), Belknap Press. 1962; G. FEDERICO-G. TONIOLO, *Italy*, in R. SYLLA-G. TONIOLO (a cura di), *Patterns of European Industrialization*, London and New York, Routledge, 1991; C. FOHLIN, *Capital Mobilisation and Utilisation in Latecomer Economies: Germany and Italy Compared*, in *European Review of Economic History*, 1999, vol. 3, n. 2, 139-174.

[41] D. FORSYTH, *The crisis of Liberal Italy. Monetary and Financial Policy, 1914-1922*, Cambridge, Cambridge University Press, 1993.

complessiva, quella offerta dagli istituti di emissione e dal risparmio interno e quella offerta dai mercati internazionali, si contraeva o entrava in una fase di alta volatilità. Nei primi anni del Novecento, mentre l'economia italiana sperimentava una fase di intensa industrializzazione e crescita sostenuta del reddito, i due modelli produssero attriti significativi, in particolare durante la crisi del 1907, senza tuttavia entrare in contrasto diretto, apparire radicalmente alternativi l'uno all'altro. Il modello perseguito da Stringher poteva assumere contorni concreti, anche in forza della formazione delle ingenti riserve che venivano alimentate dalle partite invisibili della bilancia dei pagamenti (come le rimesse degli emigranti), mentre Otto Joel della Banca Commerciale premeva, spiegando il senso della strategia di emulazione adattativa della Deutsche Bank, affinché i finanziamenti industriali della banca mista venissero integrati da un mercato azionario secondario liquido ampiamente sostenuto dai riporti concessi dalle stesse banche miste, "senza incidere [in tale modo] sulla propria liquidità e sulla sicurezza dei depositanti", i cui rifinanziamenti premevano tuttavia sulle riserve degli istituti di emissione con il rischio di vanificare l'ancoraggio della lira all'oro[42].

La crescita dell'età giolittiana determinò in effetti un congiuntura positiva anche per le borse italiane rendendo realizzabile un'integrazione tra intermediari e mercati: sino alla crisi del 1907 aumentò il numero delle società quotate e la loro rappresentatività settoriale, la rappresentatività del listino rispetto al capitale azionario complessivo, salirono le quotazioni e la capitalizzazione del mercato[43]. La positiva performance dei mercati primario e secondario dipese largamente dai riporti, una "operazione fondamentale al retto funzionamento delle borse", un meccanismo di sostegno, osservò Marco Fanno, mutuato dalle *Kreditbanken* tedesche[44]: l'integrazione delle banche e dei mercati azionari secondo il modello che in Germania conseguiva risultati soddisfacenti in termini di tassi di investimento e crescita pareva conseguibile[45]. L'esperienza italiana differiva però per l'alto potenziale di instabilità che aveva in sé. Le banche miste italiane finanziavano sì le imprese *capital intensive* della seconda rivoluzione industriale, ma quelle imprese non raggiungevano in genere gli stessi livelli di produttività e intensità tecnologica delle imprese tedesche che competevano con successo sui mercati internazionali dei beni capitali e dei semilavorati, assestandosi su livelli di efficienza inferiori. Per

[42] G. NARDOZZI-G. PILUSO, *Il sistema finanziario e la borsa*, Roma-Bari, Laterza, 2010.

[43] G. SICILIANO, *Cento anni di borsa in Italia*, Bologna, Il Mulino, 2001.

[44] M. FANNO, *Le banche e il mercato monetario*, Roma, Atheneum, 1912.

[45] C. FOHLIN, *Does Civil Law Tradition (or Universal Banking) Crowd out Securities Markets? Pre-World War I Germany as a Counter-Example*, in *Enterprise & Society*, 2008, vol. 8, 6002-641.

questa ragione il finanziamento delle imprese manifatturiere italiane non concorreva ad allentare il vincolo dei conti con l'estero, non si traduceva in un equilibrio della bilancia commerciale, i cui passivi erano piuttosto compensati dalle partite invisibili delle rimesse e del turismo. La politica dei generosi riporti con cui le banche miste davano fiato alla liquidità del mercato entrò perciò in contrasto con gli obiettivi di politica monetaria perseguiti dalla Banca d'Italia sin dal 1905, poiché, come osservò Stringher, i riporti ponevano in tensione le riserve e forzavano la circolazione attraverso i rifinanziamenti imposti dalle banche miste per la rigidità delle loro passività che in parte coincidevano con i depositi delle stesse imprese affidate[46]. La politica di ampia espansione dei riporti praticata dalle banche miste per sostenere il mercato secondario entrò quindi in contrasto con la politica monetaria e, quando la flessione dei depositi bancari mise in seria tensione la circolazione monetaria, come previsto da Stringher, la diminuzione dei riporti ridusse i volumi e i valori delle transazioni di borsa prima ancora che la stretta della liquidità internazionale desse il colpo di grazia[47].

La crisi del 1907 costituì un fondamentale spartiacque nell'evoluzione della struttura finanziaria italiana, "al di là del quale i mercati dei capitali italiani cessano di svilupparsi in termini relativi e restano sottili, incompleti" e il sistema assume carattere inequivocabilmente banco-centrico[48]. Dopo la crisi del 1907 prese avvio di un complesso ciclo legislativo ispirato dalla Banca d'Italia: i vincoli macroeconomici connessi ai conti con l'estero vennero assunti come imprescindibili, anzitutto per le autorità di politica monetaria, e sulla natura e sulla portata di quei vincoli venne delineato un modello di intermediazione che permettesse di avere una crescita duratura dell'economia in condizioni di stabilità, un modello che avrebbe ispirato, in circostanze e secondo modalità differenti, i governatori Stringher, Menichella, Baffi e Ciampi. La competizione diretta tra i due modelli, durante gli anni '20 e i primi anni '30, diede modo di precisare orientamenti regolamentari. Il modello di intermediazione si delineò e precisò gradualmente tenendo fermo il principio che la politica monetaria dovesse essere autonoma dalle esigenze di finanziamento della liquidità delle banche miste e del mercato azionario, stabilizzasse la circolazione, i rapporti di cambio e le aspettative degli investitori. Ciò avrebbe permesso di contenere, in prospettiva, i costi e lo *stock* del debito pubblico e liberare di conseguenza risorse per il settore privato nel medio termine. Le proposte emerse dopo il

[46] G. NARDOZZI-G. PILUSO, *Il sistema finanziario e la borsa*, cit.

[47] F. BONELLI, *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino, Fondazione Luigi Einaudi, 1971.

[48] A.M. BISCAINI COTULA-P. CIOCCA, *Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)*, cit.

1907 indicarono uno schema regolamentare che non prevedeva, in definitiva, lo sviluppo del mercato azionario e, in alternativa, introduceva gli istituti di credito speciale, ai quali si demandava il compito di gestire il credito industriale a copertura degli investimenti a lungo termine delle imprese[49]. Le forme di *maturity mismatch* tra attivo e passivo degli intermediari furono il perno della riflessione dei tecnocrati nittiani, e in particolare di Alberto Beneduce, che disegnarono l'architettura regolamentare del sistema finanziario tra la Prima Guerra Mondiale e la Grande Depressione. Le tensioni ricorrenti tra le banche miste e le grandi imprese finanziate, sottocapitalizzate e frenate nella raccolta di capitale di rischio da un mercato azionario inadeguato, indussero la Banca d'Italia ad allargare progressivamente l'area della propria azione, divenendo la "mano tecnica" con la quale l'intervento pubblico intese dare, in condizioni di stabilità interna dei prezzi ed esterna dei rapporti di cambio, continuità agli investimenti e alla crescita. La creazione di un circuito obbligazionario con il quale sostenere l'attività degli istituti di credito speciale fu il perno del modello alternativo alla banca universale che divenne ordinamento del credito con la legge bancaria del 1936-37[50].

4. Le banche e le imprese: un modello di relazione efficiente?

Come si è visto, l'ordinamento regolamentare definito negli anni '30 ebbe una lunga incubazione e si imperniò sulla convinzione che l'intervento dello Stato fosse fondamentale in un paese ritardatario, come l'Italia, per poter ottenere in modo stabile la crescita del reddito attraverso l'industrializzazione[51]. L'idea era che gli investimenti non potessero che essere realizzati sotto la regia delle autorità pubbliche e che la politica monetaria dovesse avere autonomia per poter conciliare gli obiettivi della crescita con i vincoli esterni della bilancia dei pagamenti e dei rapporti di cambio con l'estero. Le condizioni di stabilità macroeconomica che ne sarebbero derivate avrebbero consentito di ridurre, da un lato, l'esposizione al ciclo internazionale e, dall'altro, rafforzare la propensione al risparmio e agli investimenti, conseguendo per questa via una

[49] A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia dalla crisi del 1907 all'agosto 1914*, cit.; G. NARDOZZI-G. PILUSO, *Il sistema finanziario e la borsa*, cit.

[50] F. BONELLI, *Alberto Beneduce, il credito industriale e l'origine dell'Iri*, in *Alberto Beneduce e i problemi dell'economia italiana del suo tempo*, Roma, Edindustria, 1984; M. DE CECCO, *Splendore e crisi del sistema Beneduce: note sulla struttura finanziaria e industriale dell'Italia dagli anni venti agli anni sessanta*, in F. BARCA (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Roma, Donzelli, 1997.

[51] F. BONELLI, *Alberto Beneduce, il credito industriale e l'origine dell'Iri*, cit.

crescita della produttività di lungo periodo. La Banca d'Italia di Stringher aveva contrastato proprio in questa prospettiva quegli investimenti che non tenessero in adeguata considerazione la capacità di reddito, per efficienza degli impianti e delle tecnologie incorporate, disincentivando investimenti ritenuti non efficienti. Beneduce e i suoi principali collaboratori, anzitutto Donato Menichella, avevano rilevato criticamente la tendenza delle maggiori imprese industriali a investire in impianti e tecnologie non sempre efficienti, senza misurarsi con i parametri di competitività internazionali. Le rare eccezioni delle imprese capaci di competere sui mercati internazionali (come la Fiat e la Pirelli tra le due guerre mondiali) rafforzarono l'idea che si dovesse adottare un modello regolamentare che impedisse che le inefficienze si scaricassero sulla banca centrale, cui si era chiesto talvolta di assecondare le spinte inflative implicite nei rifinanziamenti di intermediari non capacita di selezionare efficacemente i meriti di credito delle imprese, o sui conti pubblici, quando i salvataggi si erano necessari[52].

Negli anni di marcata crescita della *golden age* il modello definito durante la Grande Depressione, un modello concepito per attutire gli *shock* esogeni e stabilizzare la formazione di capitale, perse però progressivamente coerenza. L'efficienza allocativa dell'intera struttura finanziaria, anche sotto la spinta di politiche monetarie espansive che favorirono una forte crescita dei livelli di indebitamento delle imprese, si ridusse in modo significativo. Negli anni della stagflazione il grave deterioramento finanziario delle grandi imprese italiane, sottoposte a un livello modesto di selezione degli attori e dei progetti di investimento, avrebbero richiesto un riassetto sostanziale[53]. Gli *shock* macroeconomici e i mutamenti dei regimi tecnologici posero le classi dimensionali maggiori delle imprese manifatturiere, fino a quel momento in crescita, in difficoltà crescente, difficoltà a cui il sistema manifatturiero si adattò attraverso strategie di aggiustamento relativamente originali, imperniate sullo sviluppo della componente distrettuale generalmente (ma non esclusivamente) sostenuta dalle banche locali, le cui capacità innovative tendono tuttavia a essere contenute[54].

[52] M. DE CECCO, *Splendore e crisi del sistema Beneduce: note sulla struttura finanziaria e industriale dell'Italia dagli anni venti agli anni sessanta*, cit.

[53] L. CONTE-G. PILUSO, *Financing the Largest Italian Manufacturing Firms. Ownership, Equity, and Debt (1936-2001)*, in A. COLLI-M. VASTA (a cura di), *Forms of Enterprise in 20th Century Italy: Boundaries, Strategies and Structures*, Cheltenham, Edward Elgar, 2010, 132-158.

[54] G. BERTA, *L'Italia delle fabbriche*, Bologna, Il Mulino, 2001; F. CARNEVALI, *Europe's Advantage. Banks and Small Firms in Britain, France, Germany, and Italy since 1918*, Oxford, Oxford University Press, 2005; A. SPADAVECCHIA, *Financing Industrial Districts in Italy, 1971-1991*, in *Business History*, 2005, vol. 47, n. 4, 569-593; R. GIANNETTI-M.

Durante la fase di crescita degli anni ’50 e ’60 la perdita di efficienza allocativa del sistema finanziario venne oscurata dalla crescita stessa connessa al ciclo internazionale e alla domanda interna, ossia dalla capacità delle imprese di finanziare i propri investimenti mediante margini consistenti di autofinanziamento[55]. Negli anni ’50, in un quadro macroeconomico “stabile e ben definito”, come disse Menichella, le banche furono in grado di allocare i crescenti flussi di risparmio generati dalla crescita del reddito pro capite alle imprese con una sostanziale efficacia, anche se non sempre in condizioni di efficienza operativa, in parte per effetto dell’accentuata segmentazione funzionale introdotta dalla legge del 1936 tra le banche commerciali e gli istituti di credito speciale[56]. La politica di Menichella accentuò, inoltre, la segmentazione territoriale del sistema premiando soprattutto le componenti specializzate nella raccolta del risparmio – le casse di risparmio e gli istituti di diritto pubblico – e comprimendo la quota di mercato delle tre banche di interesse nazionale (la Banca Commerciale Italiana, il Credito Italiano e il Banco di Roma), comprimendone l’espansione delle reti attraverso scelte restrittive di natura amministrativa[57]. Le banche locali vennero sostenute in una logica di riequilibrio del sistema coerente con la storica preferenza della Banca d’Italia per le classi dimensionali minori, alle quali si associavano vantaggi informativi nella selezionare dei debitori nei distretti locali di piccola impresa[58]. Le grandi banche, come la Banca Commerciale, continuarono tuttavia ad allocare risorse in misura maggiore rispetto alla propria raccolta sino agli anni ’70, quando si fecero sentire, da un lato, i vincoli amministrativi alla gestione dell’attivo e, dall’altro, le sofferenze e gli incagli nelle attività di *corporate banking* particolarmente esposte alla contrazione della redditività delle grandi imprese affidate[59].

VASTA (a cura di), *Evolution of Italian Enterprises in the 20th Century*, cit.

[55] A. GERBI, *La Banque en Italie. Institutions et mécanismes bancaries en Italie*, in *Institutions et mécanismes dans les pays de la Communauté Economique Européenne*, Dunod, Paris, 1969.

[56] S. LA FRANCESCA, *Storia del sistema bancario italiano*, Bologna, Il Mulino, 2004

[57] G. ALBARETO-M. TRAPANESE, *La politica bancaria negli anni Cinquanta*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, vol. 3, in F. COTULA (a cura di), *Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza, 1999.

[58] G. CONTI-G. FERRI, *Banche locali e sviluppo economico decentrato*, in F. Barca (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Roma, Donzelli, 1997; CONTI G.-FERRI G., *Banques locales et soutien au développement décentralisé des Pme en Italie*, in M. LESCURE-A. PLESSIS (a cura di), *Banques locales et banques régionales en Europe au XX^e siècle*, Paris, Albin Michel, 2004.

[59] F. GIORDANO, *Storia del sistema bancario italiano*, Roma, Donzelli, 2007.

La riorganizzazione del sistema bancario innescata dalla legge di riforma del 1936 richiese anche un mutamento nei rapporti tra intermediari e imprese che avrebbe inciso sull'efficienza allocativa della struttura finanziaria al termine della lunga fase di crescita, quando le capacità di autofinanziamento delle imprese si ridussero in misura consistente. Le relazioni tra banca e imprese si ridefinirono in parte per effetto della crescita dimensionale e operativa delle casse di risparmio e degli istituti di credito di diritto pubblico (Banco di Napoli e Banco di Sicilia, Banca Nazionale del Lavoro, Monte dei Paschi di Siena e Istituto Bancario San Paolo di Torino). Dai primi anni '50 le imprese maggiori, allentatosi il vincolo di liquidità, aumentarono il numero delle banche da cui ricevere fidi e crediti, mentre le tre ex banche miste ricercarono sempre più attivamente relazioni anche con le imprese di minori dimensioni. Da questi due fenomeni derivò la diffusione della prassi dei pluri-affidamenti, senza che venissero però incrinate le forme di *relationship banking* che tendevano a privilegiare le imprese conosciute a discapito di potenziali *outsiders* più dinamici e innovativi. La diffusione dei pluriaffidamenti segnò la traiettoria evolutiva del sistema dai primi anni '50, favorendo la ripartizione dei rischi tra le banche, ma erodendo anche la qualità dei processi e dei metodi di vaglio del merito di credito e selezione dei richiedenti i fondi. Nella fase di crescita sostenuta, ossia sino ai primi anni '70, potevano attenuarsi o apparire modesti i limiti impliciti in un sistema di selezione che separava, in termini di raccolta e gestione delle informazioni sui debitori, l'accesso all'analisi dei flussi dei pagamenti delle imprese (ripartito tra un consistente numero di banche di credito ordinario) e la valutazione dei progetti di investimento a lungo termine (assegnati agli istituti di credito speciale). Di fatto, però, furono così introdotti elementi di fragilità nei meccanismi di allocazione delle risorse in un sistema che tendeva a essere tanto più banco-centrico quanto minore diveniva il ruolo dei mercati azionari. La tendenza a contare su forme essenzialmente assicurativo-patrimoniali nella valutazione dei meriti di credito deresponsabilizzò in termini sostanziali le banche nelle attività cruciali di selezione delle imprese minandone l'efficienza allocativa, come divenne evidente alla fine degli anni '60[60].

Quel modello di intermediazione faceva perno su alcuni principi regolamentari (specializzazione e segmentazione degli intermediari) e sull'idea che il credito fosse un bene pubblico. Dai primi anni '60, per effetto di un ciclo legislativo che deformò sostanzialmente il modello originario, la diffusione delle forme di credito agevolato (i *soft loans*) e l'adozione di politiche monetarie accomodanti

[60] A. CONFALONIERI, *Credito ordinario e medio termine: considerazioni sull'esperienza italiana*, in *Bancaria*, 1965, anno X, n. 7, 783-797; A. GIGLIOBIANCO-G. PILUSO-G. TONIOLO, *Il rapporto tra banche e imprese negli anni Cinquanta*, in F. COTULA (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, vol. 3, *Politica bancaria e struttura nel sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza, 1999.

o apertamente espansive allentarono significativamente la qualità dei criteri di valutazione dei richiedenti credito. Negli anni settanta le fragilità del sistema finanziario emerse in modo chiaro e la minore efficienza dinamica costituì un elemento di freno alla crescita di produttività e reddito[61]. La cedente di efficienza degli intermediari si sommò alla mancanza di un mercato azionario efficiente, sufficientemente spesso e liquido[62]. Le imprese industriali maggiori incontrarono un netto vincolo nella provvista di fondi, mentre l'accesso a risorse aggiuntive da parte delle imprese nuove limitato, spesso inefficace la selezione delle imprese e dei progetti di investimento anche per effetto delle forme di *relationship banking*. In una cornice internazionale perturbata da ampie oscillazioni dei prezzi relativi e da discontinuità nei regimi tecnologici, la sostituzione di capitale di rischio con capitale di debito alimentata dal circuito obbligazionario pubblico produsse distorsioni e indusse a preferire soluzioni sub-ottimali alle diffuse crisi aziendali, il ricorso ai salvataggi pubblici ostacolò la selezione delle imprese e l'aggiustamento del modello di specializzazione settoriale a quello delle economie più avanzate[63].

In quei due decenni le scelte di politica economica modificarono condizioni e meccanismi di allocazione delle risorse: le politiche della programmazione economica, la nazionalizzazione dell'industria elettrica, la riduzione dei livelli di autofinanziamento delle imprese posero in crescente tensione il sistema degli intermediari. La Banca d'Italia si pose obiettivi differenti da quelli del decennio precedente, rinunciando a esercitare la politica monetaria in condizioni di autonomia[64]. I modelli di governo della moneta e del credito perseguiti da Menichella – l'offerta di credito legata alla formazione di risparmio e alla costituzione di depositi – furono sostituiti. La Banca d'Italia guidata da Carli ritenne "di assolvere ai propri compiti immettendo liquidità in misura sufficiente a finanziare il processo produttivo che si svolgeva a prezzi crescenti per evitare incidenze sfavorevoli sulla continuità dello sviluppo"[65].

---

[61] P. CIOCCA, *Banca, finanza, mercato. Bilancio di un decennio e nuove prospettive*, Torino, Einaudi, 1991.

[62] F. BARBIELLINI AMIDEI-C. IMPENNA, *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni Cinquanta*, in F. COTULA (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, vol. 3, *Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza, 1999; G. NARDOZZI - G. PILUSO, *Il sistema finanziario e la borsa*, cit.

[63] F. LAVISTA-G. PILUSO, *Sectoral Specialisation and Firm Size in Italy Before and after the Stagflation. IRI, 1962-1991*, paper presentato alla Economic History Society Conference, Cambridge, University of Cambridge, Robinson College, 1-3 April 2011.

[64] L. CONTE, *L'azione della Banca d'Italia (1948-993)*, in *Storia d'Italia*, *Annali*, 23, *La banca*, Torino, Einaudi, 2008.

[65] P. CIOCCA (a cura di), *Guido Carli governatore della Banca d'Italia 1960-1975*, vol. 3,

Dopo la recessione del 1964, tra il 1966 e il 1969, la Banca d'Italia stabilizzò i tassi di interesse e sostenne il mercato obbligazionario, reagendo in tal modo all'atonia del mercato azionario e alle difficoltà crescenti di raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese. Si mirò così ad assicurare sufficiente copertura alla domanda di fondi sia del settore privato sia di quello pubblico con un'espansione del debito sorretta dalla "doppia intermediazione" che consentiva di collocare le emissioni non assorbite sul mercato nell'attivo delle banche commerciali per effetto di vincoli amministrativi[66]. La "doppia intermediazione", tuttavia, recideva la relazione tra la raccolta e l'impiego del risparmio e deresponsabilizzava, di conseguenza, i banchieri nella valutazione dei meriti di credito e dei progetti di investimento dei debitori. La perdita di efficienza degli intermediari fu pertanto correlata a un'anomala estensione del circuito obbligazionario pubblico, alla dilatazione dei crediti agevolati e ai connessi vincoli amministrativi alla gestione dell'attivo delle banche[67].

Dai primi anni '80, con gradualità, i criteri di regolazione degli intermediari e dei mercati vennero modificati, smantellando l'impianto dirigista dell'ordinamento in cui furono introdotti elementi di progressiva liberalizzazione in accordo con le direttive europee in materia finanziaria. Alla vigilia della legge Amato-Carli del 1990 rimaneva ormai semplici tracce della specializzazione e segmentazione operativa e funzionale che il sistema aveva mantenuto sino ai primi anni '80. Con le riforme – la legge Amato-Carli del 1990 e il Testo unico sulla finanza del 1993 – e le privatizzazioni dei primi anni '90 si avviarono i processi di aggregazione che aumentarono i livelli di concentrazione e efficienza dei maggiori gruppi bancari italiani, i cui modelli operativi si incentrarono sulla banca universale[68]. Negli ultimi due decenni il ritorno alla banca universale si presenta come l'effetto di una convergenza (parziale) dei modelli istituzionali dei sistemi finanziari, un effetto legato ai processi di integrazione dei mercati finanziari internazionali. Il riassetto del sistema finanziario italiano mosse dalla ridefinizione graduale del modello di politica monetaria, e banca centrale, adottato nei primi anni '60 e rimodulato in risposta agli *shock* macroeconomici

Torino, Bollati Boringhieri, 2008.

[66] L. CONTE, *L'azione della Banca d'Italia (1948-993)*, cit.

[67] G. NARDOZZI, *Tre sistemi creditizi. Banche ed economia in Francia, Germania, Italia*, Bologna, Il Mulino, 1983; G. PILUSO, *Gli istituti di credito speciale*, in F. AMATORI-D. BIGAZZI-R. GIANNETTI-L. SEGRETO (a cura di), *Storia d'Italia*, *Annali*, 15, *L'industria*, Torino, Einaudi, 1999; R. DE BONIS, *Ricchezza finanziaria e indebitamento dell'economia italiana dal 1950 al 2004*, in *I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali*, Roma, Banca d'Italia, 2006.

[68] M. MESSORI-R. TAMBURINI-A. ZAZZARO, *Il sistema bancario italiano*, Roma, Carocci, 2003; P. BONGINI-G. FERRI, *Il sistema bancario meridionale*, Roma-Bari, Laterza, 2005.

degli anni '70. La riforma della struttura finanziaria ha avuto carattere graduale ed è dipesa dall'affermazione del principio di autonomia della politica monetaria rispetto alle necessità della finanza pubblica e delle imprese. La concentrazione e la crescita dimensionale delle banche sono state intese al fine di adattare un modello operativo incentrato sulle relazioni di lungo andare con le imprese – per quanti rischi di reciproca cattura ne possano derivare, al fine di essere in grado di valutare efficacemente i meriti dell'affidato – con la prassi dei pluriaffidamenti: nelle configurazioni organizzative emerse i gruppi permetterebbero – forse precariamente – alla banca universale di convivere con schemi di lavoro poco compatibili con le logiche proprie di quel modello, in presenza di conflitti di interesse difficilmente ricomponibili. L'adozione dei principi di Basilea, un sistema centrato sull'adozione di coefficienti patrimoniali correlati ai livelli di rischio assunti, tenderebbe a contribuire a ripartire rischi maggiori tra l'insieme degli operatori e cautelare gli intermediari (e il risparmio) dai fallimenti. Le innovazioni degli strumenti e i mutamenti nella condotta delle maggiori banche italiane verso le imprese, secondo una tendenza più generale di trasferimento dei rischi ai mercati, si combinano però con un preesistente modello di gestione dei rischi marcato da pratiche relazionali e collusive stratificate, particolarmente opache, scarsamente adatte a favorire l'ingresso sulla scena di nuovi competitori dei fatti emergono due tendenze principali[69].

5. Conclusioni: finanza e crescita, un *puzzle* insoluto?

Il caso italiano, considerato nel lungo periodo unitario, conferma le ipotesi si una positiva correlazione tra finanza e crescita economica, indipendentemente dai modelli e dalle istituzioni prevalenti[70]. Le ipotesi sui mercati come istituzioni efficienti formulate dalla scuola Law and Finance[71] non sono confermate dall'evidenza empirica non solo per il caso della Germania guglielmina, ma anche per il caso italiano. Il caso italiano presenta evidenza che conferma che la crescita è stata associata sia alla banca mista (1896-1914), sia a modelli di specializzazione funzionale (1952-1971), ma non alla banca universale (senza

[69] G. PILUSO, *From the Universal Banking to the Universal Banking: a Reappraisal*, cit.

[70] R. LEVINE, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, cit.

[71] R. RAJAN-L. ZINGALES, *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, cit.; R. LA PORTA-F. LOPEZ DE SILANES-A. SCHLEIFER-R.W. VISHNY, *Law and Finance*, cit.; R. LA PORTA-F. LOPEZ-DE-SILANES - A. SHLEIFER, 2006. *What Works in Securities Laws?*, in *Journal of Finance*, vol. 61 (1), 1-32.

borsa) (1990-2014)[72]. Negli anni '90 il ritorno della banca universale non ha sempre coinciso con la messa a punto e l'affinamento delle tecniche, delle competenze e degli strumenti richiesti per valutare con efficacia la solidità e la solvibilità delle imprese affidate secondo gli schemi operativi propri della banca universale. Per definizione la banca universale si concilia a fatica con i meccanismi di *governance* e remunerazione del capitale contemplati nei modelli istituzionali che enfatizzano la "creazione di valore" per gli *shareholders* più e prima ancora che la continuità dell'impresa e l'accumulazione di risorse che determineranno le successive dinamiche di crescita: i margini per l'ibridazione di modelli istituzionali e organizzativi non sono infiniti, privi di vincoli di compatibilità e intrinseca coerenza[73]. Da questo punto di vista il ritorno alla banca universale, in un panorama industriale scarso di grandi imprese industriali, non appare correlato ai fenomeni di crescita sostenuta che avevano segnato positivamente l'età giolittiana. Le differenze nei modelli di gestione dei rischi e la mancata integrazione con i mercati finanziari potrebbero, almeno in parte, spiegare la performance degli intermediari, ma anche la struttura di *governance* adottata dai gruppi maggiori, la ridotta interazione con un sistema di imprese dinamiche e innovative, le cui fragilità sono legate alla modesta dimensione e alla difficoltà di realizzare investimenti adeguati in capitale fisico e in capitale umano, così come in ricerca e sviluppo[74].

[72] G. PILUSO, *From the Universal Banking to the Universal Banking: a Reappraisal*, cit.

[73] G. BERTA-G. PILUSO, *La mutazione della struttura finanziaria e l'economia italiana*, in *Economia e politica industriale*, 2004, vol. 31, n. 122, 7-32.

[74] G. PILUSO, *From the Universal Banking to the Universal Banking: a Reappraisal*, cit.

Bibliografia

ALBARETO G.-TRAPANESE M., *La politica bancaria negli anni Cinquanta*, in *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, vol. 3, in F. COTULA (a cura di), *Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza, 1999.

ARTONI R.-BIANCINI S., *Il debito pubblico dall'Unità ad oggi*, in *Storia economica d'Italia*, a cura di P. Ciocca e G. Toniolo, Roma-Bari, Laterza, 2004, vol. 3, 269-380.

BARBIELLINI AMIDEI, F.-IMPENNA, C., *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni Cinquanta*, in F. COTULA (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta*, vol. 3, *Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza, 1999.

BERTA G. , *L'Italia delle fabbriche*, Bologna, Il Mulino, 2001.

BERTA G.-PILUSO G., *La mutazione della struttura finanziaria e l'economia italiana*, in *Economia e politica industriale*, 2004, vol. 31, n. 122, 7-32.

BISCAINI COTULA A.M.-CIOCCA P., *Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)*, in F. VICARELLI (cura di), *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, a, Bologna, Il Mulino, 1978.

BONELLI F., *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino, Fondazione Luigi Einaudi, 1971.

BONELLI F., *Alberto Beneduce, il credito industriale e l'origine dell'Iri*, in *Alberto Beneduce e i problemi dell'economia italiana del suo tempo*, Roma, Edindustria, 1984.

BONGINI P.-FERRI G., *Il sistema bancario meridionale*, Roma-Bari, Laterza, 2005.

BORDO M.- ROGOFF K., *The Gold Standard as a Good Seal of Approval*, in *Journal of Economic History*, 1996, vol. 56, 2, 389-428.

CAMERON R. (a cura di), *Banking in the Early Stages of Industrialization*, New York, Oxford University Press, 1967.

CARNEVALI F., *Europe's Advantage. Banks and Small Firms in Britain, France, Germany, and Italy since 1918*, Oxford, Oxford University Press, 2005.

CIOCCA, P., *L'instabilità dell'economia*, Torino, Einaudi, 1987.

CIOCCA P., *Banca, finanza, mercato. Bilancio di un decennio e nuove prospettive*, Torino, Einaudi, 1991.

CIOCCA P., *La nuova finanza in Italia*, Torino, Bollati Boringhieri, 2000.

CIOCCA P., *Ricchi per sempre? Una storia economica d'Italia (1796-2005)*, Torino, Bollati Boringhieri, 2007.

CIOCCA P. (a cura di), *Guido Carli governatore della Banca d'Italia 1960-1975*, vol. 3, Torino, Bollati Boringhieri, 2008.

CONFALONIERI A., *Credito ordinario e medio termine: considerazioni sull'esperienza italiana*, in *Bancaria*, 1965, anno X, n. 7, 783-797.

CONFALONIERI A., *Banca e industria in Italia (1894-1907)*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1974-76.

CONFALONIERI A., *Banca e industria in Italia dalla crisi del 1907 all'agosto 1914*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1982.

CONFALONIERI, A., *Banche miste e grande industria in Italia, 1914-1933*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1994.

CONTE L., *L'azione della Banca d'Italia (1948-993)*, in *Storia d'Italia*, *Annali*, 23, *La banca*, Torino, Einaudi, 2008.

CONTI G., *Le banche e il finanziamento industriale*, in F. AMATORI-D. BIGAZZI-R. GIANNETTI-L. SEGRETO (a cura di), *Storia d'Italia*, *Annali*, 15, *L'industria*, Torino, Einaudi, 1999.

CONTI G.-FERRI G., *Banche locali e sviluppo economico decentrato*, in Barca F. (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Roma, Donzelli, 1997.

CONTI G.-FERRI G., *Banques locales et soutien au développement décentralisé des Pme en Italie*, in LESCURE M.-PLESSIS A. (a cura di), *Banques locales et banques régionales en Europe au XX^e siècle*, Paris, Albin Michel, 2004.

DE BONIS R., *Ricchezza finanziaria e indebitamento dell'economia italiana dal 1950 al 2004*, in *I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali*, Roma, Banca d'Italia, 2006.

DE BONIS R.-FARABULLINI F.-ROCCHELLI M.-SALVIO A., *Nuove serie storiche sull'attivita` di banche e altre istituzioni finanziarie dal 1861 al 2011: che cosa ci dicono?*, in *Banca d'Italia. Quaderni di Storia Economica*, 2012, n. 26.

DE BONIS R.-SILVESTRINI A., *The Italian Financial Cycle: 1861-2011*, in *Cliometrica*, 2014, n. 1, 301-334.

DE CECCO M., *The Italian National Debt Conversion of 1906*, in M. DRAGHI-R. DORNBUSCH (a cura di), *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge-New York, Cambridge University Press, 1990, 263-284.

DE CECCO M., *Splendore e crisi del sistema Beneduce: note sulla struttura*

finanziaria e industriale dell'Italia dagli anni venti agli anni sessanta, in Barca F. (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Roma, Donzelli, 1997.

A. DEMIRGÜÇ KUNT-R. LEVINE (a cura di), *Financial Structure and Economic Growth. A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, Cambridge (Mass.), MIT Press, 2001.

FANNO, M., *Le banche e il mercato monetario*, Roma, Atheneum, 1912.

FEDERICO G.-TONIOLO G., *Italy*, in R. Sylla-G. Toniolo (a cura di), *Patterns of European Industrialization*, London and New York, Routledge, 1991.

FENOALTEA, S., *L'economia italiana dall'Unità alla grande guerra*, Roma-Bari, Laterza, 2006.

FOHLIN C., *Capital Mobilisation and Utilisation in Latecomer Economies: Germany and Italy Compared*, in *European Review of Economic History*, 1999, vol. 3, n. 2, 139-174.

FOHLIN C., *Finance Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power*, Cambridge and New York, Cambridge University Press, 2007.

FOHLIN C., *Does Civil Law Tradition (or Universal Banking) Crowd out Securities Markets? Pre-World War I Germany as a Counter-Example*, in *Enterprise & Society*, 2008, vol. 8, 6002-641.

FORSYTH D., *The crisis of Liberal Italy. Monetary and Financial Policy, 1914-1922*, Cambridge, Cambridge University Press, 1993.

FRANCESE M.-PACE A., *Il debito pubblico italiano dall'Unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*, in *Questioni di Economia e Finanza*, 2008, occasional paper, n. 31.

FRATIANNI M.-SPINELLI F., *A Monetary History of Italy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1997.

FRATIANNI M.-SPINELLI F., *Fiscal Dominance and Money Growth in Italy: The Long Record*, in *Explorations in Economic History*, 2001, vol. 38, 2, 252-272.

GERBI A., *La Banque en Italie. Institutions et mécanismes bancaries en Italie*, in *Institutions et mécanismes dans les pays de la Communauté Economique Européenne*, Dunod, Paris, 1969.

GERSCHENKRON A., *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge (Mass.), Belknap Press. 1962.

GIANNETTI R.-VASTA M. (a cura di), *Evolution of Italian Enterprises in the 20th Century*, Heidelberg, Physica Verlag, 2006.

GIGLIOBIANCO A.-PILUSO G.-TONIOLO G., *Il rapporto tra banche e imprese*

negli anni Cinquanta, in F. Cotula (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta*, vol. 3, *Politica bancaria e struttura nel sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza, 1999.

GIORDANO F., *Storia del sistema bancario italiano*, Roma, Donzelli, 2007.

GOODHART C.A.E., *The Evolution of Central Banks*, Harvard, MIT Press, 1989.

HERTNER P., *Il capitale tedesco in Italia dall'Unità alla prima guerra mondiale*, Bologna, Il Mulino, 1984.

KING R.G.-LEVINE R., *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1993, vol. 108, 3, 717-737.

LA FRANCESCA S., *Storia del sistema bancario italiano*, Bologna, Il Mulino, 2004.

LA PORTA R.-LOPEZ-DE-SILANES F. -SCHLEIFER A.-VISHNY R.W., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 1113-55.

LA PORTA R.- LOPEZ-DE-SILANES F. - SHLEIFER A., *What Works in Securities Laws?*, in *Journal of Finance*, 2006, vol. 61 (1), 1-32.

LEVINE R., *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*, in *Journal of Financial Intermediation*, 2002, 11, 398-428.

LEVINE R., *Finance and Growth: Theory and Evidence*, in P. AGHION-S. DURLAUF (a cura di), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam, Elsevier, 2005.

MESSORI M.-TAMBURINI R.-ZAZZARO A., *Il sistema bancario italiano*, Roma, Carocci, 2003.

NARDOZZI G., *Tre sistemi creditizi. Banche ed economia in Francia, Germania, Italia*, Bologna, Il Mulino, 1983.

NARDOZZI G.-PILUSO G., *Il sistema finanziario e la borsa*, Roma-Bari, Laterza, 2010.

OBSTFELD M.-TAYLOR A.M., *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge, Cambridge University Press, 2004.

ONADO M., *La lunga rincorsa: la costruzione del sistema finanziario*, in P. Ciocca-G. Toniolo (a cura di), *Storia economica d'Italia*, in vol. 3, *Industrie, mercati, istituzioni*, t. 2, *I vincoli e le opportunità*, Roma-Bari, Laterza, 2004.

PILUSO G., *Gli istituti di credito speciale*, in F. AMATORI- D. BIGAZZI-R. GIANNETTI-L. SEGRETO (a cura di), *Storia d'Italia*, *Annali*, 15, *L'industria*, Torino, Einaudi, 1999.

PILUSO G., *From the Universal Banking to the Universal Banking: a Reappraisal*, in *Journal of Modern Italian Studies*, 2010, vol. 15, 1, 84-103, special issue edited by P. Malanima and V. Zamagni.

PILUSO G., *Gli intermediari finanziari: evoluzione e rapporti con le imprese*, in *Economia Italiana*, 2011, vol. 32, 2, 343-389.

PILUSO G., *L'Italia e il* gold standard*: genesi e razionalità del modello Beneduce, 1905-1935*, in *Imprese e storia*, 2012, n. 41/42, 13-33.

PILUSO G.-RICCIUTI R., *Fiscal Policy and the Banking System in Italy. Have Taxes, Public Spending and Banks Been Procyclical in the Long-Run*?, in *CESifo working paper*, 2008, n. 2442.

REINHART C.M.-ROGOFF K., *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, Princeton University, 2009.

RAJAN R.-ZINGALES L., *The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, in *Journal of Financial Economics*, 2003,vol. 69, n. 1, 5-50.

RICCIUTI R., *The Quest for a Fiscal Rule: Italy, 1861-1998*, in *Cliometrica*, 2008, n. 2, 259-278.

ROSSI N.-SORGATO A.-TONIOLO G., *I conti economici italiani: una ricostruzione statistica, 1890-1990*, in *Rivista di storia economica*, n.s., 1993,vol. 10, n. 1, 1-48.

SHLEIFER A.-LOPEZ DE SILANES F.-LA PORTA R., *The Economic Consequences of Legal Origins*, in *Journal of Economic Literature*, 2008, vol. 46 (2), 285-332.

SICILIANO G., *Cento anni di borsa in Italia*, Bologna, Il Mulino, 2001.

SPADAVECCHIA A., *Financing Industrial Districts in Italy, 1971-1991*, in *Business History*, 2005, vol. 47, n. 4, 569-593.

TONIOLO, G., *Il profilo economico*, in G. GUARINO-G. TONIOLO (a cura di), *La Banca d'Italia e il sistema bancario: 1919-1936*, , Roma-Bari, Laterza, 1993.

TONIOLO G., *Italian Banking*, *1919-1936*, in C. FEINSTEIN (a cura di), *Banking, Currency and Finance in Europe Between the Wars*, Oxford, Clarendon Press, 1995.

VERDIER, D., *Moving Money. Banking and Finance in the Industrialized World*, Cambridge, Cambridge University Press, 2002.

ZAMAGNI, V., *Il debito pubblico italiano 1861-1946: ricostruzione della serie storica*, in *Rivista di storia economica*, n.s., 1998, vol. 14, n. 3, 207-242.

CONTRIBUTO

Roberto Tanga*

SOMMARIO: 1. - Il contesto regolamentare. - 2. Il modello americano. - 3. Cosa sta succedendo in Gran Bretagna. - 4. Conclusioni. - 5. Interventi ipotizzabili.

Trovo utile al tema del Convegno concentrare l'attenzione del mio breve contributo sul processo di disintermediazione bancaria in atto.

Tutti constatiamo che il superamento dell'apice della crisi finanziaria e la relativa "normalizzazione" della politica monetaria accelerano le strategie dei grandi gruppi finanziari. Essi sono concentrati in ricapitalizzazioni e ristrutturazioni. L'attenzione sul comparto finanziario è molto viva.

Occorre guardare, senza pregiudizi, alle banche ombra (*shadow banking*), realtà che operano nel prestito, nell'intermediazione o nei servizi del credito, totalmente o parzialmente fuori dal sistema regolamentato.

Già nel 2002, Geithner, Presidente della FED, rilevava, negli ultimi venti anni, il dimezzamento della quota delle banche nei mercati del credito americano.

Secondo il rapporto del Financial Stability Board tra il 2002 e il 2012 gli *asset* totali degli intermediari finanziari non bancari sono passati da 115.000 a 291.000 miliardi di dollari.

Lo *shadow banking* globale è cresciuto dai 26.000 a 71.000 miliardi. Le banche che hanno un peso doppio sono passate dall'intermediare 50.000 a 136.000 miliardi. Nel solo 2012 le attività di *shadow banking* sono aumentate di 4.600 miliardi, contro i 2.200 del sistema bancario.

È interessante la distribuzione geografica dello *shadow banking*: l'Eurozona presenta una quota del 31%, contro il 37% degli USA, il 12% della Gran Bretagna, il 5% del Giappone e il 3% della Cina, ma con un tasso di crescita maggiore (+42%). A marzo 2014 la Bundesbank calcolava la crescita 2007 /2013 degli *asset* delle banche ombra dal 163% al 197% del PIL.

La migrazione delle attività bancarie verso le non banche vanta dunque un consolidato trend positivo. La crescita nei mercati emergenti non va né sottostimata né sottovalutata, se si vuole realizzare un'analisi non superficiale del processo in corso e se, soprattutto, si vuole considerare l'enorme contributo di leva sui fattori "canonici" di crescita che potrebbe determinare, se opportunamente regolata.

* Dottore Commercialista; Cultore della materia.

Ricordiamo che la diversità italiana è che le fonti di finanziamento delle imprese sono per l'85% di origine bancaria, mentre questa percentuale è nettamente inferiore nei maggiori Paesi concorrenti; per evitare alle imprese la quasi esclusiva e rischiosa dipendenza dal credito bancario occorre trovare fonti alternative di capitale.

La ricerca di fonti di finanziamento su mercati non appesantiti dalla crisi è in crescita esponenziale: *peer to peer lending*, micro banche, *private equity*, gestori di patrimoni, fondi pensione, fondi d'investimento, *hedge fund*, veicoli di vendita di derivati, società di compravendita titoli.

Le banche ombra regolamentate potrebbero attivare il ciclo degli investimenti e, per esempio, spezzare la trappola di liquidità per consentire il pagamento dei debiti della P.A. alle aziende nei tempi voluti dall'Unione Europea.

1. Il contesto regolamentare

Si possono svolgere alcune considerazioni più puntuali sul contesto regolamentare. Il sistema bancario è nella fase finale di un processo di ricapitalizzazione iniziato dopo la crisi del 2008. Nell'ultimo *stress test* solo poche banche non hanno superato i criteri minimi e la quantità assoluta di capitale aggiuntivo è relativamente bassa nel contesto del sistema europeo.

Quello che però incide e inciderà in modo inevitabile sulla disintermediazione e sullo sviluppo di *lenders* al di fuori del sistema bancario è l'implementazione totale dei nuovi parametri regolamentari di Basilea. In breve, la nuova regolamentazione richiede alle banche non solo molto più capitale a fronte degli impieghi, ma anche maggiori riserve di liquidità. Di fatto, questo comporta un "costo del credito" che rende le banche competitive, costringendole ad addossare tassi elevati alla clientela.

2. Il modello americano

La storia finanziaria ci induce a guardare agli Stati Uniti per capire quello che potrà succedere in Europa nella struttura dei mercati. Negli ultimi 15 anni negli USA il mercato dei capitali e il mercato parabancario hanno gradualmente sostituito le banche nel campo dei prestiti, o, meglio, sottratto loro ampie quote di mercato. Se un'azienda decide l'acquisizione di un concorrente può rivolgersi al comparto dei *leveraged loan*, i cui investitori sono istituzionali, con tempi e dimensioni per l'operazione che sono, rispettivamente, la metà e più del doppio. In Europa la scarsa liquidità costringe le aziende a rivolgersi al mercato bancario dei prestiti che però è limitato dal nuovo contesto regolamentare e più oneroso.

È assolutamente necessario che un processo analogo a quello USA avvenga anche in Europa dove, tuttavia, si paga il "prezzo" delle tensioni politiche ed economiche sulla moneta unica.

3. Cosa sta succedendo in Gran Bretagna

Il contesto del Regno Unito rappresenta, esso pure, un ottimo esempio per comprendere dove si sta spostando il mercato. Il governo britannico ha posto in essere una serie di incentivi e individuato una serie di investitori istituzionali che sono autorizzati a dare credito diretto alle imprese domestiche. A differenza della soluzione che passa per l'emissione di *minibond*, gli istituzionali sono incentivati a fare prestiti diretti e, quindi, hanno criteri di liquidità diversi rispetto alle obbligazioni. Si dovrebbe aprire un capitolo a parte per valutare gli aspetti positivi e negativi dell'iniziativa *minibond*, ma sul punto occorrerebbe un incontro tecnico *ad hoc*.

Le fatture dei fornitori a grossi operatori, valga l'esempio Tesco, una delle primarie catene della Gran Bretagna, sono adesso scontate non solo dalle banche ma anche da fondi specializzati. Il rischio di controparte è molto contenuto e i rendimenti alquanto attraenti (oltre il 5%).

Si pensi al mercato del *consumer lending*, che è appena passato sotto la regolamentazione della FSA (l'equivalente della CONSOB) e che attraverso *lender* privati ha raggiunto una dimensione di diversi miliardi di sterline, con una continua innovazione. Pay-day lending, Guarantor lending, Home lending, Auto Loan, Personal Loan. In questo settore le banche sono presenti in parte mentre una larga fetta del mercato é in mano a società private, o, tutt'al più, del parabancario.

Infine, si può richiamare il comparto con la crescita più veloce (anche se parte da un livello molto basso), quello del *peer to peer*. Strutture che giocano sulla massima diversificazione e che raccolgono capitali tra privati, per impiegarli in modo assolutamente diversificato.

4. Conclusioni

In buona sostanza, il settore bancario ha finora lavorato come un grosso supermercato, nel quale si facevano mille diversi mestieri: sistema di pagamenti e *cash management* (quindi trasferimenti, bollette, carte ecc.), prestiti personali, mutui, prestititi aziendali, *private banking*/gestioni, *capital markets*, *investment banking*.

Il futuro è una divisione della attività di servizi e cash management che dovrebbe diventare assai più flessibile, assai più digitalizzata con

molte meno filiali e quindi costi, divenendo molto più simile ad una *utility*. Nel credito, invece, sarà necessaria una maggiore specializzazione e soprattutto, date le nuove richieste di capitale prima richiamate, una sempre più marcata disintermediazione, dove investitori istituzionali da un lato e privati (e *pear to pear*), dall'altro, saranno sempre più attivi, come avvenuto sul mercato americano.

Il processo di disintermediazione bancaria in Europa è ormai irreversibile. Il nuovo contesto regolamentare insieme al più vasto processo di digitalizzazione sta spingendo gradualmente ma ineluttabilmente il mercato verso il modello americano, ove le banche hanno un ruolo limitato nel vasto mercato del credito.

La globalizzazione ormai permette a soggetti di tutto il mondo di partecipare a mercati locali. È appena il caso di segnalare la presenza degli *hedge fund* americani nel mercato dei crediti P.A. e degli NPL bancari in Italia.

Sul mercato consumer la digitalizzazione permetterà a soggetti privati di partecipare ad opportunità di investimento: basti pensare al mercato *peer to peer* e al mercato consumer in Gran Bretagna, dove è sufficiente digitare su internet la parole *personal loan* o *auto loan* per accedere ai siti di centinaia di società che offrono credito.

Per quanto riguarda l'Italia è importante che il contesto normativo – sempre tenendo come priorità la trasparenza e la tutela del risparmiatore – favorisca il processo di disintermediazione, anche per aprire nuovi rubinetti" di credito ai privati e alle imprese, rilanciando così i consumi e gli investimenti.

5. Interventi ipotizzabili

- Supporto legislativo che favorisca lo sviluppo del *peer to peer lending*. Nonostante la crisi, l'Italia rimane un paese con un'altissima propensione al risparmio. In un contesto di tassi di interesse praticamente a zero è intuitivo che qualsiasi forma di investimento che permetta di ottenere rendimenti attraenti, ma con un rischio contenuto e ben diversificato, sarebbe sicuramente ben accolta. Nei Paesi anglosassoni, come accennato, questa tipologia di credito è già affermata.

- Incentivare l'intervento di investori istuzionali nel mercato dei crediti verso la Pubblica Amministrazione. Si è fatto molto negli ultimi due anni in quest'area, ma esistono pur sempre diverse decine di miliardi di Euro di crediti P.A. che il sistema delle banche e quello del *factoring* non riescono ad assorbire. Come sappiamo, si tratta di un rischio molto vicino al rischio Stato ma per la sua complessa natura e per la sua illiquidità offre un rendimento – a seconda dei casi – anche di qualche punto percentuale più alto rispetto ai titoli pubblici a 2 o 3 anni. Allora, quale migliore opportunità di impiego per investitori italiani di lungo termine come Fondazioni, Assicurazioni e Fondi Pensioni, nel momento in cui la percentuale di titoli di Stato acquistata da investitori esteri è di nuovo in aumento? Uno spostamento

di portafoglio degli investitori suddetti non impatterebbe negativamente sul mercato dei titoli pubblici. L'investimento in crediti P.A. permetterebbe invece agli investitori di incassare un premio in termini di rendimento, rispetto ai titoli di Stato, con un rischio analogo. Questa pratica, a sua volta, permetterebbe di offrire alle imprese un'ulteriore soluzione per realizzare quella liquidità che oggi spesso non hanno. Addirittura si potrebbero individuare incentivi, sull'acquisto di questi crediti, per i quali le banche potrebbero fornire delle condizioni favorevoli di leva, con assorbimento di capitale limitato, avendo una posizione più *senior* rispetto agli investitori, moltiplicando cosi gli effetti dell'intervento.

- Un ultimo tema sul quale vale la pena considerare delle iniziative concrete è quello delle sofferenze bancarie, questione ormai ben nota anche al pubblico meno esperto, ma che sta alla base del problema del mercato del credito e che rientra nel contesto della disintermediazione bancaria. Le *sofference* bancarie non sono che crediti dati in passato a famiglie, privati e imprese, i quali, per motivi spesso connessi alla crisi globale, non sono più in grado di sostenere. Il problema ha assunto dimensioni talmente elevate, da rappresentare un ulteriore blocco alla ripresa dell'erogazione del credito da parte delle banche, anche per l'impatto di tipo economico che ha su di loro, in termini di "costo del credito", in forma di accantonato obbligatorio. Si pensi che questo costo è passato negli ultimi anni da circa 0,20/0,50% a livelli del 2/3%, con un impatto enorme appunto sull'erogazione. Da anni ci sono *hedge fund*, *private equity funds*, Banche di Investimento che "setacciano" l'Italia alla ricerca di opportunità, ma con poche operazioni concluse. Allora va fatta, forse, una riflessione: è un semplice problema di mercato (i potenziali acquirenti vogliono comprare a prezzi bassi mentre le banche possono permettersi di vendere soltanto a prezzi alti) oppure c'è qualche altra motivazione? La risposta sta nell'osservazione degli altri mercati europei, dove le sofferenze bancarie dovute alla crisi sono elevate: Spagna e Portogallo. Ebbene, in detti Paesi lo smobilizzo di queste sofferenze è largamente avvenuto e i bilanci delle banche sono già in condizioni di riprendere l'erogazione del credito. Le sofferenze sono in mano a investitori istituzionali che adesso stanno "lavorando" sui crediti in modo molto più attivo e specializzato rispetto a quanto potevano operare le banche medesime. La risposta al problema è, dunque, di realizzare un contesto normativo che faciliti questa prospettiva. Parliamone in concreto: il primo dato di criticità è la lunghezza temporale per il recupero dell'*asset*. L'Italia ha la media più alta in Europa. Un lasso temporale così prolungato ha un'incidenza molto marcata sul *pricing*, aggravando la distanza *bid-offer* tra investori e venditori. Qui occorre un forte intervento riformatore circa le procedure esecutive. Si potrebbero citare molti altri modi per intervenire: delle facilitazioni contabili agli incentivi fiscali (l'attività che ne deriverebbe e la relativa base imponibile compenserebbe gli incentivi): il problema è, comunque, di intervenire con determinazione e rapidità.

V SESSIONE

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Paolo Garonna *

Proporre valutazioni di sintesi a conclusione di molti e ricchi contributi analitici sul sistema finanziario del nostro Paese, la sua evoluzione e le sue prospettive non è compito agevole per due ordini di motivi. Anzitutto, la discussione sul tema, per quanto autorevolmente partecipata, non ci pare abbia ancora raggiunto un punto di approdo o di sufficiente e definitiva maturazione, in linea peraltro con le vicende di questi turbolenti anni di trasformazione e modernizzazione. È quindi necessario, più che concludere, stimolare ulteriori e maggiori contributi. In secondo luogo uno dei fili rossi più promettenti che lega i diversi contributi e punti di vista è proprio il rinvio a ulteriori approfondimenti e sviluppi della ricerca. Sta emergendo con forza l'esigenza di quello che Giuseppe Morbidelli ha definito un "approccio globale" allo studio dei sistemi finanziari, l'analisi cioè dell'intero arco dei settori e dei processi della finanza visti da tutti i punti di vista, e con tutti gli strumenti di conoscenza disciplinare disponibili, l'analisi giuridica, economica, storica, finanziaria, industriale, aziendale, ecc. Soprattutto emerge l'esigenza di guardare alle interdipendenze e alle sinergie tra i diversi segmenti e processi, e tutto ciò che contribuisce a creare "sistema", o che difetta a questo fine.

Più che la sintesi dunque, proporrei alcuni spunti che stimolino la riflessione successiva, piste di ulteriore studio e ipotesi di lavoro, anche per riprendere e valorizzare le molte suggestioni e indicazioni emerse dalla discussione in corso.

Un dato di fondo domina il quadro verso cui convergono gli schemi interpretativi e le esperienze concrete che da diversi punti di vista sono stati rappresentati: c'è una profonda modernizzazione in corso del "sistema finanziario italiano", che investe tutti i comparti, i *players*, i modelli organizzativi e di governance, le tecnologie e i mercati. E' il nostro un "sistema in transizione", che reagisce a spinte interne ed esterne di cambiamento, che nella turbolenza dei processi potrebbe anche determinare discontinuità e volatilità, ma che nel complesso sta rafforzando la capacità la stabilità ed il potenziale di sviluppo degli intermediari finanziari. Il punto di partenza della nostra riflessione è stato il saggio importante di Pierluigi Ciocca del 2000 che analizzando i vent'anni precedenti, gli anni ottanta e novanta, parlò, efficacemente, di una "metamorfosi difficile" della finanza italiana. Nel periodo successivo, fino ai nostri giorni, la metamorfosi difficile non solo non si è rallentata, ma ha acquisito anzi una marcia in più. È diventata una palingenesi faticosa e

* Università Luiss Guido Carli di Roma; Segretario Generale Federazione delle banche delle assicurazioni e della finanza (FEBAF).

impegnativa. Il sistema insomma è sotto stress, ha affrontato, e sta affrontando gli shock della modernizzazione, tanto in relazione ai divari storici ereditati dal passato quanto alle sfide di un mondo che cambia, rapidamente, imponendo ritmo tempi e temi al cambiamento della finanza.

Luigi Abete osservava che in un mondo in cui tutto cambia, cambiano anche i terreni e le regole del gioco, ed aveva evocato il paragone immaginifico del campo di calcio in cui nel mezzo della partita entrano in gioco i "Watussi" creando ostacoli formidabili ai giocatori "normali" che si trovano sul campo. Direi, per continuare nella metafora, che in questo nuovo terreno di gioco anche i nostri giocatori sono cambiati, sono diventati anch'essi un po' Watussi, e stanno rispondendo, o almeno cercando di rispondere, colpo su colpo agli shock della competizione globale.

Due caratteristiche di questa risposta meritano di essere sottolineate:

a) Anzitutto il sistema italiano è aperto, più di quello degli altri paesi europei, e si apre sempre di più all'Europa e ai mercati finanziari internazionali. A fine 2013 la quota di mercato degli intermediari esteri rispetto al totale attivo di sistema è pari al 17%. Gli investitori internazionali nella raccolta dei fondi rappresentano il 26% del totale. Le partecipazioni estere nette rappresentano il 38% dell'attuale capitalizzazione del listino nella Borsa italiana. Tutte le principali banche, assicurazioni e fondi europei e globali sono presenti, anche con quote significative, sul nostro mercato. Abbiamo anche alcuni grandi player italiani di dimensioni e livello europeo, e molti medi *player* si orientano sempre più verso le attività internazionali. Questo aspetto è un presupposto e una conseguenza della modernizzazione in atto, e funge da stimolo e da accompagnamento all'integrazione del "sistema Paese" nell'economia internazionale.

b) In secondo luogo, l'aggiustamento competitivo e strutturale mette in gioco non solo le banche, le assicurazioni e i diversi comparti dell'industria finanziaria, ma l'intero "sistema", in quanto sistema. Nell'aggiustamento infatti questi settori interagiscono. Tanto nell'analisi dei divari da superare, quanto in positivo nei rimedi che si mettono in moto per affrontarli. Ad esempio, è noto che il predominio del credito bancario nel finanziamento dell'economia si lega con la sottocapitalizzazione cronica delle imprese, il diffuso nanismo industriale, la borsa asfittica, il regime fiscale che penalizza l'*equity* rispetto al debito e la debolezza dei fondi pensione. Nell'analisi, tutte queste cose si tengono insieme creando circoli viziosi e trappole di arretratezza. Ma, in positivo, ciò significa che la ripresa del *private equity* e del *private debt* nel nostro sistema, i minibond e i *project bonds* stimolano la crescita dimensionale delle imprese, danno nuovi ruoli alle banche (es. nel *private placement* e nelle garanzie), si accompagnano ad un crescente interesse degli investitori istituzionali (assicurazioni e fondi pensione) a finanziare l'economia reale. La modernizzazione ha quindi effetti sistemici, richiede sforzi convergenti e sinergici, ma dà anche benefici collaterali

di ripresa di sistema.

Ecco perché non ritengo convincenti, né utili dal punto di vista delle prospettive, quelle analisi che scaricano le responsabilità dei ritardi e delle carenze solo da una parte del sistema, o dal lato dell'economia reale o da quello del settore finanziario, o sulle banche o sulle assicurazioni o sui fondi, ecc. C'è un'inerente e co-essenziale "complicità" tra banche e imprese, e tra intermediari finanziari di tipo diverso. Il settore finanziario può giocare, e sta giocando un ruolo chiave nel promuovere la modernizzazione dell'apparato produttivo, gli investimenti, l'internazionalizzazione, mentre d'altro canto il rafforzamento dell'economia reale porta ad uno sviluppo dei mercati dei capitali, dei finanziamenti alle *start-up* e all'innovazione, alla digitalizzazione della finanza e allo sviluppo della borsa e dei fondi pensione. Lo stesso potrebbe dirsi nel rapporto tra banche, investitori istituzionali e mercati dei capitali. Le ferree leggi dell'interdipendenza non danno scampo. Non c'è salvezza senza collaborazione. L'obiettivo quindi è quello di innescare circoli virtuosi e di rompere quelli viziosi.

Se queste tendenze rappresentano dati di fatto incontrovertibili, che forse conosciamo ancora troppo poco, e facciamo conoscere e percepire ai mercati e alle opinioni pubbliche ancor meno, si aprono invece campi importanti di riflessione e di discussione ulteriore, ove le opzioni strategiche e le direzioni di marcia per il futuro possono essere diverse e vanno quindi valutate attentamente.

La prima questione è quella da cui siamo partiti e a cui possiamo ora tornare alla luce dei contributi ricevuti. Esiste un "modello italiano "di intermediazione finanziaria? Quali ne sono le caratteristiche e le specificità? Come si pone la modernizzazione in corso rispetto a queste caratteristiche? Che cosa dell'eredità del passato, per quanto illustre, dobbiamo abbandonare? E che cosa invece possiamo valorizzare e riprendere in chiave di modernità? In che misura i modus operandi del presente rappresentano resistenze e vincoli al cambiamento, e vanno quindi superati? E in che misura invece essi possono trasformarsi in vantaggi competitivi, specifica espressione del nostro modo di fare business, della nostra cultura industriale, e quindi dei punti di forza del nostro sistema finanziario?

La questione non è solo rilevante dal punto di vista della ricerca storica e dell'analisi di sistema. Anzitutto si lega strettamente ai processi di cambiamento e di modernizzazione in corso. Tanto più infatti il cambiamento è profondo, tanto più evoca interrogazioni identitarie. Le società statiche e chiuse non si interrogano sulla loro identità. Non hanno forse bisogno nemmeno di dare un nome alle cose. I problemi di identità sorgono per chi si integra, si apre al nuovo, si avventura in nuove frontiere, solca mari inesplorati. E quindi è giusto che il nostro sistema si chieda quali sono i suoi punti di forza e di debolezza, quali specificità debba salvaguardare, quali arretratezze debba superare. Recuperare orgoglio identitario contribuisce a motivare e sospingere

il cambiamento. Dopotutto è in Italia, nell'alto medio evo, che viene inventata la banca moderna, e le assicurazioni, insieme a tante altre cose (la democrazia municipale, le università, le grandi scoperte scientifiche, l'arte e l'architettura, ecc.) che rappresentano oggi il cuore del capitalismo industriale e dell'Europa.

In ogni processo di cambiamento poi occorre evitare di buttar via il bambino con l'acqua sporca, inseguendo modelli "stranieri" importati acriticamente, magari per moda o per colonizzazione culturale. Inoltre nella costruzione dei grandi mercati europei e della finanza globale, occorre chiedersi quale è il nostro contributo. Acquisire e imitare in modo creativo le *best practise* internazionali va bene. Ma occorre anche portare in dote sui mercati globali i nostri punti di forza, le nostre *best practise.*

Su questi aspetti occorre sviluppare la ricerca e promuovere un approfondimento. Ma già ora, dai contributi raccolti, emergono alcuni tratti caratteristici che potremmo assumere come ipotesi di lavoro.

a) Anzitutto, la capacità di presidio del territorio e la vicinanza al cliente. Il *relationship banking* consente di aggiungere a tutti gli strumenti propri della moderna valutazione del merito di credito quegli elementi di informazione locale, di "conoscenza tacita" direbbe Karl Polanyi. Gros-Pietro la ha chiamata "conoscenza *soft*". Si tratta di un complemento utilissimo ai sistemi di rating e agli indicatori tecnici con cui operano i banchieri per fare screening, che è inerente al fare banca.

b) I meccanismi di distribuzione capillare dei prodotti finanziari, oggi investiti dalle ristrutturazioni e dall'innovazione, soprattutto dalla finanza digitale, sono molteplici e interagiscono in vario modo.

c) La compresenza di grandi banche e piccole banche, grandi assicurazioni e piccole assicurazioni, di diversi tipi di operatore finanziario, le banche universali, le banche di investimento, le cooperative, le banche popolari, le fondazioni bancarie, le finanziarie regionali, ecc. La varietà è ricchezza, anche se occorre poi fare i conti con i mercati e la competitività che impongono aggiustamenti e innovazioni continue, anche profonde e dolorose.

d) L'adattabilità, la flessibilità e l'apertura ai cambiamenti. Gli *shock* degli ultimi due decenni sono stati ben assorbiti, dalle privatizzazioni all'euro, dalle nuove regole prudenziali alla crisi economica e produttiva. In Italia non ci sono stati costosi interventi di sostegno pubblico alle banche come negli altri Paesi. La graduale transizione da un sistema banco-centrico verso un sistema più ampio ed equilibrato, ai nuovi strumenti di finanziamento delle imprese, i minibond, le cartolarizzazioni, il *crowdfunding*, ecc. si sta realizzando senza particolari scossoni o conflitti, sotto la spinta dei nuovi assetti regolamentari e dei mercati.

e) Infine la reputazione e la fiducia verso gli operatori finanziari, sul cui fondamento si basa la forza del sistema, sono parte del capitale "sociale ed istituzionale" del Paese. E quindi la nuova enfasi che si sta ponendo sulla

educazione e sull'inclusione finanziaria, sulla comunicazione istituzionale, sul rapporto con l'opinione pubblica, sul dialogo con le principali piazze finanziarie e i mercati europei ed internazionali.

Su questi punti, ed eventualmente su altri, dobbiamo continuare la ricerca, attraverso la collaborazione, sinora assai fruttuosa, tra la Federazione banche assicurazioni e finanza, e il Cesifin. Questo lavoro rientra pienamente nella *mission* della Federazione. Il gruppo di ricerca della Febaf pilotato sapientemente dal Prof. Pierluigi Ciocca, che ha sviluppato e promosso i contributi raccolti in questo volume, ha svolto un lavoro egregio e potrà in collaborazione con Cesifin continuare a sviluppare la riflessione e il dibattito.

Vorremmo, e dovremmo, aprirci ancora di più al dialogo ed al contributo dei tanti ricercatori, studiosi e operatori che in Italia e all'estero si occupano di cultura, storia ed analisi delle istituzioni finanziarie nel nostro Paese. Quindi, economisti, sociologi, giuristi, storici, esperti di finanza, intellettuali, comunicatori, insegnanti, studenti, ecc. La "casa comune" che la Federazione ha istituito e intende sviluppare per tutte le componenti della grande famiglia della finanza in senso largo nel nostro Paese ha riservato uno spazio anche per questi studiosi e *stakeholders*. Noi vorremmo che coloro che si occupano di questi temi nelle Università, nei centri studi, nelle imprese, nei *think-tank* nazionali ed internazionali, si sentissero "a casa loro" nella Febaf. Siamo interessati ad avere il loro *feed-back* sull'industria, le sue strategie e la sua tenuta sui mercati. Saremmo lieti di poter porre questioni e temi sul tappeto stimolando la ricerca e la proposta di soluzioni.

Vogliamo una finanza che sia vicina ai cittadini all'industria e all'economia del Paese, un'economia che si alimenti nel dialogo con la ricerca scientifica e con la scienza, e una finanza un'economia e una ricerca che lavorano insieme per cambiare il Paese.