

IL RISPARMIO

3

Anno LXVI - n. 3 luglio - settembre 2018

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa

Poste Italiane Spa Sped. in abb. post. 70% DCB Roma - com. 20 lett. c - Art. 2 legge 662 del 23/12/96 - Filiale di Roma - Romanina



REGOLAMENTO PER LA SOTTOMISSIONE DEI MANOSCRITTI PER LA PUBBLICAZIONE NELLA RIVISTA *IL RISPARMIO*

1. PREMESSA

L'invio dei manoscritti alla Rivista per una valutazione ai fini della pubblicazione, presuppone l'accettazione da parte degli autori delle regole di pubblicazione di seguito esposte.

In particolare, gli autori devono:

- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto, o parti significative di esso, non sia stato pubblicato altrove;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sia sotto *review* per altra pubblicazione;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sarà inviato per altra pubblicazione prima della risposta finale del Comitato Scientifico sull'esito del processo di referaggio.

2. SOTTOMISSIONE MANOSCRITTI

Gli articoli vanno inviati al Comitato Scientifico via mail all'indirizzo elisabetta.boccia@acri.it in formato testo che includa il testo, le note e la bibliografia da pubblicare, corredati da un *Abstract* in italiano e in inglese di non più di 300 parole, indicando il codice JEL, disponibile su <http://www.aeaweb.org/journal/elclasjn.html>.

L'autore può proporre il suo lavoro per la pubblicazione in lingua inglese. Rimarrà a cura dell'autore la revisione del lavoro in lingua inglese qualora esso non venga considerato adeguato agli standard linguistici.

Sulla prima pagina del manoscritto va specificata l'Università o Ente di appartenenza, un numero telefonico e un indirizzo di posta elettronica dell'autore (o di almeno un autore nel caso di saggi a firma congiunta).

Il manoscritto deve essere formattato secondo quanto stabilito nella sezione "note per gli autori", pubblicata sul sito della rivista www.ilrisparmioreview.it.

3. PROCESSO DI REFERAGGIO

Il Comitato Scientifico esamina il manoscritto e, qualora lo giudichi potenzialmente idoneo per la pubblicazione nella Rivista, lo invia a tre *referee* per un triplo referaggio anonimo.

∞ La decisione iniziale del Comitato Scientifico richiede circa due settimane.

∞ La stesura dei rapporti dei *referee* richiede circa 1 mese.

Sulla base delle indicazioni dei *referee*, il Comitato Scientifico accetta l'articolo, richiede una revisione, oppure rifiuta l'articolo; in ogni caso verrà fornito agli autori un feedback.

In caso di accettazione da parte del Comitato Scientifico, si autorizzerà la pubblicazione e la stampa del lavoro assegnando, inoltre, il numero della rivista e l'anno in cui sarà pubblicato.

La fase di correzione delle bozze e di stampa del lavoro richiede circa 1 mese.

4. VARIE

Il Comitato Scientifico si aspetta che gli autori che inviano i propri manoscritti alla Rivista siano disponibili ad accettare di collaborare come *referee* nel caso in cui venga presentata loro tale richiesta.

Gli articoli pubblicati sul Risparmio saranno segnalati nelle bibliografie ECONLIT e EJEL.

IL RISPARMIO

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

Editorial Board

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Giuseppe Guzzetti (ACRI, Rome)

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Mario Nuzzo (LUISS, Rome)

Antonio Patuelli (ABI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

Pasquale Lucio Scandizzo (University of Rome "Tor Vergata")

*«Il Risparmio Review» is included in JEL on CD, e-JEL and Econlit,
the electronic indexing and abstracting service
of the American Economic Association*

3

Anno LXVI – n. luglio - settembre 2018

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa



Redazione:
Via del Corso, 267 - 00186 Roma
Tel. 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.23
elisabetta.boccia@acri.it
www.ilrisparmioereview.it
www.acri.it

Codice ISSN 0035-5615 (print)
Codice ISSN 1971-9515 (online)

Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.
La riproduzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.

SOMMARIO

GIUSEPPE GUZZETTI

Identità e cambiamento

Identity and change

5

MARCELLO LUBERTI

Le crisi bancarie

Banking crises

33

MARIA SOLE STAFFA

Analisi e valutazione dei rendimenti dei Buoni Fruttiferi Postali
emessi da Cassa Depositi e Prestiti. Il caso della serie Q

*Analysis and evaluation of the performances of bond emitted
by Cassa Depositi e Prestiti. The case of the Q series*

47

ANTONIO PEZZUTO

La vigilanza macroprudenziale nell'Unione Europea
Macroprudential supervisory in the european Union

69

IDENTITÀ E CAMBIAMENTO*

IDENTITY AND CHANGE

Giuseppe Guzzetti

Presidente Acri

Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa

President of Acri

* Intervento svolto in occasione del XXIV Congresso Nazionale delle Fondazioni di origine bancaria e delle Casse di Risparmio SpA, "Identità e cambiamento". Parma, 7 e 8 giugno 2018.

La nostra storia ha dimostrato, e lo dimostra ogni giorno, come, partendo da una identità, ci siamo gradualmente trasformati, e io dico migliorati, affrontando con apertura il cambiamento che il contesto sociale, culturale, economico e normativo ci ha posto di fronte, o che noi stessi abbiamo deciso di intraprendere, grazie all'arricchimento, graduale ma costante, della nostra visione, delle nostre competenze, delle nostre esperienze. In un solo caso ci siamo difesi con tutte le forze, abbiamo fatto muro, ci siamo opposti al cambiamento: quando si è tentato di sottrarre alle Fondazioni di origine bancaria la loro natura di soggetti privati.

PAROLE CHIAVE: IDENTITÀ • CAMBIAMENTO • FONDAZIONI • BANCHE • EVOLUZIONE

Our history has shown, and shows it every day, how, starting from an identity, we gradually changed, and I say improved, facing openly the change that the social, cultural, economic and regulatory context has placed us in front of, or that we ourselves have decided to undertake, thanks to the gradual but constant enrichment of our vision, our skills, our experiences. In one case we defended ourselves with all our strength, we made a wall, we opposed the change: when we tried to remove the foundations of banking origin from their nature as private subjects.

KEYWORDS: IDENTITY • CHANGE • FOUNDATIONS • BANKS • EVOLUTION

Signor Presidente della Repubblica, Autorità tutte, cortesi Ospiti e Associati, gentili Signore e Signori, Vi ringrazio per la partecipazione a questo XXIV Congresso Nazionale, così come ringrazio per l'apporto che daranno al dibattito i Relatori che interverranno questo pomeriggio nella sessione Fondazioni e domattina nella sessione Banche. Ringrazio le Autorità locali, il sindaco Federico Pizzarotti e il presidente della Regione Emilia Romagna Stefano Bonaccini, e i nostri ospiti, i colleghi Gino Gandolfi e Roberto Delsignore, presidenti rispettivamente della Fondazione Cariparma e della Fondazione Monteparma, che hanno voluto generosamente ospitare questa manifestazione nella loro bellissima e accogliente città.

La presenza del nostro Presidente ci onora e ci riempie di orgoglio.

Il suo ruolo di garante delle prerogative istituzionali è di fondamentale importanza per il Paese.

Ma, come tutti i ruoli, anche questo va interpretato.

E, se posso permettermi, il Presidente Mattarella negli anni questo ruolo lo ha interpretato nel migliore dei modi, dosando con equilibrio e saggezza le qualità della discrezione e della fermezza. La sua presenza ci tranquillizza come cittadini e ci fa ben sperare per il futuro.

Il mio intervento introduttivo, in qualità di Presidente di Acri, fa il bilancio di questi ultimi anni in cui ho avuto l'onore di guidare l'Associazione, con la collaborazione di tutti i suoi vari Organi – il Comitato Esecutivo, il Consiglio, il Comitato delle Società Bancarie, il Comitato Piccole e Medie Fondazioni, il Collegio dei Revisori dei Conti, il Direttore Generale con l'intera struttura – e le 13 Commissioni dell'Associazione. Con il loro impegno hanno contribuito a rendere le nostre Associate sempre al passo con i tempi, aiutando le Fondazioni a confermarsi come protagonisti fondamentali del privato sociale e le Casse Spa come attori del settore creditizio particolarmente attenti ai bisogni dei loro territori.

Il mio intervento apre ufficialmente il XXIV Congresso, che si chiuderà domani con la proposta di approvazione alle nostre Associate di una Mozione finale intesa a tracciare le linee guida per le attività e le scelte dei prossimi tre anni.

Titolo di questa edizione è “Identità e Cambiamento”, dall'idea che le associate Acri – Fondazioni e Casse – pur mantenendo ferme le proprie caratteristiche identitarie più profonde, in termini di valori, sono parimenti proiettate verso una costante evoluzione nelle modalità di intervento e di declinazione della propria missione, in modo da poter essere sempre in armonia con i bisogni delle loro comunità e del Paese, in un mondo e un'Italia che cambiano. Chi siamo, dunque, e dove stiamo andando. È questo il tema.

L'identità è il patrimonio genetico di cui ogni organismo è dotato. È l'insieme dei tratti distintivi che lo caratterizzano, che lo rendono unico, differente dagli altri organismi. Ma, come tutti i patrimoni, va fatto fruttare, va, diciamo così, messo a reddito, altrimenti si rischia di perderne, nel tempo, il valore.

L'identità può essere considerata come punto di arrivo oppure come punto di partenza: due differenti modi di intendere questo patrimonio che produce effetti diametralmente opposti.

Se lo si considera un punto di arrivo, l'atteggiamento che ne scaturisce è di carattere difensivo, tipico di chi sente di dover proteggere quel patrimonio genetico dalle minacce esterne, dalla corrosione di agenti esogeni. Gli "altri" diventano potenziali nemici da cui difendersi o addirittura da aggredire preventivamente per evitare di essere in futuro, a propria volta, attaccati. La storia è piena di esempi che testimoniano i nefasti effetti di questo atteggiamento escludente, di questo comportamento di chiusura verso l'altro, di questo modo di intendere la diversità, non come ricchezza, ma come corruzione della purezza identitaria. E sto parlando, purtroppo, anche di esempi recenti. Nell'ultimo decennio, infatti, si è registrato nel mondo un riaccendersi dell'identitarismo, cioè di questo modo di intendere l'identità. Il "muro", di cui con speranza e orgoglio il mondo si era sbarazzato simbolicamente in quello straordinario 9 novembre 1989, è tornato a farci visita in maniera multiforme, in una molteplicità di modalità fisiche e virtuali diverse, che non ha neanche risparmiato la nostra cara Europa. E con questo stiamo oggi giorno facendo i conti.

Ma, come dicevo, l'identità può anche essere considerata, e forse con più frequenza ancora nella storia lo è stato, un punto di partenza. Cioè un bagaglio culturale con il quale intraprendere un viaggio per incontrare l'altro. Un bagaglio nel quale c'è spazio per aggiungere ciò che di buono si incontra lungo il cammino e in cui sono contenute anche cose che possono essere donate a coloro che ne sentono il bisogno o che sono in grado di farne tesoro. Non si cederà mai il passaporto, ma si potrà cedere, o meglio ancora, condividere le eventuali provviste che ci saremo portati dietro, per far assaggiare agli altri cibi a loro

sconosciuti e magari portarsi dietro buone vivande di cui non conoscevamo neppure l'esistenza. Questo approccio aperto al nuovo, alla diversità, al confronto costruttivo è, io credo, il senso di identità che ci deve tutti accomunare. Perché, con questa predisposizione mentale, il nostro bagaglio culturale, cioè il patrimonio rappresentato dall'identità, si riempie di cose nuove. Ma, grazie alla gelosa custodia del passaporto, non ci farà mai dimenticare chi siamo e da dove veniamo.

L'obiettivo, con questo mio discorso, è dimostrarvi che anche noi, forse senza essercene pienamente resi conto, siamo un esempio lampante di questo secondo modo di intendere l'identità. Perché la nostra storia ha dimostrato, e lo dimostra ogni giorno, come, partendo da una identità, ci siamo gradualmente trasformati, e io dico, migliorati, affrontando con apertura il cambiamento che il contesto sociale, culturale economico e normativo ci ha posto di fronte, o che noi stessi abbiamo deciso di intraprendere, grazie all'arricchimento, graduale ma costante, della nostra visione, delle nostre competenze, delle nostre esperienze. In un solo caso ci siamo difesi con tutte le forze, abbiamo fatto muro, ci siamo opposti al cambiamento: quando si è tentato di sottrarci il passaporto, per cancellare da esso quel segno particolare rappresentato dalla nostra natura di soggetti privati.

Lo farò trattando quelli che a mio avviso sono i cinque elementi identitari che ci connotano, dimostrando come essi abbiano registrato nel tempo una positiva evoluzione, frutto della nostra intrinseca apertura al cambiamento: l'origine bancaria, la natura privata, il radicamento territoriale, il patrimonio e la natura filantropica.

L'origine bancaria

Questa origine, che molti detrattori considerano una sorta di peccato originale, ma che in realtà molti e positivi frutti ha prodotto per il nostro Paese, è il punto di partenza del nostro viaggio.

La cosiddetta legge Amato (n. 218 del 30 luglio 1990) rappresenta l'innescò di un processo il cui esito era, per stessa successiva ammissione dell'ideatore, in gran parte ignoto. Quella legge rappresentava una sorta di esperimento e, come per tutti gli esperimenti, gli esiti

erano incerti. Si trattava di rendere più competitivo il sistema bancario italiano in un contesto di libera concorrenza a livello europeo. Il nostro mercato era caratterizzato, in particolare, dalla presenza di Casse di Risparmio, di Banche del Monte e di istituti di diritto pubblico, che, a causa della propria origine, erano prive di un elemento la cui assenza limitava potenzialmente la concorrenza: gli azionisti. Questi istituti, che rappresentavano la massima espressione dello spirito solidaristico delle nostre comunità, spirito che affonda le proprie radici nell'esperienza dei Comuni che ha caratterizzato la storia di una buona parte del nostro Paese, in un contesto di mutamento, non risultavano più idonee a sostenere la competizione. Era necessario un cambiamento, che però salvaguardasse i due elementi valoriali che Casse di Risparmio e Banche del Monte incarnavano: il saper fare banca e l'attenzione ai bisogni delle comunità. Un legislatore rozzo e sprovvisto avrebbe rischiato di compromettere il secondo elemento valoriale a esclusivo beneficio del primo.

Ma fortunatamente così non fu, perché l'architettura prevista dal legislatore, sebbene forse non con piena consapevolezza, consentì di non disperdere, nel cambiamento, il patrimonio valoriale di questi istituti. Nacquero infatti due soggetti, due gemelli eterozigoti, uno che si portava dietro il valore del saper fare banca, la Banca conferitaria, l'altro quello dello spirito solidaristico e filantropico. Per la verità, questo secondo soggetto, nella legge definito Ente conferente e, solo successivamente denominato Fondazione, aveva formalmente un solo scopo: quello di diventare l'azionista unico delle nuove banche società per azioni, e il disegno sul ruolo da affidare ad essi non era ancora chiaro. Ma, evidentemente, i geni, i valori, erano stati trasferiti. Ed è qui che si inserisce il cambiamento, evidentemente favorito da fattori esterni (tra cui, in particolare la crisi dello stato sociale) e normativi che si sono poi succeduti nel tempo, ma che è anche il frutto della capacità degli Enti conferenti o meglio delle Fondazioni, di comprendere e interpretare il proprio ruolo, inizialmente solo in parte chiaro.

Se analizziamo i due percorsi delle Banche conferitarie e delle Fondazioni avviati con la legge Amato, possiamo dire che la missione ad esse affidata dal legislatore è stata perseguita con ottimi risultati.

Le Banche conferitarie hanno dimostrato, in un contesto nuovo, di saper fare banca. Ne sono prova tre elementi incontrovertibili.

Il primo è che, grazie al ruolo sapiente di azionisti svolto dalle Fondazioni, ovviamente facendo perno sulle ottime capacità manageriali e gestionali delle Banche conferitarie e sul forte radicamento territoriale che ne ha sempre caratterizzato l'azione, sono nati, attraverso processi aggregativi, due Gruppi bancari che sono in grado di competere a livello internazionale al pari, o anche meglio, di tanti player stranieri: il Gruppo Intesa San Paolo e il Gruppo Unicredit. Non vi è dubbio che questo rappresenta un grande risultato, che purtroppo raramente viene riconosciuto, ma che dimostra la capacità di adattamento e di cambiamento dei nostri enti.

Il secondo è che, almeno sino a prima della crisi, nei processi aggregativi che si sono susseguiti, il valore di cessione delle partecipazioni delle Banche conferitarie è stato particolarmente elevato, segno evidente che questi istituti bancari erano stati in grado di accrescere il valore del proprio patrimonio grazie a una grande capacità gestionale.

Il terzo è che, sebbene ridotte nel numero, le Casse di Risparmio conferitarie rimaste autonome mostrano tutte segni di vitalità e di dinamismo e una buona capacità di competere, grazie al presidio di nicchie di mercato non coperte da istituti di maggiore dimensione e alla focalizzazione sul servizio e sull'elemento fiduciario, che rappresentano indiscussi punti di forza.

Certo, non possiamo nasconderci alcuni incidenti di percorso, che a mio avviso sono riconducibili proprio alla difficoltà di interpretare il cambiamento, o, meglio ancora, di anticiparlo. Una visione dell'identità chiusa e difensiva, quasi di arroccamento esclusivamente sull'elemento territoriale, sovente alimentata dalla politica locale e dall'opinione pubblica da questa fomentata, ha impedito di cogliere i mutamenti di contesto che la crisi economica stava generando. Una maggiore capacità di visione avrebbe suggerito a questi istituti e alle relative Fondazioni azioniste, di percorrere la strada che avevano già intrapreso altre consorelle, evitando che la crisi ne spazzasse via il va-

lore. Ciò non è accaduto, anche, lasciatemelo dire, per un comportamento oltre il limite della legalità di alcuni manager che, perseguendo finalità di carattere personale e non istituzionale, hanno compromesso la capacità competitiva di questi istituti, o hanno ostacolato, se non addirittura impedito, processi aggregativi che avrebbero salvaguardato la Banca e la relativa Fondazione. Ma il cambiamento non è cosa semplice e lo sa bene chi proprio in questo frangente sta perseguendo, con coraggio e visione, l'obiettivo di mettere in sicurezza il patrimonio delle Fondazioni e, al tempo stesso, dare un futuro al relativo istituto di credito all'interno di una realtà più solida e competitiva.

Non va peraltro dimenticato che la crisi non ha coinvolto esclusivamente le Casse di Risparmio; basti pensare al disastro che ha interessato le due banche popolari venete (Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza) e Banca Etruria. E, in ogni caso, per quanto concerne le Casse interessate da situazioni di crisi, stiamo parlando di realtà che complessivamente incidevano per meno dell'1,7% sul totale dell'attivo del settore bancario italiano.

In ogni caso, questi incidenti di percorso rappresentano singoli casi di patologia all'interno di un sistema complessivamente sano. E come ogni patologia, vanno curati individualmente, e non intervenendo per modificare, come molti vorrebbero, la fisiologia del sistema, che invece ha dimostrato di saper affrontare e gestire il cambiamento con lungimiranza.

Il percorso parallelo, relativo alle Fondazioni, ha dimostrato che quei geni valoriali, quello spirito solidaristico e filantropico, trasferito quasi accidentalmente nella fase del parto legislativo, hanno trovato piena espressione.

Nel corso degli anni, grazie agli interventi susseguitisi, nonché ai processi di autoriforma promossi in sede associativa, il ruolo delle Fondazioni è germogliato e finalmente sbocciato. Quello che sembrava essere l'unico fine costitutivo delle Fondazioni, cioè la custodia di un patrimonio azionario per consentire lo sviluppo dei nuovi istituti creditizi, è diventato un mezzo, cioè uno strumento per perseguire la loro

vera missione che, come indica quella che comunemente e impropriamente chiamiamo la legge Ciampi (d.lgs. 153 del 1999), è l'utilità sociale e la promozione dello sviluppo economico. I segnali di questa evoluzione sono innumerevoli e di questi parlerò successivamente con riferimento all'elemento identitario della natura filantropica. Ma voglio fornire almeno tre esempi plastici di questa evoluzione.

La struttura organizzativa. Al momento della loro istituzione, il 100% dei pochi dipendenti delle Fondazioni erano distaccati dal relativo istituto di credito. Oggi, questa quota è al di sotto del 4%. Questo è un elemento estremamente positivo e non perché i dipendenti bancari non fossero capaci, ma perché fare banca e fare intervento in campo sociale e culturale sono due mestieri distinti, che richiedono profili di competenze e di esperienza diversi.

La partecipazione nella banca Conferitaria. Il “parto gemellare” della legge Amato ha dato vita a tante Fondazioni quante erano le banche conferitarie: una Fondazione per ogni Banca. Oggi, oltre il 40% delle Fondazioni non detiene più alcuna partecipazione nella originaria Banca conferitaria e ha quindi reciso quel legame costitutivo. Questo, oltre a dare prova del processo di diversificazione patrimoniale che ha interessato le Fondazioni e di cui parlerò più avanti, dimostra che quello che era un fine, cioè la gestione del patrimonio delle Banche conferitarie, è diventato un mezzo. Il patrimonio è infatti divenuto, per le Fondazioni, un mezzo per raggiungere la missione ad esse affidata.

Il numero delle Fondazioni. Oggi esistono ancora 88 Fondazioni di origine bancaria, mentre non esistono più, a seguito dei summenzionati processi aggregativi, altrettante Banche conferitarie. Da qualche tempo a questa parte, però, si è iniziato a ragionare sulla opportunità di non ostacolare, o addirittura favorire, eventuali processi aggregativi tra Fondazioni. Il dibattito, avviato con la Carta delle Fondazioni approvato dall'Assemblea Acri del 2012, si è intensificato a seguito della firma del Protocollo di intesa Acri-Mef, cioè di quello strumento di autoriforma condiviso con l'Autorità di vigilanza, che 85 Fondazioni su 88 hanno sottoscritto. Ebbene, il secondo capoverso dell'art.

12 del Protocollo, indica che “Le Fondazioni che per le loro ridotte dimensioni patrimoniali non riescono a raggiungere una capacità tecnica, erogativa ed operativa adeguata attivano forme di collaborazione per gestire, in comune, attività operative ovvero procedono a fusioni tra Enti”.

L’interesse verso questa tematica ha successivamente subito un’accelerazione a seguito delle situazioni di difficoltà in cui si sono trovate alcune Fondazioni e di cui si è fatto cenno precedentemente. Proprio per far fronte a queste difficoltà e, al contempo, per favorire processi aggregativi, in occasione della legge di bilancio 2018, Acri si era fatta portatrice presso il Governo di una proposta, accettata dall’allora Ministro, per agevolare, mediante un modesto credito di imposta, questo percorso. Purtroppo, a causa di valutazioni che non ci competono, il provvedimento non ha visto la luce. Ma Acri e alcune Consulte territoriali delle Fondazioni non si sono fermate e stanno approfondendo meccanismi e strumenti che possano rendere possibili, ove necessario e opportuno, dei veri e propri processi di fusione tra Fondazioni. In tal senso, Acri ha già attivato specifici studi volti a delineare i possibili percorsi realizzativi di questi processi e valuterà, in prospettiva, eventuali ulteriori azioni necessarie a favorirne l’implementazione.

La natura privata

La natura privata delle Fondazioni rappresenta un elemento identitario senza il quale viene a mancare la loro stessa ragion d’essere. Questa le connota come corpi intermedi, cioè come soggetti che si pongono tra le istituzioni pubbliche e i cittadini per favorire la cittadinanza attiva, la partecipazione al benessere delle comunità, il pluralismo. Rappresentano dei protagonisti che danno concretezza al principio della sussidiarietà orizzontale introdotto con il comma 4 dell’articolo 118 della Costituzione italiana. Senza questo elemento le Fondazioni non sarebbero altro che semplici “agenzie”, cioè bracci operativi delle istituzioni pubbliche per perseguire scopi pubblici. Posto che non si intende qui minimamente porre in discussione l’azione dei soggetti pubblici, va però sottolineato che la natura privatistica conferisce alle Fondazioni un ruolo ancora più rilevante nel perseguimento dei propri scopi statuari. Cioè quello di luogo in cui le istanze della co-

munità trovano composizione al di là delle appartenenze e in cui si sperimentano, con le flessibilità tipiche del privato, nuove soluzioni a problemi vecchi e nuovi.

Con questa consapevolezza e visione il legislatore, nel d.lgs. 153 del 1999 sancì inequivocabilmente la loro natura, definendole, all'art. 2, "persone giuridiche private senza fine di lucro, dotate di piena autonomia statutaria e gestionale".

Questo tratto essenziale, questo elemento distintivo che esprime in sé l'essenza e l'identità delle Fondazioni, venne però posto in discussione alla fine del 2001. Con la Legge finanziaria per il 2002, legge n. 448/01 (art. 11), il Governo apportò profonde modifiche alla riforma Ciampi, intaccandone l'essenza rappresentata dalla loro natura privatistica e dalla loro autonomia gestionale.

A questo disegno di cancellare il fondamentale elemento identitario delle Fondazioni ci opponemmo in maniera dura e netta. Non si trattava di un atteggiamento di chiusura pregiudiziale, di una battaglia di retroguardia, bensì di una reazione che scaturiva dalla chiara consapevolezza che quella modifica profonda della legge Ciampi avrebbe distrutto irrimediabilmente quello che il Prof. Lester Salamon della John Hopkins University ha definito il migliore e più significativo esempio di privatizzazione a fini filantropici a livello internazionale.

Fu una battaglia dura, che arrivò sino alla Corte Costituzionale, la quale si pronunciò con le sentenze 300 e 301 del 29 settembre 2003, facendo chiarezza sul ruolo e sull'identità delle Fondazioni di origine bancaria, che sono state definitivamente riconosciute come "persone giuridiche private dotate di piena autonomia statutaria e gestionale" collocate a pieno titolo tra i "soggetti dell'organizzazione delle libertà sociali". Come spiegò bene il professor Gustavo Zagrebelsky, estensore della sentenza, in occasione di un convegno organizzato da Acri nel 2007: «La formula "libertà sociali" - riprendo le sue testuali parole - è un modo di tradurre il concetto di sussidiarietà in un contesto di garanzia di questa dimensione. Ovvero sono libertà radicate nella Costituzione, che nascono dalla società e ritornano alla società,

in quanto le funzioni dei soggetti che operano in quel settore che, riduttivamente, chiamiamo Terzo settore non è rimesso al beneplacito del legislatore, ma è costituzionalizzato. Ci sono delle condizioni strutturali di esistenza – afferma Zagrebelsky - che anche il legislatore deve rispettare».

La natura privatistica delle Fondazioni, che abbiamo difeso con determinazione e orgoglio, non è una presa di distanza dai soggetti pubblici. Bensì, rappresenta la volontà di contribuire, in maniera ad essi complementare e sussidiaria, al benessere delle comunità. Non è quindi un punto di arrivo, ma, di nuovo, un punto di partenza dal quale abbiamo costruito forme significative di interazione e collaborazione a livello locale e nazionale.

Ne è prova, a titolo esemplificativo, il Fondo per il contrasto della povertà educativa minorile, nato su proposta e iniziativa di Acri e che ha trovato apertura e disponibilità da parte del Governo. Come si ricorderà, in occasione del XXIII Congresso Acri tenutosi a Lucca nel giugno 2015, nella mozione finale venne inserito uno specifico punto programmatico che impegnava l'Associazione e le Fondazioni a “realizzare una significativa iniziativa nazionale, in collaborazione con le rappresentanze del Volontariato e del Terzo settore, di contrasto alle nuove povertà e a sostegno dell'infanzia svantaggiata ...”. Partendo da questo impegno programmatico, Acri ha deciso di proporre al Governo l'iniziativa, con l'intento di dare ancora maggiore forza e spessore all'intervento e, soprattutto, di sperimentare una forma di collaborazione pubblico – privato inedita e innovativa. Il Governo, apprezzando e condividendo l'idea, ha promosso l'inserimento, nella di legge di stabilità 2016 (legge 208/2015), di un articolato che prevede, ai commi 392-395, l'istituzione del Fondo per il contrasto della povertà educativa minorile, di durata triennale (2016-2018), e alimentato dai versamenti delle Fondazioni di origine bancaria, cui viene riconosciuto un credito di imposta pari al 75% di detti versamenti, fino a un massimo di 100 milioni di euro all'anno.

Il Protocollo di intesa tra Presidenza del Consiglio dei Ministri, Ministero del Lavoro e delle politiche sociali, Ministero dell'Economia e

delle finanze e Acri, che regola i meccanismi di funzionamento del Fondo, firmato il 29 aprile 2016, identifica tra i punti cardine:

- una governance del Fondo affidata a un Comitato di indirizzo strategico (composto pariteticamente da rappresentanti di espressione governativa, rappresentanti delle Fondazioni di origine bancaria espressi da Acri e rappresentanti del Terzo settore indicati dal Forum Nazionale del Terzo Settore), cui è attribuita la responsabilità di dettare i principi ed i criteri direttivi in tema di ambiti di intervento, strumenti operativi, processo di valutazione/selezione/monitoraggio;
- la responsabilità amministrativa del Fondo e della scelta del soggetto attuatore dell'iniziativa affidata ad Acri.

Questi due elementi, tra gli altri, testimoniano il riconoscimento che la natura privatistica delle Fondazioni è oramai considerato un fatto acquisito e, soprattutto, che le Fondazioni rappresentano soggetti che possono contribuire in maniera determinante al benessere delle comunità.

Il Fondo ha raccolto 360 milioni di euro da oltre 70 Fondazioni e sta realizzando, con tempismo ed efficacia, il proprio piano programmatico. Ad oggi sono stati finanziati circa 170 progetti per un totale di risorse erogate pari a 135 milioni di euro. Se il Governo lo riterrà, potrà cogliere da questa sperimentazione utilissimi orientamenti per introdurre politiche strutturali di intervento a soluzione del problema.

Il radicamento territoriale

La vocazione territoriale delle Fondazioni è intrinsecamente connessa alla loro genesi, che le ha messe in relazione ai preesistenti istituti di credito. La competenza territoriale di questi ultimi si è infatti trasmessa alle Fondazioni nel momento stesso in cui venivano costituite. è anch'esso un elemento identitario che trova specifico accoglimento all'interno dei loro statuti che definiscono in maniera precisa l'ambito territoriale all'interno del quale svolgere la propria azione.

Questo aspetto può essere particolarmente insidioso, perché, se non correttamente interpretato, può generare un atteggiamento di chiusura in sé stessi, nel proprio particolare, sordi alle esigenze e ai bisogni delle comunità circostanti. Una sorta di splendido isolamento, un confine da cui non allontanarsi e all'interno del quale non far penetrare agenti esterni. Il locale che diventa localismo, con tutte le conseguenze di arretramento e stagnazione che si porta dietro. Ancora una volta, un muro.

Se questo atteggiamento ha forse, in fase di avvio, trovato un qualche timido seguito, nel corso degli anni è stato completamente abbandonato. Il territorio, o meglio la comunità, è oggi interpretata non come confine, ma come luogo di radicamento da cui partire per sperimentare forme di collaborazione e di solidarietà esterna. Un trampolino di lancio verso esperienze collettive e iniziative di più ampio respiro, che mettono da parte i pur comprensibili, ma non giustificabili, egoismi locali per tenere conto di aspettative e bisogni su più ampia scala.

Questo mutato atteggiamento, che si è oramai affermato in un lento ma progressivo consolidamento, ha potuto fare leva su due perni aggregativi: le Consulte regionali delle Fondazioni e Acri.

Sono nove le Consulte regionali attualmente esistenti, che coprono pressoché l'intero territorio nazionale. Sono libere associazioni di Fondazioni accomunate da una medesima collocazione regionale o sovraregionale, che, in piena autonomia, hanno deciso di trovare un luogo di interazione e di scambio, non solo per condividere esperienze e competenze, ma anche e soprattutto per sperimentare forme nuove di collaborazione che possano produrre effetti più significativi su territori più vasti.

Da esse sono scaturite innumerevoli iniziative in quasi tutti i settori di intervento e anche in ambiti più operativi relativi all'organizzazione interna o alla gestione del patrimonio. Tra le tante, mi preme evidenziarne una, che a mio avviso incarna quello spirito solidaristico che connota la natura delle Fondazioni. Si tratta dell'iniziativa, in fase di realizzazione, promossa dall'Associazione tra le Fondazioni

dell'Emilia Romagna, per rispondere alla situazione di difficoltà che ha toccato alcune Fondazioni della regione a seguito della crisi delle relative Casse di risparmio locali. Si tratta di un Fondo, cui contribuiscono le Fondazioni del territorio, per mettere a disposizione di quelle comunità che hanno perso in tutto o in parte il sostegno della locale Fondazione risorse da destinare in particolare al welfare. Una iniziativa lodevole che testimonia come la vocazione solidaristica delle Fondazioni travalichi i confini locali per diffondere oltre essi i benèfici effetti della propria azione. A Paolo Cavicchioli, Presidente dell'Associazione tra Fondazioni di origine bancaria dell'Emilia Romagna, va il nostro sincero ringraziamento per l'azione propulsiva svolta. E voglio assicurare che, in questa direzione, anche Acri farà la sua parte.

Considerato il determinante ruolo che le Consulte svolgono, Acri ha previsto che i presidenti o coordinatori delle stesse siano di diritto membri del proprio Consiglio, con il duplice obiettivo di far giungere a livello nazionale le istanze del territorio e tradurre localmente gli orientamenti condivisi in sede nazionale.

Il ruolo di Acri nel contribuire all'affermarsi di questo approccio è stato anch'esso particolarmente determinante. A partire dalla consapevolezza di una squilibrata distribuzione territoriale delle Fondazioni e delle relative risorse erogative, a cui ha dato una prima risposta con il Progetto Sud emerso a seguito degli impegni assunti al Congresso Acri di Torino del 2000, per poi addivenire a una soluzione strutturale attraverso la costituzione, in collaborazione con le rappresentanze del Terzo settore, alla Fondazione con il Sud, nel 2006. Alla sua nascita e azione ha aderito la quasi totalità delle Fondazioni con un contributo in conto capitale pari a 315 milioni di euro e contributi in conto esercizio per complessivi 260 milioni di euro. Grazie a queste risorse, annualmente la Fondazione con il Sud eroga sui territori del Mezzogiorno circa 20 milioni di euro a sostegno di iniziative esemplari per l'infrastrutturazione sociale, cui si aggiungono risorse derivanti da interventi di co-finanziamento che è in grado di attrarre da altri soggetti privati, profit e non profit. E l'eccellenza dell'azione della Fondazione, il cui merito va a tutti coloro che a vario titolo vi

collaborano, ma in particolare al primo Presidente, Savino Pezzotta, e al primo Direttore, Giorgio Righetti, che l'hanno avviata, e all'attuale Presidente, Carlo Borgomeo, che l'ha fatta crescere e consolidare, è testimoniata dal fatto che Acri, titolata, come detto, a indicare un soggetto attuatore per la gestione del Fondo per il contrasto della povertà educativa minorile, ha scelto proprio la Fondazione con il Sud attraverso l'impresa sociale strumentale denominata Con i Bambini. Un attestato di stima e fiducia, ma anche una decisione simbolica per testimoniare come una buona prassi del Sud possa diffondersi su tutto il territorio nazionale.

Ma oramai non si contano più gli interventi comuni nati in sede Acri. Un brevissimo elenco, evidentemente non esaustivo: il Fondo Nazionale Iniziative Comuni per interventi di natura strategica e soprattutto emergenziale a seguito di catastrofi naturali; fUnder35, per il rafforzamento delle capacità organizzative e gestionali delle imprese culturali giovanili; Fondazioni for Africa – Burkina Faso, per la promozione dello sviluppo locale in alcune regioni del paese africano; Young Investigator Training Program, per il sostegno a giovani ricercatori italiani residenti all'estero o stranieri per realizzare momenti formativi presso istituti di ricerca italiani; Green Job, per diffondere nelle scuole e tra i giovani la sensibilità ambientale anche come opportunità di sviluppo di nuove professioni. E potrei continuare. Ma mi preme citare un progetto, di piccole dimensioni, ma che a mio avviso valorizza il ruolo di promozione del territorio su scala nazionale operato dall'Associazione.

Si tratta del progetto Per aspera ad astra che nasce dall'esperienza della Fondazione Cassa di Risparmio di Volterra, una realtà di dimensioni medio-piccole. Da moltissimi anni la Fondazione sostiene la Compagnia della Fortezza all'interno del carcere di Volterra. Una realtà teatrale di eccellenza che ha alla propria base un approccio singolare, ma straordinariamente convincente. L'idea cioè, che, concentrandosi esclusivamente sul contenuto artistico dell'attività svolta (l'arte per l'arte), liberandola da condizionamenti finalistici di tipo sociale, si riescano a raggiungere risultati, sul piano artistico, equiparabili, e forse anche superiori, a quelli ottenibili in contesti "ordinari".

E la qualità di tali risultati, indirettamente, produce risultati straordinari sul piano sociale in termini di inclusione e riabilitazione dei detenuti. Questo modo di intendere l'attività all'interno del carcere ha consentito alla Compagnia della Fortezza di raggiungere risultati di grandissimo valore artistico e sociale, testimoniati dai numerosissimi attestati ricevuti, dal coinvolgimento di numerosi detenuti, dalla notorietà conseguita da alcuni di essi, dalla partecipazione a tournée su tutto il territorio nazionale.

Ebbene, grazie al lavoro e all'impegno della Fondazione CR di Volterra questa esperienza di eccellenza è stata proiettata su scala nazionale attraverso un progetto sperimentale che ha l'obiettivo di sensibilizzare e diffondere questa modalità di intendere il teatro in carcere. Una ulteriore prova di come, anche con poche risorse disponibili, si possa proiettare il locale oltre i propri confini.

Infine, proprio a significare questo spirito di apertura delle Fondazioni, vi è la dimensione internazionale esercitata attraverso la nutrita partecipazione allo European Foundation Centre, dove la rappresentanza italiana in termini di associate è tra le più numerose e alla cui Presidenza siede oggi Massimo Lapucci, Segretario generale della Fondazione CRT.

Fondamentale, nella promozione delle iniziative di collaborazione tra Fondazioni, è il ruolo svolto dalle 13 Commissioni consultive Acriche, grazie all'impegno dei relativi Presidenti e dei numerosissimi componenti che le animano, rappresentano uno strumento indispensabile per indirizzare i percorsi di crescita di Acriche e delle sue Associate. A tutti loro va l'apprezzamento e la gratitudine mia e dell'intera Associazione.

Il patrimonio

Il patrimonio è conditio sine qua non per l'esistenza di una Fondazione. Il tema qui è capire se e come questo elemento costitutivo abbia o meno subito variazioni nel corso del tempo in termini di composizione e gestione, cioè, in altri termini, se le Fondazioni abbiano saputo seguire anche in questo ambito un percorso evolutivo.

Ma voglio prima di tutto sottolineare con forza un aspetto, di cui spesso i detrattori fanno finta di dimenticarsi. Le Fondazioni nascono, per così dire, con le “mani legate”. Non vengono dotate di un patrimonio liquido da investire. Vengono dotate di un patrimonio costituito al 100% dalle azioni della Banca conferitaria. E sino al 1994 è fatto loro divieto di cederle. Con l’entrata in vigore della legge n. 474/94 l’obbligo di mantenere il controllo della maggioranza del capitale sociale delle Banche conferitarie fu eliminato e furono introdotti incentivi fiscali per la dismissione delle partecipazioni detenute dalle Fondazioni (direttiva Dini dello stesso anno). Solo con il d.lgs 153 del 1999 viene posto il divieto di detenere partecipazioni di controllo nelle Banche conferitarie, fatta eccezione per quelle Fondazioni con un patrimonio di piccole dimensioni o situate in regioni o province autonome. Un altro elemento non irrilevante è, inoltre, rappresentato dal fatto che, sino almeno al 2007, i rendimenti degli investimenti nelle banche conferitarie erano molto significativi, mediamente molto superiori alla media dei rendimenti degli altri investimenti finanziari. Infine, in piena crisi finanziaria, vi furono inviti istituzionali rivolti alle Fondazioni di sostenere alcuni istituti di credito nelle operazioni di aumenti di capitale per rafforzarne la consistenza patrimoniale.

Se non si tengono in considerazione tutti questi elementi, e in particolare il punto di partenza, allora non si riesce a comprendere le caratteristiche del processo di diversificazione del patrimonio delle Fondazioni. Che comunque non è stato irrilevante. Dal 100% di concentrazione sulla Banca conferitaria a inizi anni '90, si è passati oggi a una media complessiva di circa il 30% e con il 40% delle Fondazioni che non detiene più alcuna partecipazione nella originaria Banca conferitaria. Ma proprio la consapevolezza che fosse necessario fare un ulteriore sforzo ha indotto Acri prima a promuovere la Carta delle Fondazioni, poi, di concerto con il Mef, la sottoscrizione da parte delle Fondazioni del Protocollo di intesa che ha previsto il limite di concentrazione per ogni singolo Istituto pari a un terzo del totale dell’attivo patrimoniale. Il fatto che 85 Fondazioni sulle 86 Associate ad Acri abbiano sottoscritto questo impegno fa comprendere come esse avessero piena consapevolezza sulla necessità di portare a termine questo processo. Mi corre qui l’obbligo, parlando di Protocollo Acri-Mef, di

ringraziare sentitamente il Capo di Gabinetto, Roberto Garofoli e il Direttore della Direzione IV, Alessandro Rivera, del Ministero, che in questi anni di collaborazione hanno dimostrato, non solo la propria indiscussa competenza, ma anche la capacità di farsi interpreti dei percorsi di sviluppo delle Fondazioni, nel pieno rispetto dei propri ruoli, ma anche delle istanze di cambiamento da esse espresse.

Oggi possiamo affermare che i patrimoni delle Fondazioni, con alcune eccezioni, presentano un grado di diversificazione adeguato e che i rischi di concentrazione sono oramai alquanto limitati.

In questo lungo percorso di diversificazione le Fondazioni hanno operato dotandosi di regolamenti di gestione e di supporto professionale interno o esterno al fine di garantire un solido presidio per una corretta e prudente gestione patrimoniale.

E va sottolineato come, nel dare attuazione a questo necessario processo di diversificazione, le Fondazioni abbiano significativamente tenuto in considerazione lo stimolo contenuto nel d.lgs. 153 del 1999 relativo al collegamento funzionale degli investimenti con la missione delle Fondazioni. Si tratta dei cosiddetti Investimenti correlati alla missione che, sulla base delle rilevazioni condotte da Acri, ammontano a circa 4,5 miliardi di euro, oltre l'11% del patrimonio complessivo. Veniamo a volte ripresi perché apparentemente non diamo eccessiva rilevanza ai cosiddetti Investimenti a impatto o alla Finanza sostenibile. Ciò non è assolutamente vero. Forse non seguiamo le mode terminologiche del momento, ma nei fatti, data la specificità delle Fondazioni, che incarnano il duplice ruolo di investitori istituzionali e di soggetti filantropici, gli Investimenti correlati alla missione interiorizzano gli orientamenti che si stanno sempre più diffondendo in questo campo. Tenuto conto dei 21 settori ammessi in cui le Fondazioni possono operare, consideriamo Investimenti correlati alla missione tutti quelli che intervengono nel sociale, nell'ambiente, nell'educazione, nella ricerca, nella cultura, nello sviluppo locale e così via. Sono in ogni caso benvenuti gli stimoli e i contributi di pensiero che possono consentire alle Fondazioni ulteriori progressi in questa direzione.

Tra gli Investimenti correlati alla missione merita in primo luogo una menzione quello effettuato da oltre 60 Fondazioni in Cassa Depositi e Prestiti per un ammontare complessivo di 1,7 miliardi di euro, pari a circa il 16% del capitale della società. Il ruolo di CDP quale protagonista nel sostegno allo sviluppo economico del Paese è in perfetta linea con uno dei due obiettivi di missione delle Fondazioni, cioè la promozione dello sviluppo economico. E la partecipazione nella società, oltre a essersi confermato un ottimo investimento, ha consentito di apportare il positivo contributo di competenza e di esperienza di investitori istituzionali privati che le Fondazioni rappresentano.

Una sottolineatura specifica meritano inoltre le iniziative di housing sociale. Si tratta di un campo in cui le Fondazioni di origine bancaria sono state pioniere, a partire dalle sperimentazioni promosse da alcune di esse, che hanno prodotto esiti positivi tanto da spingere le Fondazioni, tramite Acri, a proporre al Governo un piano di housing sociale di rilevanza nazionale e di vasta portata. Ne è nato il Fia (Fondo Investimenti per l’Abitare) gestito da Cdp Investimenti Sgr, società partecipata al 70% da Cdp Spa e al 15% ciascuna da Acri e Abi, che sino a oggi ha realizzato circa un quarto dei 20mila alloggi complessivi previsti dal piano. Le Fondazioni, oltre che promuovere l’iniziativa, vi partecipano con oltre 230 milioni di euro di investimento locale. Un esempio concreto lo avete qui a Parma, dove il Fondo Parma Social House promosso e sottoscritto da imprese, cooperative di costruzione e di abitanti, nonché dal Comune e dalla Fondazione Cariparma, ha in programma di costruire 718 alloggi sociali, di cui 439 già realizzati.

Al di là dei numeri, è il modello abitativo di questa tipologia di interventi che ha rivoluzionato il modo di concepire l’abitare e di pensare alle periferie. Nei condomini di social housing, infatti, oltre agli alloggi ci sono infrastrutture condominiali, spazi per orticoltura, ricreativi, culturali e servizi dedicati ai giovani e alle famiglie. Inoltre gli inquilini sono coinvolti in percorsi che li portano alla gestione delle aree condivise e dei servizi collaborativi che scelgono di sviluppare (doposcuola per i bambini, orti, bikesharing, carsharing, ecc.).

Tra gli altri investimenti “di sistema” particolarmente innovativi, una menzione specifica meritano quello su F2i, per il potenziamento infrastrutturale del Paese, e quelli di venture capital in diversi fondi di investimento.

La natura filantropica

Le Fondazioni, in fase costitutiva, ereditano dalle Casse di Risparmio e dai Monti di Pietà non solo un patrimonio economico, ma anche una vocazione solidaristica e di forte attenzione alla comunità di riferimento. Questa vocazione e questa attenzione avevano trovato nel corso della loro lunga storia la possibilità di manifestarsi in una molteplicità di azioni e di interventi, ma, in particolare, attraverso due principali forme: la valorizzazione del patrimonio culturale e artistico locale e la beneficenza a favore dei più bisognosi. Con riferimento alla valorizzazione del patrimonio culturale e artistico, va evidenziato che gran parte delle Fondazioni ereditano dalle Banche conferitarie una vastissima e ricchissima dotazione di opere d'arte, vere e proprie collezioni che Acri, negli ultimi anni ha deciso di censire e rendere fruibili attraverso una importante iniziativa denominata R'accolte, grazie alla quale sono emerse e valorizzate oltre tredicimila opere nelle diverse forme espressive relative a 74 collezioni appartenenti a 59 Fondazioni. La beneficenza rappresentava, invece, la modalità attraverso la quale le Casse e i Monti di Pietà completavano l'azione sociale, che era in verità alla base della loro stessa costituzione che, come è bene ricordare, era il risultato della volontà della comunità di far fronte al problema dell'usura.

Queste due vocazioni, come dicevo, sono state ereditate dalle Fondazioni. E il DNA non mente: ancora oggi, i due settori in cui si concentrano maggiormente le risorse erogative delle Fondazioni sono il welfare e l'arte e cultura.

Ciò che è cambiato, nel corso della storia delle Fondazioni, è la modalità attraverso la quale l'azione trova compimento. L'accumulo di esperienza e competenza, nonché la naturale vocazione all'innovazione che caratterizza le Fondazioni, le ha spinte a cercare di perfezionare e rendere più efficienti ed efficaci le modalità di intervento.

Se in una fase iniziale, l'atteggiamento delle Fondazioni rispetto ai bisogni era di tipo prevalentemente reattivo, cioè di risposta alle sollecitazioni provenienti dal territorio, nel tempo esse hanno assunto e consolidato un approccio di tipo opposto, cioè proattivo. Questo approccio, che si è diffuso via via sempre più, ha modificato sia i processi che gli strumenti. La fase di rilevazione dei bisogni sui quali intervenire ha assunto una straordinaria importanza attraverso modalità di ascolto, di coinvolgimento dei territori, di costituzione di tavoli multi-attore, di attivazione di commissioni interne agli organi, di coinvolgimento di esperti, di creazione di veri e propri centri di ricerca. Voglio qui sottolineare però l'importanza dell'Organo di indirizzo quale strumento formidabile per portare all'interno della Fondazione le istanze del territorio. Certo, questo è tanto più vero quanto più la sua composizione è effettuata sulla base di designazioni che privilegiano la competenza e la professionalità. Su questo, permettetemi di dirlo, dobbiamo fare ancora di più. Altrimenti, sarà sin troppo facile la rozza critica che ci viene a volte mossa che gli organi delle Fondazioni sono pletorici. L'architettura di governance duale prevista dalla 153 del 1999 è invece molto lungimirante, perché ha inteso creare all'interno della Fondazione un consesso di persone in grado di rappresentare le varie istanze e sensibilità del territorio. Sta solo a noi confermare con i fatti la validità di questa scelta del legislatore.

Sul piano erogativo vi è stato un fiorire di nuovi processi e strumenti, dai bandi, alla progettazione partecipata, dalla chiamata di idee alla progettazione propria, con sfumature e variazioni sul tema degne di un Bach o di un Geminiani. Ma soprattutto in due aspetti le Fondazioni hanno maggiormente posto l'attenzione e perfezionato le tecniche.

Da una parte, l'accessibilità. Si è cioè cercato di intervenire sui processi per consentire a tutti coloro che possiedono i necessari requisiti di poter interagire con la Fondazione, di avere accesso alle opportunità che essa mette in campo, di poter offrire la propria competenza e capacità di innovazione alla comunità. In tal senso, i siti web sono divenuti i pilastri dei processi di accessibilità e trasparenza delle Fondazioni.

Dall'altra, la valutazione. Un attento e imparziale processo di valutazione ex-ante, di monitoraggio dei progetti e di valutazione finale stanno sempre più divenendo condizioni imprescindibili per garantire trasparenza, efficienza ed efficacia degli interventi. Anche in questo campo, le modalità adottate sono diverse a seconda delle esigenze, delle caratteristiche e delle sensibilità delle Fondazioni, del contesto territoriale.

Sono convinto che l'innovazione dei processi e degli strumenti erogativi sia senza soluzione di continuità, perché le sollecitazioni dal lato dei bisogni e la vocazione al miglioramento continuo delle Fondazioni spingeranno verso un costante ampliamento della modalità di intervento.

Voglio però richiamare brevemente la vostra attenzione sul rischio che costantemente corriamo, forse inconsapevolmente, di essere vittime delle mode che, periodicamente, ci vengono proposte su sollecitazione di consulenti e esperti esterni, che ci dicono che quello che facciamo è superato e c'è bisogno di ben altro. A me sembra invece che, spesso, ciò che ci viene proposto non sia altro che vino vecchio in botti nuove!

Gli strumenti non sono né buoni né cattivi in sé. La loro efficacia dipende esclusivamente dalla loro coerenza con la strategia che si è deciso di perseguire. A titolo provocatorio, la tanto vituperata "erogazione a pioggia" può trovare invece una propria ragion d'essere se è il frutto di una strategia di attivazione del territorio da "dietro le quinte", per valorizzare e far emergere le energie positive presenti. La "pioggia fa germogliare", se non segue logiche clientelari. Vedo già qualcuno che dà di gomito al vicino dicendogli: "Visto? Torniamo alle vecchie erogazioni a pioggia!". Beh, ovviamente, non è quello che intendevo dire. Perché, lo ripeto, è prima fondamentale avere una strategia. Solo dopo, si può scegliere nel vasto armamentario di strumenti a disposizione.

Così come la trasparenza, sempre doverosa e necessaria, deve essere gestita avendo a mente che essa è uno strumento e non un fine in

sé. La trasparenza deve consentire di evitare che i processi erogativi possano essere inquinati da elementi impropri. Ma se, in nome della trasparenza, si piegano le strategie e addirittura la missione, allora si può correre il rischio di trovarsi con procedure e processi perfetti sul piano tecnico, ma inefficaci sul piano strategico. Basti guardare a cosa succede in altri settori dove, comprensibili e doverose esigenze di trasparenza, rischiano però di bloccare interi settori e comparti. Come ogni strumento, anche la trasparenza va calibrata e dosata in funzione del fine per cui la si utilizza.

Infine, la valutazione di impatto. Capire l'effetto che la nostra azione produce è non solo doveroso, ma soprattutto utile perché ci consente di migliorare e perfezionare il lavoro nostro e quello di coloro che sosteniamo. Ma anche in questo caso, dobbiamo calibrarne l'impiego, avendo sempre a mente che una buona valutazione presuppone una chiarezza degli obiettivi per cui si valuta. Se gli obiettivi di valutazione non sono chiaramente definiti, essa rischia di produrre risultati che possono a volte indurre decisioni fuorvianti. E, soprattutto che, citando Einstein "non tutto ciò che conta può essere contato e non tutto ciò che può essere contato conta". A volte è necessario rischiare, anche in assenza di strumentazione valutativa, per intraprendere strade ancora sconosciute, sperimentare e innovare.

* * *

Vi ho parlato della nostra identità e del cambiamento che abbiamo sperimentato nel corso della nostra storia. Non posso esimermi, però, dal fare qualche considerazione sul futuro che intravvedo. Non è facile, in un contesto che muta così rapidamente, in cui cambiano i bisogni, cambiano i punti di riferimento politico e sociale, e ciò che oggi sembra nuovo, domani può già diventare vecchio. Posso, tuttavia, tentare di segnalare alcuni orientamenti che credo debbano indirizzare il nostro futuro.

Il primo è di intensificare la collaborazione con gli altri attori pubblici e privati che condividono gli stessi obiettivi. Sarà sempre più necessario coinvolgere le forze attive della comunità per trovare in-

sieme le risposte ai bisogni. Non per l'esigenza di aumentare la massa critica degli interventi, ma perché in una società complessa l'azione dovrà essere sempre più di natura corale e strutturata, in cui le diverse sensibilità, esperienze e competenze della società si mettono assieme, abbattendo steccati e pregiudizi, per fornire risposte alle attese e alle speranze di chi è in difficoltà. In questo scenario, l'interlocutore privilegiato, anche se non esclusivo, è il Terzo settore, non solo per l'affinità in termini di obiettivi, ma anche perché esso rappresenta lo strumento principe della sussidiarietà orizzontale e sul quale dobbiamo fare affidamento se vogliamo contribuire a dare pienezza al dettato costituzionale.

Il secondo è proseguire verso la strada dell'innovazione sociale. Dobbiamo continuare a percorrere strade non battute per trovare soluzioni inedite. L'innovazione non è né un vezzo né un lusso: è un dovere che ci viene imposto dalla nostra natura di soggetti privati e indipendenti. Abbiamo la necessaria libertà per correre quel rischio che l'innovazione implicitamente comporta, cioè la possibilità del fallimento. Abbiamo il dovere di mettere a frutto questa libertà. Ma la propensione all'innovazione può produrre dei frutti solo se siamo in grado di dare concretezza al sistema di collaborazione che ho precedentemente indicato. L'innovazione serve per diffondere nuove e più efficaci soluzioni ai problemi. Ma se essa non trova un terreno fertile, in primo luogo istituzionale, su cui germogliare, rimarrà solo un passatempo, che soddisferà al più il desiderio e l'ego personale dei "tecnici", senza però produrre alcun progresso. Anche in questo caso dobbiamo ricordare che l'innovazione è, per le Fondazioni, un mezzo e non un fine in sé.

Il terzo è di rafforzare, in un contesto mutevole e complesso, i presidi a salvaguardia della nostra identità di soggetti privati, indipendenti e autonomi. Per fare questo non serve tanto intessere buoni rapporti con le "persone giuste". Servono soprattutto i buoni comportamenti. Serve un genuino spirito di servizio con il quale gli amministratori pro tempore delle Fondazioni debbono avvicinarsi al mandato che la comunità loro affida. Servono decenni per costruire una reputazione e pochi istanti per distruggerla: sta a ciascuno di noi salvaguardare e

soprattutto accrescere questo patrimonio reputazionale che ci viene affidato e che è la condizione indispensabile per poter generare valore a beneficio delle nostre comunità. Se saremo in grado di accrescere la nostra reputazione, nei momenti di difficoltà non ci troveremo più soli e saranno le comunità stesse a difendere le Fondazioni perché le sentiranno un bene da salvaguardare.

Il quarto è di concentrare sempre più l'azione delle Fondazioni sul terreno del welfare nella sua più ampia accezione. Perché solo una società più equa e solidale, che si prenda cura delle persone fragili e deboli, dei bambini, dei disoccupati, dei disabili, di coloro che hanno perso la fiducia e dei giovani che la fiducia invece la cercano in noi adulti, potrà avere la possibilità di prosperare. Non esiste reale sviluppo economico se questo non è in grado di ridurre prima di tutto le diseguaglianze. In questo senso, abbiamo apprezzato il lavoro del precedente Governo, che ha introdotto una prima misura di contrasto alla povertà mediante il Reddito di Inclusione. Siamo certi che il nuovo Governo vorrà rafforzare le misure volte a ridurre le distanze economiche tra cittadini. Le Fondazioni assicurano sin d'ora la massima collaborazione.

Infine, non perdere mai di vista la missione che ci anima. Presi come siamo da progetti, incontri, contatti, riunioni e bilanci, non è facile tenere sempre la barra dritta. La nostra missione non è fare erogazioni. Queste, come il patrimonio e la rete di relazioni e collaborazioni, sono solo strumenti. La nostra missione è accrescere il capitale sociale delle nostre comunità, perché grazie a questo esse possano progredire e prosperare. E dobbiamo contribuire ad accrescerlo talmente tanto fino al punto che un giorno, utopisticamente parlando, anche grazie al nostro contributo, le comunità avranno talmente interiorizzato i valori della solidarietà, della coesione, della pacifica convivenza da non avere più bisogno di noi.

Grazie.

LE CRISI BANCARIE

BANKING CRISES

Marcello LUBERTI

*IVASS**

marcelloluberti@gmail.com

* Istituto di Vigilanza per le Assicurazioni, Servizio Ispettorato. Le opinioni qui espresse sono da riferire esclusivamente all'autore e non implicano la responsabilità dell'Istituto presso cui opera, né quella della Banca d'Italia, ente di appartenenza.

Definizione macroeconomica e microeconomica di crisi bancaria.
Inquadramento della crisi bancaria negli USA e delle crisi di alcune banche italiane nel periodo 2013-17.
Cause esogene e endogene delle crisi bancarie. La specificità delle banche e le risposte della regolamentazione e dei controlli. Quali soluzioni per evitare i dissesti.
Fallimenti delle banche connessi al funzionamento delle banche e dell'economia decentralizzata, soggetta ad andamenti ciclici.
Ripercussioni delle crisi bancarie sull'economia.
Gestione delle crisi bancarie nel tempo: salvataggi pubblici, privati, aggregazioni con banche più solide.
Le crisi bancarie dopo l'entrata in vigore della BRRD. Procedure farraginose, con vari attori nazionali e comunitari, che se non integrate con uso pragmatico di fiscal backstop non mettono al riparo da effetti sistemici di contagio.
In Italia nesso causale recessione-crisi delle banche. Negli altri paesi nesso inverso, crisi delle banche-recessione.
Costo diretto per la collettività in Italia inferiore a quello sostenuto da altri paesi prima dell'entrata in vigore della BRRD..

PAROLE CHIAVE: BANCHE • CRISI BANCARIE • FALLIMENTI • CICLO ECONOMICO
• SALVATAGGI • BRRD

Definition of a banking crisis at a macro and a micro level.
Appraisal of the US Subprime Banking Crisis and crises of several banks in Italy between 2013 and 2017.
Endogenous and exogenous determinants of banking crises. The speciality of banks and the responses of regulation and supervision. What solution for avoiding bank defaults.
Bank failures are inherent in the functioning of banks and the cyclical nature of real economic activity.
Repercussions of banking crises on the economy.
Management of banking crises over time: public and private bailouts, mergers with more sound banks.
Banking crises after the entry into force of the BRRD. Complicated procedures with various national and supranational players, that should be integrated with a pragmatic fiscal backstop for avoiding systemic conta-

gion effects.

The dynamics in Italy was from economic recession to banking crises while it has been reverse in other countries.

The costs of the banking crises was in Italy far less than that borne by other European countries before the BRRD entered into force.

KEYWORDS: BANKS • BANKING CRISES • FAILURES • BUSINESS CYCLE • BAIL-OUT • BRRD

1. Premessa

Il tema in discussione oggi è quello delle crisi bancarie, a 10 anni dal crac di Lehman Brothers.¹

Quando si parla di crisi bancarie il pensiero va alla corsa agli sportelli, alle irregolarità dei banchieri, al credito concesso dissennatamente, alle speculazioni.

Una crisi bancaria può talvolta manifestarsi in questo modo, ma occorre cercare una definizione più corretta, che è per forza di cose più ampia. Non solo, le irregolarità e le operazioni speculative sono spesso le risposte a dinamiche di mercati e di contesto, di avvitamento della banca in difficoltà. Lo si capisce quando analizziamo nei dettagli i perché di una crisi bancaria e non ci accontentiamo delle prime evidenze. Come si è cercato di fare attraverso i lavori della Commissione Parlamentare di inchiesta che ha chiuso i suoi lavori il 30 gennaio scorso.

2. Definizioni di crisi bancaria

Si può parlare di crisi bancaria facendo riferimento ad un fenomeno macroeconomico di ordine generale oppure a una singola banca.

2.1 Definizione macro

Si ha una crisi bancaria di ordine generale quando si verifica una concatenazione generalizzata di banche in crisi o fallite o la crisi di

1) Testo rielaborato di un intervento tenuto il 29.9.18 a Lanciano in occasione di “Mani visibili”, Le giornate di economia Marcello De Cecco 2018.

banche importanti². Oppure quando fallimenti importanti sono evitati dall'intervento diretto straordinario del Governo o di altri attori attraverso, ad esempio, la nazionalizzazione del settore bancario. Si può rammentare il caso dell'Italia con la crisi del 1931, quando le più grandi banche del Paese, la Banca Commerciale Italiana, il Credito Italiano e il Banco di Roma, vennero salvate dallo Stato e divennero Banche di Interesse Nazionale con l'IRI come azionista.

All'interno della definizione di ordine generale di crisi bancaria rientrano, ovviamente, anche i concetti di crisi sistemica diffusa all'intero settore, di panico bancario e di corsa agli sportelli, i c.d. bank run, come quelli verificatisi in Grecia e a Cipro negli anni recenti. Talvolta si sono verificate corse agli sportelli limitate a singole banche, l'ultimo caso clamoroso fu quello della Northern Rock nel 2007.

Volendo qualificare la crisi dei subprime negli Stati Uniti d'America, ricordiamo che essa ha prodotto la crisi di due grandi banche (Bear Stearns e Lehman Brothers, la prima salvata, la seconda fallita anche in termini legali), il salvataggio della più grande compagnia di assicurazione al mondo (AIG), diffusi segnali di panico, nonché un programma generalizzato di acquisto di asset tossici da parte dello Stato, il Troubled Asset Relief Program, per 475 miliardi di dollari, che ha contribuito a salvare diverse banche senza peraltro che si arrivasse all'ingresso dello Stato nel capitale. Possiamo quindi definirla una crisi bancaria di ordine generale.

Nel caso italiano, invece, le cose sono andate diversamente, anche come dinamica degli avvenimenti.

Ritengo che per l'Italia si debba parlare di crisi bancarie al plurale e non di Crisi Bancaria al singolare come fenomeno di ordine generale³. Non c'è stata una crisi sistemica, né sfiducia generalizzata verso le banche, né un massiccio uso di risorse pubbliche al fine di evitare una crisi generalizzata. A conferma di tale conclusione, osservo che nel complesso le banche andate in crisi disponevano di una quota di mercato del 12%.

2) Per una trattazione di ordine generale e per una classificazione delle crisi cfr. Richard Grossman, "Banking Crises", 2016.

3) Cfr. Marcello Luberti, "Le recenti crisi bancarie in Italia" in Rivista Bancaria n.4-5, 2017.

La crisi dei subprime, innescata a fine 2007, ha generato in Italia una prima recessione e poi una crisi di rischio sovrano nel 2011-12 (dopo aver toccato la Grecia), ha quindi portato una forte restrizione del credito e una seconda recessione, alla quale sono seguiti, dal 2013 in poi, tanti inadempimenti delle imprese e, a cascata, difficoltà per diverse banche.

Si è innescato il circolo vizioso banche/rischio sovrano; tuttora non riusciamo a spezzarlo. La generale vulnerabilità del Paese, a partire dall'elevato debito pubblico, espone le banche a rischi specifici, dati dalla non trascurabile quota di titoli di stato in portafoglio e dal legame tra titoli della Repubblica e costo della raccolta per le banche e la clientela.

Il nesso causale è stato quindi crisi economica-crisi delle banche, quelle più fragili, caratterizzate da governance distorte, politiche di gestione sbilanciate, in alcuni casi da vera e propria mala gestio⁴. I nomi sono noti, hanno occupato le prime pagine dei giornali per mesi. Se ne è occupata anche la Commissione parlamentare d'inchiesta.

Va ricordato che negli altri paesi il nesso è stato inverso, crisi delle banche-recessione.

Il livello medio dei crediti deteriorati delle banche italiane in rapporto ai prestiti si è triplicato dal 2007 al 2015 e ha raggiunto un dato di sistema del 18%. Le banche andate in crisi hanno fatto registrare livelli di sofferenze di gran lunga superiori. Come può reggere una banca con crediti deteriorati superiori al 30 per cento ?

Sugli impedimenti, per queste crisi, ad utilizzare fondi pubblici o le risorse del Fondo di Tutela dei Depositi si è già ampiamente dibattuto nella pubblicistica e negli approfondimenti accademici.

2.2 *Definizione micro*

E veniamo al concetto di crisi bancaria di tipo microeconomico. Ricorro a una definizione che diede nel 1987 Vincenzo Desario, ex Direttore Generale della Banca d'Italia.

“Una crisi bancaria è una situazione di patologia spinta dalla quale l'azienda bancaria non può uscire con strumenti ordinari di gestione

4) Cfr. Ignazio Visco, “Banche e finanza dopo la crisi” in *Moneta e Credito*, vol. 71 n.282 (giugno 2018).

e che richiede interventi di carattere straordinario con attivazione di mezzi esterni all'azienda”⁵.

All'interno di questa definizione micro rientrano condizioni tecniche di banche alquanto differenziate, più o meno compromesse, non necessariamente fallite. Vi rientrano infatti anche i casi delle banche sottoposte alle forme concorsuali speciali, le banche oggetto di varie forme di intervento pubblico, o salvate da interventi privati o di mercato.

Di crisi bancarie è punteggiata la storia del capitalismo in generale e la storia economica dell'Italia in particolare.

L'elenco delle banche andate in crisi dal 1974 al 2010 in Italia, solo delle più importanti, è di per sé esplicativo. Proviamo a ricordare: Banca Privata Italiana (Sindona), Italcasse, Banco Ambrosiano, Banco di Napoli/ISVEIMER, Banco di Sicilia, Sicilcassa, Banca Nazionale dell'Agricoltura, Banca Popolare di Novara, Banca Popolare di Lodi, Banca Italease, Banca Popolare di Brescia.

Questo elenco comprende le banche salvate con risorse pubbliche, quelle che hanno ricevuto ricapitalizzazioni dallo Stato e quelle variamente incorporate in altre banche. In generale, queste crisi non sono ascrivibili a movimenti generali dell'economia se non, alcune, in parte, susseguite all'uscita dallo SME nel 1992 e al rallentamento economico che ne seguì.

Le crisi bancarie sono state il fiume carsico mai estinto del nostro settore bancario.

Potremmo dunque dire, guardando le crisi bancarie della stagione 2013-2017, niente di nuovo sotto il sole. Crisi bancarie ce ne sono sempre state e verosimilmente ce ne saranno ancora ⁶. Il capitalismo è instabile e spesso l'instabilità coinvolge il settore bancario-finanziario dell'economia.

5) Cfr. “Banche in crisi 1960-1985”, a cura di Belli, Minervini, Patroni Griffi, Porzio, 1987.

6) Per un'analisi delle crisi bancarie in Italia dall'Unità in poi cfr. S.Bartoletto, B.Chiarini, E.Marzano, P.Piselli, “Banking Crises and Boom-Bust Dynamics: Evidence for Italy (1861-2016)”, 2018.

3. Le cause delle crisi bancarie

Occupiamoci quindi delle cause delle crisi bancarie. Per capire le cause serve comprendere la specificità delle imprese bancarie.

Cosa fanno essenzialmente le banche?

Al passivo accettano depositi rimborsabili in ogni momento, quindi devono essere sempre potenzialmente liquide, e all'attivo selezionano investimenti, specialmente credito, in gran parte illiquidi. Possono detenere anche risorse liquide presso la banca centrale. Quasi sempre effettuano una trasformazione delle scadenze. Il capitale proprio è solo una piccola frazione dei mezzi utilizzati per l'attività. Le banche possono scegliere diversi mix rischio/sicurezza e differenti dotazioni di capitale.

Da questa scarsa definizione si capisce che la principale condizione di funzionamento delle banche è la fiducia.

Le banche si caratterizzano soprattutto perché utilizzano prevalentemente le risorse della clientela. Se tutto va bene, oltre a svolgere un ruolo essenziale per lo sviluppo dell'economia, i benefici vanno ad azionisti e amministratori; se le cose vanno male i danni possono ricadere anche sui terzi che hanno fornito la provvista.

Aspetto che differenzia le banche rispetto a tutte le altre imprese è l'intreccio dei rapporti di debito/credito con una moltitudine di soggetti. In particolare, la funzione nevralgica della banca è quella di assicurare liquidità alle sue controparti che, in ultima istanza, fanno affidamento su di essa. Senza il sistema finanziario l'economia intera smette di funzionare.

La specificità delle banche ci aiuta a capire come si può sviluppare la libera concorrenza in campo bancario, con spinte a fare affari e aumentare le dimensioni, il potere, spingendo oltre misura i depositi, i prestiti, le operazioni finanziarie, quindi aumentando i rischi della gestione.

Cerchiamo ora di elencare le cause di crisi di una banca, distinguendo quelle di natura endogena da quelle di natura esogena, anche se nella storia cause esogene (eso) ed endogene (end) hanno spesso interferito rafforzandosi a vicenda, come abbiamo sperimentato negli ultimi anni.

Proviamo ad elencarle.

Al primo posto citiamo il mismanagement, le politiche rischiose e

speculative, le gestioni fraudolente (end).

Quindi

- un eccessivo sviluppo degli impieghi, la scarsa selezione del merito di credito e concentrazioni di rischio eccessive (end);
- incertezze strategiche, inadeguatezza del management (end);
- un'eccessiva trasformazione delle scadenze e il rischio di tasso di interesse (eso-end);
- la crisi dell'economia reale e l'andamento del ciclo economico in generale o di un settore economico (es. l'immobiliare) (eso);
- la sfiducia dei mercati e dei depositanti (eso);
- fattori esogeni quali andamento dei tassi, innovazione finanziaria, crisi di liquidità o l'intensificazione della concorrenza (eso);
- il rischio sovrano, il rischio valutario (eso).

Il riconoscimento della specialità delle banche giustifica storicamente la stessa Vigilanza bancaria, con un regime specifico della gestione delle crisi e lo sviluppo di regolamentazioni ad hoc, tese a evitare, appunto, i dissesti bancari. In Italia ciò è avvenuto innanzitutto con la legge bancaria del 1936 che, ricordiamolo, cercò soprattutto di dare risposte alla crisi della c.d. banca mista, dovuta alla eccessiva trasformazione delle scadenze e alla commistione tra le banche e le industrie. Le stesse regolamentazioni dell'attività bancaria, peraltro, hanno conosciuto stagioni di restrizioni e liberalizzazioni, che alcuni studiosi hanno messo in relazione con le ondate di crisi bancarie ⁷. In particolare Marcello De Cecco ricordava, in un articolo del 2009, la deregolamentazione negli USA nel periodo dell'amministrazione Clinton e la spinta che era stata data ai mutui immobiliari, anche con bassi standard, al fine di agevolare la proprietà della casa⁸.

Su una cosa occorre riflettere: la regolamentazione e i controlli possono prevenire o diminuire le probabilità di crisi, non azzerarle.

Possono prevenire o risolvere con tempismo crisi isolate di banche, che sorgono soprattutto per cause endogene, e sovente ci riescono. Come dice l'adagio, "la vigilanza è fatta di successi silenziosi e cla-

7) Cfr. Charles Calomiris, "Banking Crises and the Rules of the Game", 2009.

8) Cfr. Marcello De Cecco, "Considerazioni sulla crisi finanziaria attuale", in "Banche e sistema finanziario", 2009.

morosi fallimenti”. Ma è difficile che riescano a fronteggiare le conseguenze sulle banche di dinamiche avverse dell’economia generale, crisi finanziarie globali, crisi di rischio sovrano. Le autorità di controllo non possono sostituirsi agli organi di gestione delle banche; anche volendo non annullerebbero il tipico rischio di impresa di una banca.

Negli ultimi trent’anni, al fine di scongiurare l’instabilità delle banche, si è fatto leva sull’innalzamento del capitale e sulla proporzione che vi deve essere tra il capitale delle banche e i rischi assunti, in base ai famosi Accordi di Basilea. Non sempre ciò è sufficiente, anche perché i rischi non sono definiti una volta per tutte e possono evolversi, anche rispetto alle condizioni esterne, e diventare, col senno del poi, scommesse andate a male.

A dire il vero, da qualche decennio si è sviluppato un dibattito sul superamento dei salvataggi tramite un rafforzamento dei controlli, che realizzi una pronta azione correttiva sulle banche in difficoltà prima che il capitale venga azzerato, e attraverso la disciplina di mercato sulle banche, ovvero le azioni di condizionamento esercitate da parte dei creditori ⁹.

La specificità delle banche ci fa anche capire i rischi che può comportare una piena liberalizzazione dell’attività bancaria, una concorrenza senza limitazioni, un approccio dei controlli e della regolamentazione improntato comunque al principio della libertà dell’impresa bancaria. E’ questo il punto su cui occorre riflettere: i fallimenti, le crisi delle banche sono purtroppo connaturate al funzionamento delle banche e dell’economia decentralizzata, un’economia, come abbiamo drammaticamente osservato negli ultimi anni, soggetta ad andamenti ciclici ¹⁰. Ci si potrebbe porre la domanda se la soluzione al problema della prevenzione delle crisi bancarie possa essere la nazionalizzazione delle banche.

9) Cfr. Marcello Luberti, “Secondo e terzo pilastro dell’Accordo di Basilea: un’opportunità di cambiamento per il sistema di vigilanza bancaria in Italia”, Banca Impresa Società, n.2, 2007.

10) “.....Financial crises have been a recurrent feature of free and open capital markets... Any return to heavily regulated, bank-dominated, nationally insulated markets is pure nostalgia”. Cfr. Paul Volcker, Speech at The Economic Club of New York, April 2008.

Non lo credo. Non penso che la nazionalizzazione serva a isolare le banche dalle vicende dell'economia reale. In secondo luogo, occorre ricordare che vi sono state in passato crisi bancarie, anche in Italia, che hanno riguardato banche pubbliche o nazionalizzate, spesso caratterizzate da gestioni poco efficienti.

4. La gestione delle crisi bancarie

Volano della crisi può essere per la banca sia l'attivo (i prestiti non riscuotibili) che il passivo (la perdita di depositi). Come pure un'intensa attività finanziaria o di tipo speculativo. Si può arrivare a un fallimento vero e proprio per motivi di illiquidità anche solo per rumori sulla solidità di una banca. Per risolvere in parte questo problema è stata istituita l'assicurazione dei depositi fino a una certa soglia.

La specificità delle banche ci fa anche capire le conseguenze del tutto speciali delle crisi bancarie, non solo sui depositanti. In certe condizioni, le crisi bancarie possono anche generare un effetto contagio, il panico.

Sono le ripercussioni, a volte drammatiche, delle crisi bancarie che hanno storicamente giustificato i salvataggi. Gli aiuti pubblici alle banche non hanno niente a che vedere con motivazioni di ordine morale o sociale, né costituiscono obiettivi di politica economica di per sé, sono scelte obbligate che si giustificano solo per i danni ingenti che intendono scongiurare. E finiscono per destare l'odio della popolazione. La decisione delle autorità americane di non salvare Lehman Brothers derivò da tali preoccupazioni.

Il salvataggio pubblico, anche sotto forma di ricapitalizzazioni o nazionalizzazioni, è stata la soluzione privilegiata in passato, non solo in Italia, per gestire le crisi bancarie.

La forma di salvataggio pubblico più utilizzata è stata quella del rifinanziamento a tassi ridotti da parte della Banca d'Italia alla banca interveniente, che ereditava attività e passività "buone" della banca in crisi e che doveva compensare il disavanzo derivante dalla liquidazione delle attività "cattive". Si tratta del famoso Decreto Sindona del 1974, che ha funzionato per più di vent'anni.

Molto utilizzate sono state anche le fusioni e incorporazioni delle banche in crisi da parte di banche più solide, talvolta con l'intervento

del Fondo di Tutela dei Depositi. Si è fatto per decenni. Con la doppia recessione, con alcune banche con gravi disavanzi e con il divieto europeo all'intervento del FTD, le aggregazioni non sono state possibili, anche per le difficoltà generalizzate di tutto il sistema bancario ad intervenire in soccorso. Le aggregazioni sono realizzabili soprattutto quando il capitale non è azzerato e l'avviamento della banca ha ancora un valore, che sta a significare la possibilità di riportarla a produrre reddito in futuro. Tutti margini di manovra che si sono ridotti nel corso della doppia recessione, anche a causa dello scarso interesse a rilevare le banche come business ormai maturo, con la caduta verticale del valore degli sportelli bancari.

5. La situazione attuale

Per decenni l'enfasi è stata posta sulla protezione del depositante e sulla salvaguardia delle strutture dell'impresa bancaria.

Da alcuni anni il vento è cambiato, soprattutto dopo che i governi hanno pagato conti salatissimi per tenere in piedi le banche devastate dalla crisi dei subprime, in Europa e nel resto del mondo. Le responsabilità della vigilanza sulle banche sono passate dal novembre 2014 al SSM (Single Supervisory Mechanism), quindi alla BCE.

Il messaggio del nuovo approccio è: non incentivare più il moral hazard, le politiche rischiose delle banche che confidano nel fatto che esse saranno comunque salvate. Il conto non lo deve più pagare il contribuente a piè di lista.

Quindi non più bail-out (salvataggi pubblici) ma i cosiddetti bail-in (salvataggi interni), con costi sopportati da azionisti e creditori.

La direttiva europea ha introdotto una forte discontinuità. Viene colpito il creditore, con l'eccezione del depositante entro certi limiti, invece del contribuente.

Dalla tutela a oltranza delle ragioni dei depositanti si è passati in Italia alla realtà di liquidazioni/risoluzioni con ripercussioni obbligate sui creditori della banca in crisi, che hanno alcune caratteristiche proprie dei fallimenti.

Nel mondo della direttiva europea ogni crisi bancaria ha la sua ricetta, che richiede in ogni caso un sacrificio da parte dei creditori.

Non c'è più, di fatto, la fase intermedia dell'amministrazione stra-

ordinaria. Con la dichiarazione di dissesto o di rischio di dissesto si avvia la risoluzione o la liquidazione della banca in crisi. Per la risoluzione deve ricorrere l'interesse pubblico, in quanto vengono utilizzate le risorse del fondo di risoluzione messe a disposizione dall'intero sistema bancario. Questo può accadere solo dopo aver coinvolto nelle perdite azionisti e creditori delle banche in crisi.

Come ha dimostrato l'esperienza di applicazione delle nuove regole, la ricetta di soluzione di una crisi bancaria può richiedere una negoziazione laboriosa con molti soggetti interessati, la BCE, l'Autorità di risoluzione europea, quella italiana, la Banca d'Italia, il MEF e perfino la Direzione Concorrenza della Commissione Europea, che deve pronunciarsi su eventuali aiuti di Stato ¹¹.

Una costruzione complessa con l'intervento di molte mani visibili, troppe. Il tutto in un sistema, quello dell'euro, che non prevede un'esplicita funzione presso la BCE di rifinanziamento di ultima istanza e che non ha ancora realizzato un sistema europeo per le risoluzioni e per l'assicurazione dei depositi. Un sistema che può generare instabilità se è escluso per principio l'utilizzo di danaro pubblico, l'unico in grado di tamponare la crisi di fiducia che si può creare ¹².

L'Unione Europea sta ora faticosamente completando le regole e gli strumenti di un ordinamento complesso, che dovrebbero migliorare la gestione delle crisi. Si stanno definendo le regole che governeranno l'emissione da parte delle banche di obbligazioni che esplicitamente possono andare incontro a perdite in caso di crisi (MREL, Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities).

Molti gli interrogativi sulle prospettive future.

L'opinione pubblica è ormai avvertita che i fallimenti delle banche, a differenza del passato, possono anche comportare perdite per i risparmiatori. La gestione delle informazioni riguardanti le banche in difficoltà è diventata quindi cruciale.

Dopo le prime esperienze di crisi bancarie con le nuove regole della

11) Va considerato che più si allungano i tempi della decisione e più gli attivi delle banche coinvolte perdono drasticamente di valore e si generano non trascurabili problemi di liquidità (vedi i pesanti deflussi di depositi subiti dal Monte dei Paschi di Siena e dalle banche venete prima che le autorità varassero le soluzioni definitive alla crisi).

12) Cfr. Raffaele Lener, "Profili problematici delle nuove regole europee sulla gestione delle crisi bancarie", in Banca Impresa Società, n.1, 2018.

BRRD, potrebbe farsi strada in Europa un approccio più pragmatico sul possibile utilizzo - tempestivo - di risorse pubbliche. Dovrebbero migliorare le capacità di prevenzione tempestiva da parte del sistema della supervisione europea. Permane purtroppo la connessione rischio delle banche-rischio sovrano. Si discute ancora in sede comunitaria di riduzione/condivisione dei rischi.

Nella discussione pubblica che si è sviluppata in Italia a seguito delle crisi si è sostenuto che è stata utilizzata una valanga di soldi pubblici per salvare le banche, cosa non vera (si tratta dell'1,3% del PIL rispetto a una media dell'area dell'euro del 5%)¹³ e, allo stesso tempo, che ci sono state conseguenze disastrose sulla clientela, quando a pagare sono stati solamente azionisti (integralmente) e creditori subordinati, per una parte dei quali sono state approntate procedure di parziale rimborso, avendo comunque evitato il bail-in vero e proprio.

Non viene invece considerato che si è riusciti in qualche modo a contenere i pesanti effetti dei dissesti bancari sull'economia e ad evitare una crisi di ordine generale. Tale aspetto è stato trascurato proprio perché dal dopoguerra non si erano mai viste le conseguenze disastrose dei fallimenti bancari. Ci si era abituati a fronteggiare i default delle banche con risorse pubbliche, approcci consortili o fusioni/integrazioni con altre banche.

In materia di crisi bancarie, è sufficiente dire che chi ha sbagliato deve pagare, che indagini giudiziarie rigorose devono accertare ogni responsabilità, non occupandosi di come andranno a finire la banca e la sua attività ?

In ordine alla complessità e alla delicatezza della gestione delle crisi bancarie, concludo con una considerazione espressa nel 1960 da Luigi Einaudi sul Corriere della Sera: "... Fiat Iustitia, innanzitutto, accada quel che deve accadere. Purtroppo quel che dovrebbe accadere osservando la legge sarebbe il disastro. Il credito è quella certa cosa delicatissima che riposa sul silenzio, sulla fiducia, su fattori invisibili e impalpabili ..." ¹⁴.

13) Cfr. Ignazio Visco, op.cit. pag. 108.

14) Affermazione riportata da Franco Belli, mio maestro all'Università di Siena, in "Legge Bancaria, Banca d'Italia e controllo del credito" in "Il governo democratico dell'economia", 1976.

**ANALISI E VALUTAZIONE DEI RENDIMENTI
DEI BUONI FRUTTIFERI POSTALI EMESSI DA CASSA
DEPOSITI E PRESTITI. IL CASO DELLA SERIE Q**

*ANALYSIS AND EVALUATION OF THE PERFORMANCES OF BOND EMITTED
BY CASSA DEPOSITI E PRESTITI. THE CASE OF THE Q SERIES*

Maria Sole Staffa

Università Europea di Roma

European University of Rome

mariasole.staffa@unier.it

I Buoni Fruttiferi Postali sono titoli emessi dalla Cassa Depositi e Prestiti come forma di finanziamento dello Stato.

Essi rappresentano per i sottoscrittori un investimento a lungo termine, che può essere però liquidato in qualunque momento prima della scadenza. I tassi di rendimento sono pubblicati in GU all'atto dell'emissione e per i titoli di vecchia emissione, cartacei, il flusso veniva riportato a tergo del buono stesso.

Nel momento della liquidazione però il valore di rimborso si discosta dal valore riportato in GU e atteso dal sottoscrittore: questo avviene sia per una variazione nel tempo dei tassi di rendimento (non oggetto di questo lavoro) sia per una modalità di calcolo degli interessi che seppur, sostenuta da norme giuridiche, è ad avviso della scrivente non corretta finanziariamente.

La questione riguarda principalmente il trattamento "finanziario" della ritenuta fiscale sia per la figura fiscale del sottoscrittore nettista che per il sottoscrittore lordista durante il periodo di detenzione del buono stesso. In questo lavoro si illustrano le due modalità di calcolo dei valori di rimborso e si giustifica finanziariamente il diverso approccio proposto. Si quantifica inoltre il danno subito dal sottoscrittore sia in termini di valore di rimborso che in termini di rendimento complessivo dell'investimento.

PAROLE CHIAVE: OBBLIGAZIONE • RENDIMENTO • LORDISTA • NETTISTA • VALORE DI RIMBORSO • RITENUTA FISCALE

The Buoni Fruttiferi Postali are bond issued by Cassa Depositi e Prestiti to finance the Italian State. They represent a long-term investment for the underwriters, which can be liquidated at any time before the expiration date. The yields are published in the Gazzetta Ufficiale at the time of the issue and in the past, for the old paper bond, the future cash flow was shown on the back of the bond. At the redemption date, however, the repayment value deviates from the value reported in the Gazzetta Ufficiale and expected by the underwriters: this occurs both for a change in the rates of return (not the subject of this paper) and for a method of calculating the interest that although, supported by legal rules, is, in the opinion of the writer, not financially correct. The question concerns the "financial" treatment of the withholding tax both for the tax figure of the nettist underwriter and for the lordista underwriter during the period of holding

of the bond. This paper illustrates the two methods for calculating redemption values and financially justifies the different approach proposed. It also quantifies the damage suffered by the underwriter both in terms of redemption value and in terms of total return on the investment.

KEYWORDS: BOND • YELD • LORDIST • NETTIST • REDEMPTION VALUE • WITHHOLDING TAX

I Buoni Fruttiferi Postali

I Buoni Fruttiferi Postali (BFP) sono titoli emessi dalla Cassa Depositi e Prestiti, società per azioni controllata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e sono stati introdotti nel nostro ordinamento con Regio Decreto del 26 dicembre 1924 come forma di finanziamento dello Stato alternativa ai Buoni del Tesoro.

Tra le varie tipologie di BFP, i buoni ordinari rappresentano un investimento a lungo termine¹, ma possono essere liquidati in qualsiasi momento, comprensivi di interessi², al netto delle ritenute fiscali.

L'assenza di commissioni o spese, al netto della ritenuta fiscale pari al 12,50% sugli interessi maturati³, la possibilità di rimborso in qualsiasi momento e la garanzia di rimborso di capitale ed interessi sono alcune caratteristiche di questi titoli che ne giustificano la larga diffusione.

Principale motivo del successo nei decenni passati di tale strumento è stato l'alto rendimento garantito, che nel corso degli anni è, però, diminuito adeguandosi al contesto finanziario reale.

Oggi il rendimento dei BFP è molto basso, ma rimane un investimento sicuro, in quanto garantito dallo Stato Italiano, e il tasso effettivo è crescente. Per i buoni ordinari a 20 anni, dal 20 aprile 2017, i tassi di rendimento lordi annui vanno dallo 0,05% del primo anno al 2,5% del ventesimo.

1) I BFP ordinari emessi fino al 21 dicembre 2000 avevano una scadenza a 30 anni, mentre quelli emessi successivamente, fino ai nostri giorni, hanno una durata ventennale

2) per poter ottenere gli interessi è però necessario che sia trascorso almeno un anno dalla data di sottoscrizione

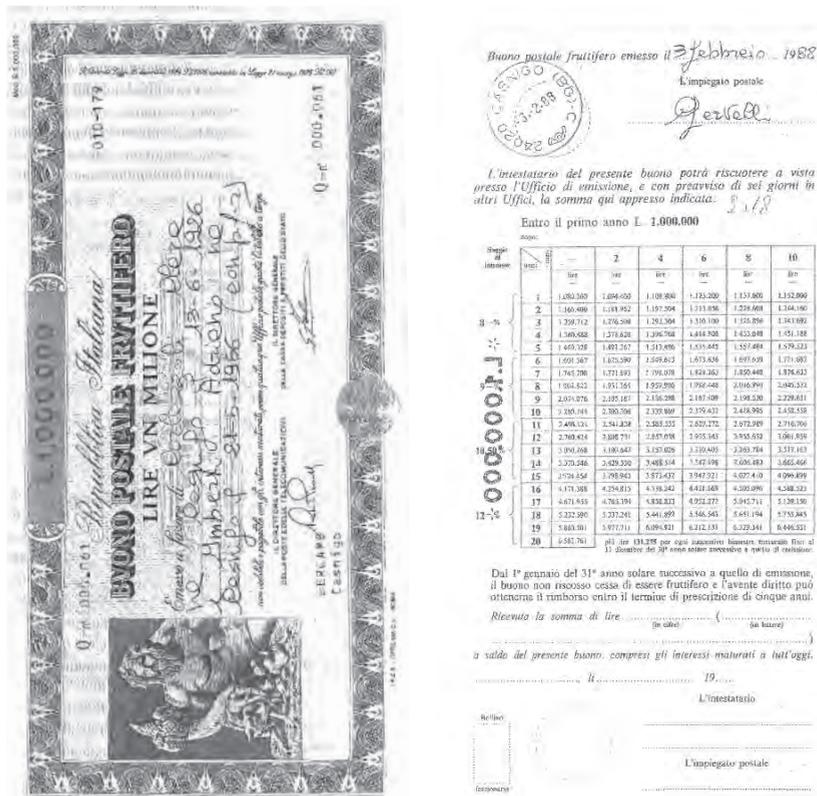
3) L'investimento in BFP è soggetto anche all'imposta di bollo, con un'aliquota dello 0,2% del capitale investito: l'imposta di bollo si applica solo agli investimenti superiori a 5.000 euro

ANALISI E VALUTAZIONE DEI RENDIMENTI DEI BUONI FRUTTIFERI POSTALI
EMESSI DA CASSA DEPOSITI E PRESTITI. IL CASO DELLA SERIE Q

I rendimenti dei Buoni Fruttiferi Postali

I tassi di rendimento dei BFP sono pubblicati in GU al momento dell'istituzione dei titoli e vengono riportati a tergo del buono stesso⁴.

Figura 1: Buono Cartaceo serie Q fronte e retro



4) Riguardo alla possibilità di variazione di tali tassi il legislatore è più volte entrato nel merito ma la questione esula dall'obiettivo del presente lavoro

239. Per i buoni postali fruttiferi della serie ordinaria “S” emessi a decorrere dal 1 gennaio 1997 a favore dei soggetti previsti all’art. 2 e con le eccezioni di cui agli articoli 5 e 6 del decreto legislativo del 1 aprile 1996, n. 239, gli interessi saranno, per i primi venti anni di vita del titolo, capitalizzati annualmente al netto dell’imposta sostitutiva. Per i buoni delle serie ordinarie contraddistinte con le lettere “Q”, “R” ed “S” emessi fino al 31 dicembre 1996 a favore di qualsiasi soggetto, gli interessi continueranno, per i primi venti anni di vita del titolo, ad essere capitalizzati annualmente al netto della ritenuta fiscale.

L’articolo sopra riportato illustra le diverse modalità finanziarie utilizzate per il calcolo degli interessi dei BFP nei primi 20 anni di vita a seconda che il titolo sia stato emesso prima o dopo il 1 gennaio 1997. L’emissione di buoni (obbligazioni) si colloca fra gli strumenti a disposizione degli enti e quindi dello Stato, per raccogliere risorse finanziarie. Come qualunque operazione finanziaria è importante sottolineare l’aspetto duale dell’operazione stessa: è possibile analizzare l’aspetto dell’emittente che con tale strumento si finanzia e, nello stesso tempo, la posizione del contraente che decide di effettuare un investimento.

Lo Stato, attraverso CDP, con l’emissione dei BFP intende finanziarsi, per poter effettuare un investimento produttivo il cui rendimento dovrebbe essere almeno pari, (solitamente superiore) al rendimento promesso al sottoscrittore. Se così non fosse l’emissione sarebbe svantaggiosa e si correrebbe il rischio di insolvenza.

Il sottoscrittore S poi al momento del rimborso, deve pagare allo Stato le imposte per il frutto del suo investimento calcolate con una aliquota del 12,5%⁵.

Per gli investitori classificabili come figura fiscale Nettista⁶ l’ente

5) I Buoni Fruttiferi Postali emessi fino al 20 settembre 1986 sono esenti dalla ritenuta fiscale. Viceversa, in virtù di quanto stabilito dal D.L. 19 settembre 1986 n. 556 (pubblicato sulla G.U. n. 219 del 20 settembre 1986), convertito dalla L. 17 novembre 1986 n. 759 (pubblicato sulla G.U. n. 269 del 19 novembre 1986), istitutivo della ritenuta erariale, gli interessi maturati sui Buoni emessi dal 21 settembre 1986 al 31 agosto 1987, sono assoggettati alla ritenuta fiscale del 6,25%, i Buoni emessi dal 1° settembre 1987 al 23 giugno 1997 sono assoggettati alla ritenuta fiscale del 12,50%. Tale ritenuta è stata soppressa con il D.Lgs. 1° aprile 1996, n. 239 (pubblicato sulla G.U. n. 102 del 3 maggio 1996) e sostituita con l’imposta sostitutiva sugli interessi, stabilita, per quanto concerne i buoni, sempre nella misura del 12,50% (fonte sito di Cassa Depositi e Prestiti)

6) Sono nettisti le persone fisiche, i fondi pensione, i fondi comuni di investimento immobiliare, gli

emittente, quindi CDP, fa da sostituto di imposta e versa, sempre al momento del rimborso, direttamente allo Stato l'imposta trattenendola dal valore lordo di rimborso restituito al sottoscrittore.

Precisato quanto sopra, l'importo finanziato all'ente emittente è pari all'importo ottenuto alla sottoscrizione e quindi non si comprende per quale motivo non debba generare nel suo complesso interessi, anche se il riferimento normativo sopra ricordato: "gli interessi vengono capitalizzati annualmente al netto della ritenuta fiscale" propone una diversa metodologia di calcolo. In pratica se lo Stato investe il denaro ricevuto e versa solo alla fine la ritenuta fiscale è come se usufruisse di denaro senza riconoscerne il frutto a chi glielo ha prestato.

L'ente emittente si trova quindi ad aver a disposizione un capitale pari all'importo totale (lordo) versato dal sottoscrittore che dovrebbe crescere nel tempo secondo il tasso di rendimento garantito e pubblicato nel retro del buono stesso.

La ritenuta pari al 12,5% degli interessi ottenuti viene infatti imputata al sottoscrittore alla fine del periodo di detenzione e, e pertanto versata dall'ente emittente, se sostituto di imposta, solo al momento dell'effettivo rimborso del buono stesso.

Il legislatore, peraltro, si è reso conto della stortura finanziaria di tale assunzione e, proprio con il DM del 23 giugno 1997 di cui sopra, ha rimediato proponendo per i titoli messi dopo il 1/12/1997 una corretta modalità del calcolo degli interessi.

Analisi di una obbligazione tipo

A titolo puramente esemplificativo, si prenda in esame un'obbligazione di valore di sottoscrizione L.1.000.000. emesso il 3 febbraio 1988 – serie Q. L'analisi del caso proposto intende dimostrare come il calcolo utilizzato da CDP, per determinare il rimborso del BFP non sia finanziariamente corretto.

Dal sito di CDP è possibile scaricare il prospetto di rimborso sia nel

enti non commerciali (privati e pubblici, compresi Comuni, Province ecc.), le società semplici, le società di fatto, le associazioni senza personalità giuridica costituite da persone fisiche (p.e. studi professionali), residenti nel territorio dello Stato. I soggetti ai quali non si applica questo trattamento sono detti lordisti (all'art. 6 del decreto legislativo 239/1996).

ANALISI E VALUTAZIONE DEI RENDIMENTI DEI BUONI FRUTTIFERI POSTALI
EMESSI DA CASSA DEPOSITI E PRESTITI. IL CASO DELLA SERIE Q

caso di Figura Fiscale “lordista” (tabella 1), che nel caso di “nettista” (tabella 2).

Tabella 1: prospetto di rimborso Lordista – caso BFP valore sottoscrizione L.1.000.000

Rendimento Totale del Buono					
Data	Anni	Mesi	Interessi Maturati Lordi	Ritenuta Fiscale	Montante Liquidato
03/02/1988	00	00	-	-	1.000.000
03/02/1989	01	00	80.000	-	1.080.000
03/02/1990	02	00	165.600	-	1.165.600
03/02/1991	03	00	257.192	-	1.257.192
03/02/1992	04	00	355.195	-	1.355.195
03/02/1993	05	00	460.059	-	1.460.059
03/02/1994	06	00	586.289	-	1.586.289
03/02/1995	07	00	722.459	-	1.722.459
03/02/1996	08	00	869.353	-	1.869.353
03/02/1997	09	00	1.027.814	-	2.027.814
03/02/1998	10	00	1.198.755	-	2.198.755
03/02/1999	11	00	1.413.890	-	2.413.890
03/02/2000	12	00	1.648.791	-	2.648.791
03/02/2001	13	00	1.905.274	-	2.905.274
03/02/2002	14	00	2.185.321	-	3.185.321
03/02/2003	15	00	2.491.097	-	3.491.097
03/02/2004	16	00	2.872.663	-	3.872.663
03/02/2005	17	00	3.294.292	-	4.294.292
03/02/2006	18	00	3.760.193	-	4.760.193
03/02/2007	19	00	4.275.013	-	5.275.013
03/02/2008	20	00	4.843.890	-	5.843.890
03/02/2009	21	00	5.472.498	-	6.472.498
03/02/2010	22	00	6.101.106	-	7.101.106
03/02/2011	23	00	6.729.715	-	7.729.715
03/02/2012	24	00	7.358.323	-	8.358.323
03/02/2013	25	00	7.986.932	-	8.986.932
03/02/2014	26	00	8.615.540	-	9.615.540
03/02/2015	27	00	9.244.148	-	10.244.148
03/02/2016	28	00	9.872.757	-	10.872.757
03/02/2017	29	00	10.501.365	-	11.501.365
03/02/2018	30	00	11.129.974	-	12.129.974
03/12/2018	30	10	11.653.814	-	12.653.814

Fonte: <https://www.cdp.it/clienti/risparmiatori/calcolo-rendimento-bfp/calcolo-rendimenti-bfp.kl>

ANALISI E VALUTAZIONE DEI RENDIMENTI DEI BUONI FRUTTIFERI POSTALI
EMESSI DA CASSA DEPOSITI E PRESTITI. IL CASO DELLA SERIE Q

Tabella 2: prospetto di rimborso Nettista - caso BFP valore sottoscrizione L.1.000.000

Rendimento Totale del Buono					
Data	Anni	Mesi	Interessi Maturati Lordi	Ritenuta Fiscale	Montante Liquidato
03/02/1988	00	00	-	-	1.000.000
03/02/1989	01	00	80.000	10.000	1.070.000
03/02/1990	02	00	165.600	20.700	1.144.900
03/02/1991	03	00	257.192	32.149	1.225.043
03/02/1992	04	00	355.195	44.399	1.310.796
03/02/1993	05	00	460.059	57.507	1.402.552
03/02/1994	06	00	586.289	73.286	1.513.003
03/02/1995	07	00	722.459	90.307	1.632.152
03/02/1996	08	00	869.353	108.669	1.760.684
03/02/1997	09	00	1.027.814	128.477	1.899.337
03/02/1998	10	00	1.198.755	149.844	2.048.910
03/02/1999	11	00	1.413.890	176.736	2.237.154
03/02/2000	12	00	1.648.791	206.099	2.442.692
03/02/2001	13	00	1.905.274	238.159	2.667.115
03/02/2002	14	00	2.185.321	273.165	2.912.156
03/02/2003	15	00	2.491.097	311.387	3.179.710
03/02/2004	16	00	2.872.663	359.083	3.513.580
03/02/2005	17	00	3.294.292	411.787	3.882.506
03/02/2006	18	00	3.760.193	470.024	4.290.169
03/02/2007	19	00	4.275.013	534.377	4.740.637
03/02/2008	20	00	4.843.890	605.486	5.238.403
03/02/2009	21	00	5.472.498	684.062	5.788.436
03/02/2010	22	00	6.101.106	762.638	6.338.468
03/02/2011	23	00	6.729.715	841.214	6.888.500
03/02/2012	24	00	7.358.323	919.790	7.438.533
03/02/2013	25	00	7.986.932	998.366	7.988.565
03/02/2014	26	00	8.615.540	1.076.942	8.538.597
03/02/2015	27	00	9.244.148	1.155.519	9.088.630
03/02/2016	28	00	9.872.757	1.234.095	9.638.662
03/02/2017	29	00	10.501.365	1.312.671	10.188.694
03/02/2018	30	00	11.129.974	1.391.247	10.738.727
03/12/2018	30	10	11.653.814	1.456.727	11.197.087

Fonte: <https://www.cdp.it/clienti/risparmiatori/calcolo-rendimento-bfp/calcolo-rendimenti-bfp.kl>

Per poter determinare gli importi presenti nella tabella 1 e nella tabella 2 si indichi con il tasso valevole per il k-simo anno di vita del contratto stesso sotto riportati

Tabella 3:

i1	8,00%	i6	9,00%	i11	10,50%	i16	12,00%
i2	8,00%	i7	9,000%	i12	10,50%	i17	12,00%
i3	8,00%	i8	9,00%	i13	10,50%	i18	12,00%
i4	8,00%	i9	9,00%	i14	10,50%	i19	12,00%
i5	8,00%	i10	9,00%	i15	10,50%	i20	12,00%

Ricostruzione del calcolo di CDP e relative criticità.

Per comprendere la logica che è alla base dei conteggi riportati nella tabella 2, caso del nettista per il quale CDP è sostituito di imposta, si costruisce una tabella analoga nella quale si ricavano per differenza le colonne con i valori annui degli interessi lordi, degli interessi netti e delle ritenute.

Si indichi quindi con

B_k valore di rimborso del BFP al netto della ritenuta dopo k anni dall'emissione;

IL_k interesse lordo annuo calcolato sul valore di rimborso dopo k anni dall'emissione;

R_k ritenuta annua pari al 12,50% dell'interesse lordo annuo dopo k anni dall'emissione;

RC_k importo cumulato delle ritenute fino al k-simo anno dopo l'emissione;

IN_k Interesse Netto pari a nel k-simo anno dopo l'emissione.

Sia $\alpha = 12,50$ l'aliquota di tassazione sugli interessi maturati nel periodo di detenzione del Buono.

Si determinano ora nel dettaglio i singoli importi presenti nella tabella 4 sotto riportata dove si ricostruiscono i conteggi di CDP e si indicano le formule finanziarie utilizzate.

ANALISI E VALUTAZIONE DEI RENDIMENTI DEI BUONI FRUTTIFERI POSTALI
EMESSI DA CASSA DEPOSITI E PRESTITI. IL CASO DELLA SERIE Q

Tabella 4: Ricalcolo valori CDP - caso BFP valore sottoscrizione L.1.000.000

scadenze	Interesse Lordo calcolati sul Bk	Ritenuta pari al 12,50% dell'in- teresse Lordo	valore totale ritenuta cumulata	Interesse Netto	valore del BFP al netto della ritenuta valore di rimborso
	IL_k	R_k	RC_k	IN_k	B_k
03/02/1988					1.000.000
03/02/1989	80.000	10.000	10.000	70.000	1.070.000
03/02/1990	85.600	10.700	20.700	74.900	1.144.900
03/02/1991	91.592	11.449	32.149	80.143	1.225.043
03/02/1992	98.003	12.250	44.399	85.753	1.310.796
03/02/1993	104.864	13.108	57.507	91.756	1.402.552
03/02/1994	126.230	15.779	73.286	110.451	1.513.003
03/02/1995	136.170	17.021	90.307	119.149	1.632.152
03/02/1996	146.894	18.362	108.669	128.532	1.760.684
03/02/1997	158.462	19.808	128.477	138.654	1.899.337
03/02/1998	170.940	21.368	149.844	149.573	2.048.910
03/02/1999	215.136	26.892	176.736	188.244	2.237.154
03/02/2000	234.901	29.363	206.099	205.539	2.442.692
03/02/2001	256.483	32.060	238.159	224.422	2.667.115
03/02/2002	280.047	35.006	273.165	245.041	2.912.156
03/02/2003	305.776	38.222	311.387	267.554	3.179.710
03/02/2004	381.565	47.696	359.083	333.870	3.513.580
03/02/2005	421.630	52.704	411.787	368.926	3.882.506
03/02/2006	465.901	58.238	470.024	407.663	4.290.169
03/02/2007	514.820	64.353	534.377	450.468	4.740.636
03/02/2008	568.876	71.110	605.486	497.767	5.238.403
03/02/2009	628.608	78.576	684.062	550.032	5.788.436
03/02/2010	628.608	78.576	762.638	550.032	6.338.468
03/02/2011	628.608	78.576	841.214	550.032	6.888.500
03/02/2012	628.608	78.576	919.790	550.032	7.438.533
03/02/2013	628.608	78.576	998.366	550.032	7.988.565
03/02/2014	628.608	78.576	1.076.942	550.032	8.538.597
03/02/2015	628.608	78.576	1.155.519	550.032	9.088.630
03/02/2016	628.608	78.576	1.234.095	550.032	9.638.662
03/02/2017	628.608	78.576	1.312.671	550.032	10.188.694
03/02/2018	628.608	78.576	1.391.247	550.032	10.738.727
31/12/2018	523.840	65.480	1.456.727	458.360	11.197.087

Sia M_0 il valore di sottoscrizione del buono pari appunto ad L. 1.000.000 corrispondente alla somma finanziata. Tale importo coincide con il valore del buono all'atto dell'emissione $B_0 = M_0$.

Nel caso in esame il tasso annuo di interesse garantito dall'emittente per il primo anno è $i_1 = 0.08$ e pertanto gli interessi lordi maturati risultano pari a

$$IL_1 = i_1 B_0 = 0.08 * 1.000.000 = L. 80.000$$

Su tale importo è possibile calcolare il valore della ritenuta come se il buono venisse estinto dopo il primo anno

$$R_1 = \alpha i_1 B_0 = 12,50\% * 80.000 = L. 10.000$$

In questo modo, se il BFP venisse estinto dopo un anno, essendo CDP sostituito di imposta, l'importo liquidato risulterebbe diminuito della ritenuta a

$$B_1 = B_0 + IL_1 - R_1 = 1.000.000 + 80.000 - 10.000 = L. 1.070.000$$

Se invece il BFP non venisse estinto la ritenuta non verrebbe versata. Pertanto il calcolo degli interessi lordi generati nel secondo anno deve essere fatto, ad avviso della scrivente, considerando un "capitale iniziale" in $t=1$ pari a L.1.080.000: questa è infatti la somma che "nominalmente" è a disposizione dell'emittente e che deve quindi remunerare.

CDP invece nei suoi calcoli considera "disponibili" solo L.1.070.000, somma ottenuta come se il versamento della ritenuta fosse stato effettuato.

In questo modo il secondo anno il valore del BFP secondo CDP è

$$B_2 = B_1 + B_1 i_2 - B_1 i_2 \alpha = B_1 [1 + i_2 (1 - \alpha)]$$

Seguendo questo ragionamento è possibile determinare dopo k anni dall'emissione (con) l'andamento del valore del BFP (montante li-

quidato nella tabella 4) calcolato da CDP:

$$B_k = M_0 \prod_{s=1}^k [1 + i_s (1 - \alpha)] \quad (1)$$

Si sottolinea che CDP non capitalizza la quota annuo di ritenuta “virtuale/fittizia”.

Gli interessi lordi relativi al k-simo anno del contratto sono ottenuti moltiplicando il tasso corrente per il valore del BFP alla fine del periodo precedente valore capitalizzato in passato al netto delle ritenute fiscali e pertanto possono essere determinati solo in funzione della sequenza nota dei tassi di interesse.

$$IL_k = i_k M_0 \prod_{s=1}^{k-1} [1 + i_s (1 - \alpha)] \quad (2)$$

Questi valori sono quelli presenti nella colonna interessi lordi cumulati della tabella 4.

Sugli interessi lordi è possibile calcolare la ritenuta del k-simo anno fittizia o virtuale e il relativo valore cumulato (importi presenti nella colonna ritenuta fiscale della tabella 4)

$$R_k = \alpha i_k M_0 \prod_{s=1}^{k-1} [1 + i_s (1 - \alpha)] \quad (3)$$

$$RC_k = \sum_{p=1}^k \alpha i_k M_0 \prod_{s=1}^{p-1} [1 + i_s (1 - \alpha)] \quad (4)$$

Con i valori sopra determinati si rappresenta la scansione temporale della ritenuta che permette di comprendere come si formi nel tempo l'importo da versare con la tassazione sull'utile, ma gli importi calcolati rimangono ad avviso della scrivente fittizi e non effettivi essendo il versamento della tassa previsto alla fine del periodo di detenzione e quindi solo al momento di rimborso.

L'interesse netto annuo può quindi essere calcolato come la differenza tra interesse lordo annuo e ritenuta annua.

$$IN_k = i_k M_0 (1 - \alpha) \prod_{s=1}^{k-1} [1 + i_s (1 - \alpha)] \quad (5)$$

Dopo il ventesimo anno, come precisato nel DM del 13/06/86, i BFP usufruiscono di un interesse semplice calcolato nella misura del 12%

annuo: gli interessi garantiti secondo quanto riportato in GU sono pari a L.131.275 ogni bimestre⁷ e, fino al 31 dicembre del 30°anno solare successivo a quello di emissione (vedi figura 2).

Si indichi ora con M_{20} il valore capitalizzato dell'importo di sottoscrizione al lordo dell'imposta:

$$M_{20} = M_0 \prod_{s=1}^{20} (1 + i_s)$$

Si può verificare che l'importo di L. 131.275 è determinato considerando tale valore moltiplicato per il tasso del 12% (i_{20}) per una durata pari ad un bimestre

$$I_{bim} = M_{20} * i_{20} * t = 6.563.761 * 0.12 * \frac{1}{6} = L.131.275$$

Questi interessi equivalgono ad interessi annui lordi pari L. 787.650. Nel prospetto nettista ottenuto dal sito di CDP invece, anche in questo caso il valore degli interessi conteggiati risultano inferiori: il tasso del 12% al valore B_{20} calcolato al netto delle ritenute.

$$I_{bim} = B_{20} * i_{20} * t = 0.12 * \frac{1}{6} = L.104.768$$

equivalenti ad interessi annui lordi pari a L.628.608.

Per $k > 20$, è possibile quindi estendere le formule sopra presentate considerando la diversa modalità di calcolo degli interessi dopo il ventesimo anno.

$$B_k = \{M_0 \prod_{s=1}^{20} [1 + i_s (1 - \alpha)]\} [1 + (k - 20) i_{20} (1 - \alpha)] \quad (6)$$

$$IL_k = i_{20} B_{20} = i_{20} \{M_0 \prod_{s=1}^{20} [1 + i_s (1 - \alpha)]\} \quad (7)$$

$$R_k = \alpha i_{20} B_{20} = \alpha i_{20} \{M_0 \prod_{s=1}^{20} [1 + i_s (1 - \alpha)]\} \quad (8)$$

$$RC_k = \sum_{p=1}^{20} \alpha i_p M_0 \prod_{s=1}^{p-1} [1 + i_s (1 - \alpha)] + (k - 20) \alpha i_{20} \{M_0 \prod_{s=1}^{20} [1 + i_s (1 - \alpha)]\} \quad (9)$$

7) Il bimestre s'intende maturato il giorno corrispondente a quello di emissione. Nessun interesse è dovuto per il bimestre non completamente maturato al momento del rimborso.

$$IN_k = i_{20}(1 - \alpha) \{M_0 \prod_{s=1}^{20} [1 + i_s(1 - \alpha)]\} \quad (10)$$

Secondo quindi CDP il valore finale al 31/12/2018 risulta pari a L.11.197.087.

La tabella 1 presenta il caso della figura fiscale del lordista per il quale CDP non è sostituito di imposta.

In questo prospetto si osserva come la colonna relativa agli interessi lordi coincide con quella del caso nettista (tabella 2) e pertanto anche in questo caso gli interessi lordi vengono calcolati al netto della ritenuta fiscale.

Nuovo calcolo dei rendimenti e dei valori di rimborso

Si confronta ora l'impostazione utilizzata da CDP con quella proposta dalla scrivente che si basa sulle considerazioni finanziarie sopra riportate.

Si prende in esame lo stesso titolo e si propongono formule analoghe alle precedenti nella diversa ipotesi di capitalizzazione del valore del buono al lordo della ritenuta.

In questa impostazione si deve tener distinto il capitale a disposizione di CDP dal valore di rimborso. Per questo motivo si indichi con:

M_k capitale a disposizione ad ogni epoca da CDP sul quale calcolare l'interesse lordo

B_k^* valore di rimborso al netto della ritenuta in caso di estinzione dopo k anni dall'emissione.

Anche in questo caso è necessario presentare le formule finanziarie che spiegano i vari valori sia per $k \leq 20$ che per $k > 20$

Ricordando che $M_0 = L. 1.000.000$, è possibile scrivere che:

$$\begin{cases} M_k = M_0 \prod_{s=1}^k (1 + i_s) & k \leq 20 \\ M_k = \{M_0 \prod_{s=1}^{20} (1 + i_s)\} [1 + (k - 20) i_{20}] & k > 20 \end{cases} \quad (11)$$

In questo caso il calcolo degli interessi lordi verrà effettuato su un capitale maggiore rispetto alla impostazione di CDP

$$\begin{cases} IL_k^* = i_k M_0 \prod_{s=1}^{k-1} (1 + i_s) & k \leq 20 \\ IL_k^* = i_{20} M_0 \prod_{s=1}^{20} (1 + i_s) & k > 20 \end{cases} \quad (12)$$

Anche le ritenute calcolate fittiziamente anno per anno in questo modo saranno maggiori

$$\begin{cases} R_k^* = \alpha i_k M_0 \prod_{s=1}^{k-1} (1 + i_s) & k \leq 20 \\ R_k^* = \alpha i_{20} M_0 \prod_{s=1}^{20} (1 + i_s) & k > 20 \end{cases} \quad (13)$$

Di seguito il valore degli interessi annui al netto delle ritenute

$$\begin{cases} IN_k^* = (1 - \alpha) i_k M_0 \prod_{s=1}^{k-1} (1 + i_s) & k \leq 20 \\ IN_k^* = (1 - \alpha) i_{20} M_0 \prod_{s=1}^{20} (1 + i_s) & k > 20 \end{cases} \quad (14)$$

e il valore degli interessi netti cumulati

$$\begin{cases} IN_k^{*CUM} = M_0 (1 - \alpha) [\sum_{p=1}^k i_p \prod_{s=1}^{p-1} (1 + i_s)] & k \leq 20 \\ IN_k^{*CUM} = M_0 (1 - \alpha) \{ [\sum_{p=1}^{20} i_p \prod_{s=1}^{p-1} (1 + i_s)] + (k - 20) i_{20} \prod_{s=1}^{20} (1 + i_s) \} & k > 20 \end{cases} \quad (15)$$

Il valore di rimborso finale è, secondo questa impostazione, pari al valore di emissione più il valore degli interessi netti cumulati.

$$B_k^* = M_0 + IN_k^{*CUM} \quad (16)$$

I risultati numerici dell'esempio numerico scelto sono riportati nella seguente tabella

ANALISI E VALUTAZIONE DEI RENDIMENTI DEI BUONI FRUTTIFERI POSTALI
EMESSI DA CASSA DEPOSITI E PRESTITI. IL CASO DELLA SERIE Q

Tabella 5. Nuovo calcolo Interessi e rimborso del BFP

scadenze	valore del BFP al lordo della ritenuta	Interesse Lordo	Ritenuta pari al 12,50% dell'interesse Lordo	valore totale ritenuta cumulata	Interesse Netto	valore del BFP al netto della ritenuta
	M_k	IL_k	R_k	RC_k	IN_k	B_k^*
03/02/1988	1.000.000					1.000.000
03/02/1989	1.080.000	80.000	10.000	10.000	70.000	1.070.000
03/02/1990	1.166.400	86.400	10.800	20.800	75.600	1.145.600
03/02/1991	1.259.712	93.312	11.664	32.464	81.648	1.227.248
03/02/1992	1.360.489	100.777	12.597	45.061	88.180	1.315.428
03/02/1993	1.469.328	108.839	13.605	58.666	95.234	1.410.662
03/02/1994	1.601.568	132.240	16.530	75.196	115.710	1.526.372
03/02/1995	1.745.709	144.141	18.018	93.214	126.123	1.652.495
03/02/1996	1.902.822	157.114	19.639	112.853	137.475	1.789.970
03/02/1997	2.074.076	171.254	21.407	134.260	149.847	1.939.817
03/02/1998	2.260.743	186.667	23.333	157.593	163.334	2.103.150
03/02/1999	2.498.121	237.378	29.672	187.265	207.706	2.310.856
03/02/2000	2.760.424	262.303	32.788	220.053	229.515	2.540.371
03/02/2001	3.050.269	289.845	36.231	256.284	253.614	2.793.985
03/02/2002	3.370.547	320.278	40.035	296.318	280.243	3.074.229
03/02/2003	3.724.454	353.907	44.238	340.557	309.669	3.383.898
03/02/2004	4.171.389	446.935	55.867	396.424	391.068	3.774.965
03/02/2005	4.671.956	500.567	62.571	458.994	437.996	4.212.961
03/02/2006	5.232.590	560.635	70.079	529.074	490.555	4.703.516
03/02/2007	5.860.501	627.911	78.489	607.563	549.422	5.252.938
03/02/2008	6.563.761	703.260	87.908	695.470	615.353	5.868.291
03/02/2009	7.351.413	787.651	98.456	793.927	689.195	6.557.486
03/02/2010	8.139.064	787.651	98.456	892.383	689.195	7.246.681
03/02/2011	8.926.715	787.651	98.456	990.839	689.195	7.935.876
03/02/2012	9.714.367	787.651	98.456	1.089.296	689.195	8.625.071
03/02/2013	10.502.018	787.651	98.456	1.187.752	689.195	9.314.266
03/02/2014	11.289.669	787.651	98.456	1.286.209	689.195	10.003.461
03/02/2015	12.077.321	787.651	98.456	1.384.665	689.195	10.692.655
03/02/2016	12.864.972	787.651	98.456	1.483.121	689.195	11.381.850
03/02/2017	13.652.623	787.651	98.456	1.581.578	689.195	12.071.045
03/02/2018	14.440.275	787.651	98.456	1.680.034	689.195	12.760.240
31/12/2018	15.096.651	656.376	82.047	1.762.081	574.329	13.334.569

ANALISI E VALUTAZIONE DEI RENDIMENTI DEI BUONI FRUTTIFERI POSTALI
EMESSI DA CASSA DEPOSITI E PRESTITI. IL CASO DELLA SERIE Q

Si precisa che secondo questo tipo di impostazione dal 21° anno gli interessi calcolati in interesse semplice calcolati su base bimestrale coincidono con quanto riportato a tergo del buono stesso (all. 2), cioè corrispondono a L.131.275 bimestrale pari a L. 787.650 annui come è possibile verificare nella tabella 4.

L'importo quindi rimborsabile in questo caso al 31/12/2018 risulta L.13.334.569.

Per il BFP analizzato in questo lavoro al 31/12/2018 la perdita è pari a $13.334.569 - 11.197.087 = L.2.137.482$ (€1.103,92) che corrisponde ad una diminuzione in termini di rendimento netto pari allo 0,60%.

Le perdite dipendono evidentemente sia dal valore di emissione, che dalla data di emissione essendo previsti interessi per una durata variabile⁸.

Nella tabella seguente si riportano i valori di rimborso nelle diverse impostazioni per data e valore di emissione.

Tabella 6: Risultati delle due impostazioni - caso BFP valore sottoscrizione L.1.000.000

Emissione	taglio in Lire	valore al 31/12/2018 calcolo CDP (lire)	valore al 31/12/2018 calcolo (lire)	valore al 31/12/2018 calcolo CDP (euro)	valore al 31/12/2018 calcolo(euro)	Differenza dei due valori (euro)
03/02/1988	1.000.000	11.197.087	13.334.569	€ 5.782,81	€ 6.886,73	1.103,92

La perdita quantificata dell'ultima colonna, come illustrato precedentemente, corrisponde al valore capitalizzato a scadenza delle ritenute fittizie non considerate correttamente.

8) ogni bimestre e, fino al 31 dicembre del 30°anno solare successivo a quello di emissione.

Infatti, indicando con le ritenute conteggiate e decurtate annualmente da CDP, è possibile verificare che dopo k anni esse corrispondono all'importo di tali ritenute capitalizzato:

$$\begin{cases} S_k = \alpha M_0 \sum_{m=1}^k i_m \cdot \begin{cases} \prod_{p=1}^m (1+i_p) & \text{per } m > k \\ 1 & m = k \end{cases} \cdot \begin{cases} 1 & \text{per } m = 1 \\ \prod_{r=1}^{k-1} (1+i_r(1-\alpha)) & 1 < m \leq k \end{cases} & k \leq 20 \\ S_k = S_{20} [1 + (k-20) i_{20}] + \alpha i_{20} \{ M_0 \prod_{r=1}^{20} [1 + i_r(1-\alpha)] \} & k > 20 \end{cases} \quad (17)$$

valore che coincide alla differenza in ogni epoca dei valori di rimborso calcolati nelle due diverse impostazioni $M_k - B_k = S_k$

Grazie a queste precisazioni è possibile esplicitare la relazione tra i valori di rimborso delle due diverse impostazioni:

$$B_k^* = (B_k - M_0) (1 - \alpha) + S_k (1 - \alpha) + M_0 \quad (18)$$

Risulta inoltre interessante quantificare, in termini di rendimento, quale sia il “danno” dovuto alla diversa metodologia per tutti i buoni della serie Q.

Tabella 7: Confronto rendimenti nelle due impostazioni - caso BFP valore sottoscrizione L.1.000.000

emissione	taglio in Lire	tasso di rendimento netto annuo CDP	tasso di rendimento netto annuo
03/02/1988	1.000.000	7,98%	8,58%

Conclusioni

Nel presente lavoro si è voluto chiarire come CDP utilizzi diverse modalità di calcolo dei valori di rimborso a seconda della data di emissione per i BFP seguendo le indicazioni del dm del 23 giugno 1997. In particolare, questo accade penalizzando le emissioni serie Q prese in esame. Tali differenti impostazioni comportano perdite in termini monetari e, quindi, di rendimento.

La perdita monetaria è dovuta, come è stato ampiamente dimostrato in questo lavoro, al fatto che CDP effettua la capitalizzazione degli interessi “come se” versasse la ritenuta d’acconto sugli interessi ma-

turati mentre, in concreto, non effettua e non deve effettuare tale versamento.

Ciò significa che pur avendo a disposizione le somme dei risparmiatori non ripaga tale disponibilità con gli interessi (d'altro canto, inizialmente promessi).

Preme ancora una volta ribadire che il calcolo illustrato dalla scrivente, corrisponde esattamente a quanto pubblicato all'atto dell'emissione del Titolo in GU il 28 giugno 1986, seguendo anche, correttamente, le norme fiscali. Mentre il valore di rimborso proposto da CDP si discosta da quanto promesso al sottoscrittore dell'obbligazione e riportato a tergo dell'obbligazione stessa e non utilizza correttamente la normativa fiscale.

Riferimenti bibliografici

Bortot, Magnani, Olivieri, Rossi, Torrigiani (1997), *Matematica finanziaria*, Monduzzi Editore

DL 239 del 1 aprile 1996 (GU 3 maggio 1996, n. 102)

DL 556 del 19 settembre 1986 (GU 20 settembre 1986, n. 219)

DM del 13 giugno 1986 (GU 28 giugno 1986, n. 148)

DM del 23 giugno 1997 (GU 24 giugno 1997, n. 145)

DPR n° 156 del 29 marzo 1973

Gazzetta Ufficiale 30 settembre 1974 n. 254

Gazzetta Ufficiale 29 novembre 1974 n. 588

Gazzetta Ufficiale 31 ottobre 1995, n. 255

L.759 del 17 novembre 1986 (GU 19 novembre 1986 n. 269)

Regio Decreto del 26 dicembre 1924

**LA VIGILANZA MACROPRUDENZIALE
NELL'UNIONE EUROPEA**

MACROPRUDENTIAL SUPERVISORY IN THE EUROPEAN UNION

Antonio Pezzuto

ex Dirigente della Banca d'Italia

formerly Director of the Bank of Italy

Nel nostro Paese la Banca d'Italia ha il compito di attuare politiche macroprudenziali per la salvaguardia del sistema finanziario nel suo complesso. Nell'esercizio di tali funzioni, l'Istituto persegue i seguenti obiettivi intermedi, raccomandati a livello europeo: attenuare un'esposizione eccessiva del credito e della leva finanziaria; ridurre forti disallineamenti delle scadenze e carenze di liquidità del mercato; limitare la concentrazione del rischio; contenere il rischio di azzardo morale da parte di istituzioni a rilevanza sistemica globale; rafforzare la tenuta delle infrastrutture finanziarie.

Per prevenire o mitigare i rischi sistemici, la Banca d'Italia - che si avvale di numerosi indicatori per le analisi macroprudenziali - può attivare strumenti di vigilanza macroprudenziale, tra cui il principale è l'obbligo per le banche di mantenere una riserva di capitale anticiclica, che è attualmente pari allo 0%.

PAROLE CHIAVE: VIGILANZA MACROPRUDENZIALE • RISERVA DI CONSERVAZIONE DEL CAPITALE • RISERVA DI CAPITALE ANTICICLICA • ISTITUZIONI A RILEVANZA SISTEMICA GLOBALE • MECCANISMO DI VIGILANZA UNICO

In our Country the Bank of Italy has the assignment to effect macroprudential policies for the safeguard of the financial system in its complex. In the exercise of such functions, the Institute pursues the intermediary objects followings, recommended to European level: to attenuate an excessive expansion of the credit and leverage; to reduce strong mismatches of maturity and lacks of liquidity of the market; to reduce the concentration of the risk; to contain the risk of moral hazard from Global Systemically Important Institutions; to strenghten the resilience of the financial infrastructures.

To prevent or to mitigate the systemic risks, the Bank of Italy – that it uses of numerous indicator for macroprudential analyses – can activate tolls of macroprudential supervisory, among which the principal is the obligation for the banks to maintain a countercyclical capital buffer, that is currently equal to 0%.

KEYWORDS: MACROPRUDENTIAL SUPERVISORY • CONSERVATION CAPITAL BUFFER • COUNTERCYCLICAL CAPITAL BUFFER • GLOBAL SYSTEMICALLY IMPORTANT INSTITUTIONS • SINGLE SUPERVISORY MECHANISM

1. La riforma della vigilanza finanziaria europea

La crisi finanziaria globale culminata con il dissesto della banca d'affari *Lehman Brothers* nel settembre 2008 ha reso manifesta l'inadeguatezza della vigilanza finanziaria a individuare preventivamente gli sviluppi macroprudenziali avversi e ad evitare l'accumularsi di rischi eccessivi all'interno del sistema finanziario¹. Per colmare tale lacuna, il Gruppo dei Venti ha deciso, nelle riunioni di Washington nel novembre 2008 e di Londra nell'aprile 2009, di rafforzare il sistema di vigilanza macroprudenziale e di ridefinire il perimetro della regolamentazione in modo da assicurare che tutte le istituzioni, i mercati e gli strumenti finanziari con rilevanza sistemica fossero assoggettati a un adeguato livello di controlli pubblici.

In ambito europeo, è emerso che la responsabilità dell'analisi macroprudenziale continua ad essere frammentata ed esercitata da diverse autorità a differenti livelli e non esiste alcun meccanismo volto a garantire che i rischi macroprudenziali siano adeguatamente individuati. La crisi ha inoltre evidenziato la fragilità della struttura sovranazionale costituita dai Comitati di livello 3 della procedura *Lamfalussy*. In considerazione dei suddetti limiti e stanti le difficoltà di un sistema di vigilanza frammentato lungo linee nazionali a prevenire e gestire crisi sistemiche, nel novembre 2008 la Commissione europea ha affidato a un gruppo di qualificati esperti, presieduto da J. de Larosière, l'incarico di proporre misure volte alla creazione di un sistema di vigilanza europeo efficiente e integrato, in grado di individuare i rischi sistemici e ripristinare così la fiducia nel sistema finanziario.

Nella relazione presentata il 25 febbraio 2009, il Gruppo di lavoro ha individuato una delle cause della crisi finanziaria nell'insufficienza della supervisione a livello macro. In altre parole, le Autorità di vigilanza si sono concentrate sulla vigilanza microprudenziale e non sufficientemente sui rischi macroeconomici di un contagio in seguito a shock fra loro correlati².

1) Cfr. il paragrafo 1 del Regolamento (UE) n. 1092/2010 relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario dell'UE e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico.

2) Cfr. paragrafo n. 29 del Rapporto de Larosière e Onado M., La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?, in *Bancaria*, n. 10/2009.

Coerentemente con le indicazioni formulate nel rapporto de Larosière, nel settembre 2009 la Commissione ha varato un pacchetto di proposte per la riforma della vigilanza nel settore finanziario, che è stato approvato dal Parlamento europeo il 22 settembre 2010. Il nuovo assetto dei controlli su banche, assicurazioni e mercato mobiliare prevede la creazione del “Sistema europeo di vigilanza finanziaria” (*European System of Financial Supervisors* - ESFS) fondato su due pilastri: il primo è il “Comitato europeo per il rischio sistemico” (*European Systemic Risk Board* - ESRB), con il compito di vigilare sulla stabilità del sistema finanziario nel suo complesso; il secondo si basa su tre Agenzie europee indipendenti (*European Supervisory Authorities* - ESA)³, sulle Autorità di vigilanza nazionali, responsabili della vigilanza microprudenziale, e sul Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza (*Joint Committee of European Supervisory Authorities*), che ha il compito di assicurare l'uniformità intersettoriale delle attività svolte dalle ESA, con particolare riguardo alle questioni riguardanti i conglomerati finanziari, le misure di contrasto al riciclaggio di denaro e lo scambio di informazioni con l'ESRB.

2. L'ESRB: struttura, governance e poteri di vigilanza

Istituito con il Regolamento (UE) n. 1092/2010, l'ESRB è un organo privo di personalità giuridica e quindi con poteri non giuridicamente vincolanti. È costituito da un Consiglio generale, un Comitato direttivo, un Segretariato, un Comitato scientifico consultivo e un Comitato tecnico consultivo. L'ESRB persegue tre principali obiettivi: i) prevenire o attenuare i rischi sistemici per la stabilità finanziaria nell'UE, relativamente al settore bancario, al settore assicurativo, agli altri intermediari finanziari e ai mercati finanziari; ii) evitare turbolenze finanziarie diffuse; iii) partecipare al corretto funzionamento del mercato interno, garantendo così che il settore finanziario contribuisca in maniera duratura alla cresci-

3) Le ESA comprendono l'Autorità bancaria europea (European Banking Authority - EBA), l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (European Insurance and Occupational Pensions Authority - EIOPA) e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (European Securities and Markets Authority - ESMA), che hanno sostituito i Comitati di terzo livello competenti nei settori bancario (CEBS), assicurativo (CEIOSP) e mobiliare (CESR).

ta economica. Per il raggiungimento delle finalità istituzionali, l'ESRB conduce analisi sul sistema finanziario europeo, segnala le aree di rischio (*early warning*) e formula raccomandazioni (*recommendations*) di natura sia generale sia specifica alle istituzioni europee, ai singoli Stati membri, alle Autorità europee o nazionali di vigilanza per l'adozione di misure correttive. Sono previsti, infine, obblighi di regolare rendicontazione al Parlamento europeo sull'attività svolta.

L'Organo decisionale dell'ESRB è il Consiglio generale, che è composto da 65 membri, di cui 37 con diritto di voto. I membri con diritto di voto sono il presidente e il vice presidente della BCE, i governatori delle banche centrali nazionali, un rappresentante della Commissione europea, i presidenti delle tre autorità di vigilanza europee, il presidente e i due vice presidenti del Comitato scientifico consultivo e il presidente del Comitato tecnico consultivo. Partecipano inoltre alle sedute del Consiglio, senza diritto di voto, un rappresentante di alto livello di una delle tre autorità di vigilanza europee in relazione all'argomento all'ordine del giorno e il presidente del Comitato economico e finanziario.

Il Comitato direttivo ha il compito di assistere l'ESRB nel processo decisionale preparando le riunioni del *General board*, esaminando i documenti da discutere e sorvegliando l'andamento dei lavori in corso. Il Segretariato è responsabile della gestione corrente dell'ESRB; sotto la direzione del presidente del Comitato direttivo fornisce all'ESRB supporto statistico e amministrativo di elevata qualità. Infine, il Comitato scientifico consultivo e il Comitato tecnico consultivo forniscono consulenza e assistenza all'ESRB su questioni rilevanti per l'attività di quest'ultimo.

I destinatari delle raccomandazioni comunicano all'ESRB e al Consiglio europeo i provvedimenti adottati e forniscono adeguate giustificazioni in caso di inazione (c.d. *act or explain*). Qualora l'ESRB ritenga che le sue raccomandazioni non sono state seguite o che i destinatari non hanno fornito adeguate spiegazioni circa la loro inazione, l'ESRB ne informa i destinatari, il Consiglio e l'Autorità europea di vigilanza interessata. Tali raccomandazioni non hanno natura vincolante; tuttavia, l'ESRB può decidere di dar corso alla loro pubblicazione "minando così, in teoria, la

reputazione dell'interessato che non si è adeguato"⁴. Nell'espletamento dei suoi compiti, l'ESRB si avvale del supporto analitico, statistico, amministrativo e logistico della BCE nonché della consulenza tecnica delle banche centrali e delle autorità di vigilanza europee e nazionali.

Nel corso della sua attività l'ESRB ha adottato una serie di raccomandazioni con le quali ha richiamato l'attenzione dei destinatari sui potenziali rischi sistemici che possono derivare dallo svolgimento di alcune operazioni bancarie. Tra queste si rammenta, ad esempio, quella del 21 settembre 2011 sui prestiti in valuta estera la cui mancata copertura dal rischio di cambio da parte dei prenditori (famiglie e PMI) avrebbe potuto avere ricadute sulla banca che aveva accumulato una significativa esposizione al rischio di credito/valuta. Oltre a ciò, l'ESRB ha adottato tre importanti raccomandazioni, indirizzate agli Stati membri e alle autorità macroprudenziali e una decisione sulla valutazione di significatività di paesi terzi per il sistema bancario dell'UE in relazione al riconoscimento e alla fissazione di coefficienti anticiclici.

Con la Raccomandazione del 22 dicembre 2011, l'ESRB ha suggerito che ogni singolo paese designi un'autorità con il compito di identificare, monitorare e valutare i rischi per la stabilità finanziaria e di attuare politiche macroprudenziali idonee a prevenirli e mitigarli. Essa dovrà essere strutturata o come un'unica autorità o come un comitato composto da più autorità, all'interno del quale la banca centrale dovrebbe avere un ruolo guida. Inoltre, si raccomanda agli Stati membri di: i) garantire che le decisioni prese e le relative motivazioni siano rese pubbliche, a meno che ciò non comporti rischi per la stabilità finanziaria, e che le strategie di politica macroprudenziale siano definite e pubblicate; ii) sottoporre l'autorità macroprudenziale all'obbligo di rendere conto al Parlamento nazionale (*accountability*); iii) assicurare all'autorità macroprudenziale un sufficiente grado di autonomia rispetto agli organi politici e al settore finanziario.

Con la Raccomandazione del 23 giugno 2013, l'ESRB ha chiesto alle autorità nazionali di definire gli obiettivi intermedi delle proprie poli-

4) De Martino F., La vigilanza macroprudenziale in Europa, l'European Systemic Risk Board, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, Supplemento n. 2/2013.

tiche macroprudenziali e gli strumenti per perseguirli. Come indicato, gli obiettivi intermedi dovrebbero essere rivolti a: i) mitigare e prevenire un'eccessiva crescita del credito e della leva finanziaria; ii) mitigare ed evitare un eccessivo *mismatching* delle scadenze e condizioni di illiquidità del mercato; iii) limitare la concentrazione delle esposizioni dirette e indirette; iv) limitare l'impatto sistemico degli incentivi perversi, al fine di ridurre i rischi di azzardo morale; v) rafforzare la capacità di tenuta delle infrastrutture finanziarie.

Da ultimo, con la Raccomandazione dell'11 dicembre 2015 l'ESRB ha chiesto alle autorità nazionali designate di identificare annualmente i paesi terzi verso cui i sistemi bancari nazionali sono esposti in misura rilevante e attuino nei loro confronti azioni di sorveglianza dei rischi derivanti da una crescita eccessiva del credito.

Il provvedimento prende le mosse dalla considerazione che quando le azioni intraprese dalle autorità competenti del paese terzo sono ritenute inadeguate, l'ESRB può intervenire fornendo indicazioni alle autorità designate nell'UE sul coefficiente anticiclico adeguato per esposizioni verso paesi terzi. Stante l'impossibilità di seguire l'evoluzione del credito nei paesi terzi di tutto il mondo, l'ESRB ha deciso di monitorare esclusivamente quei paesi terzi verso i quali le esposizioni delle banche europee sono significative. L'identificazione dei paesi terzi "rilevanti" è stata effettuata dall'ESRB prendendo in considerazione i seguenti tre parametri: attività ponderate per il rischio, esposizioni originarie ed esposizioni in stato di *default*. Sulla base dei dati di vigilanza riferiti a giugno 2014, sono stati identificati inizialmente come rilevanti sei paesi terzi (Brasile, Hong Kong, Cina, Turchia, Russia e Stati Uniti) per i quali almeno uno degli indicatori sopra indicati era pari o superiore all'1 per cento⁵.

Quanto agli strumenti di natura macroprudenziale, l'ESRB ne fornisce un elenco indicativo per ciascuno degli obiettivi intermedi perseguiti, con la precisazione che gli strumenti andrebbero scelti sulla base della loro efficacia ed efficienza (cfr. Tav. 1).

5) Sulla base dei dati riferiti alla fine del 2015, la Banca d'Italia ha identificato come rilevanti per il nostro Paese i seguenti paesi terzi: Russia, Turchia e Stati Uniti. La Banca ha inoltre deciso di non svolgere attività di sorveglianza diretta dei rischi dei tre paesi, in quanto già assoggettati al controllo dell'ESRB.

Tav. 1

Obiettivo intermedio	Strumenti
Attenuare livelli eccessivi di crescita del credito e di leva finanziaria	Riserva di capitale anticiclica Requisiti patrimoniali specifici per settore Coefficiente di leva finanziaria Limiti obbligatori al rapporto prestiti/valore Limiti obbligatori al rapporto prestiti/redditi o debito/reddito
Ridurre forti disallineamenti delle scadenze carenze di liquidità del mercato	Adeguamento dell'indice di liquidità (ad es. coefficiente di copertura della liquidità) Restrizioni alle fonti di finanziamento (ad es. coefficiente netto di finanziamento stabile) Limite non ponderato ai finanziamenti meno stabili (ad es. rapporto impieghi/depositi)
Limitare la concentrazione delle esposizioni dirette e indirette	Restrizioni alle grandi esposizioni Obbligo di compensazione tramite CCP (central counterparty)
Contenere l'impatto sistemico degli incentivi perversi per ridurre l'azzardo morale	Requisiti patrimoniali aggiuntivi per le istituzioni finanziarie di importanza sistemica
Rafforzare la capacità di tenuta delle infrastrutture finanziarie	Margini e scarti di garanzia obbligatori per la compensazione tramite CCP Maggiori obblighi di segnalazione Riserva per il rischio sistemico strutturale

Fonte: ESRB, Raccomandazione del 4 aprile 2013.

La normativa europea prevede che dopo tre anni dall'entrata in vigore della riforma venga effettuata una valutazione della nuova architettura finanziaria, per verificarne l'adeguatezza. Come richiesto dall'art. 20 del Regolamento istitutivo, la Commissione europea ha avviato, nell'aprile 2013, due consultazioni, una pubblica e l'altra mirata, per raccogliere indicazioni utili ai fini di un eventuale riesame della struttura e delle competenze dell'ESRB. Dalle risposte fornite è emerso che vi è soddisfazione tra le parti interessate sul lavoro svolto dal Comitato nei primi anni dall'istituzione. Quasi tutte hanno sottolineato i punti di forza e i successi dell'ESRB nell'azione di sensibilizzazione alla stabilità finanziaria tra i responsabili politici. Sono stati tuttavia segnalati margini di potenziale miglioramento, con particolare riguardo all' "identità organizzativa", alla *governance* e agli strumenti disponibili. Nello specifico, è stata richiamata l'attenzione sulla necessità di: i) rafforzare l'autonomia dell'Organo, consentendogli di

continuare a beneficiare della reputazione e della competenza della BCE; ii) ridimensionare il numero dei membri del Consiglio generale e affidare maggiori poteri al Comitato direttivo, modificandone la composizione allo scopo di innalzare il livello di efficienza del processo decisionale; e iii) potenziare il meccanismo “*act or explain*” mediante una migliore interazione con altri organi europei e ampliare la gamma degli strumenti a disposizione dell’ESRB (ad esempio, attraverso la pubblicazione di lettere o dichiarazioni pubbliche), al fine di promuovere l’esercizio di un “*soft power*” che potrebbe garantire migliore flessibilità e tempestività di intervento.

Ad avviso della Commissione, alcune delle proposte presentate, come quelle riguardanti, ad esempio, una strategia di comunicazione più proattiva, un aumento della frequenza delle riunioni del Comitato direttivo e un minore formalismo nella stesura delle raccomandazioni, possono essere realizzate a breve termine dall’ESRB senza alcuna modifica del quadro normativo. Altre, come quelle afferenti le modifiche della composizione del Consiglio generale e del Comitato direttivo, il ridimensionamento numerico del Consiglio generale e l’ampliamento dello strumentario a disposizione dell’ESRB, saranno oggetto di ulteriore riflessione prima di proporre qualsiasi modifica del *framework* giuridico.

3. Le politiche macroprudenziali nell’Unione Europea

Il 16 aprile 2013 il Parlamento europeo ha approvato il pacchetto di riforme per il settore bancario, costituito dalla Direttiva 2013/36/UE (*Capital Requirements Directive - CRD IV*), che disciplina con norme di massima armonizzazione l’accesso all’attività bancaria e la vigilanza prudenziale delle banche e delle imprese di investimento, e il Regolamento UE/575/2013 (*Capital Requirements Regulation - CRR*) che introduce regole uniformi sui requisiti prudenziali delle banche e delle imprese di investimento. Gli atti comunitari hanno recepito le disposizioni di Basilea III e abrogato le precedenti Direttive in materia (2006/48/CE e 2006/49/CE).

Il pacchetto legislativo persegue gli obiettivi di rafforzare la stabilità finanziaria, aumentando la resilienza degli intermediari creditizi agli

shock esterni, offrire maggiore tutela ai depositanti, ridurre la prociclicità del sistema finanziario, aumentare la competitività del settore bancario europeo.

Rispetto al precedente quadro prudenziale, il nuovo *framework* normativo ha introdotto importanti novità sul piano dei contenuti. Con particolare riferimento al primo pilastro, la CRD IV disciplina il funzionamento delle riserve di capitale di cui le banche (e le imprese di investimento) devono disporre in aggiunta alla dotazione di capitale, da utilizzare nei momenti di tensione del mercato per prevenire disfunzioni del sistema bancario ed evitare interruzioni del processo di erogazione del credito, nonché per far fronte ai rischi derivanti dalla rilevanza sistemica di talune banche⁶. Più in dettaglio, sono previste le seguenti riserve, ciascuna delle quali assolve a una funzione specifica:

- la riserva di conservazione del capitale (*conservation capital buffer* - CCB), costituita da capitale primario di classe 1 (*common equity tier 1 capital* - CET 1), è volta a preservare il livello minimo di capitale regolamentare in momenti di mercato avversi attraverso l'accantonamento di risorse patrimoniali di elevata qualità in periodi non caratterizzati da tensioni di mercato. È obbligatoria ed è pari al 2,5 per cento dell'esposizione complessiva al rischio della banca. Essa va quindi a sommarsi al 4,5 per cento del capitale di migliore qualità previsto dal Regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR). In caso di mancato rispetto delle disposizioni in materia, la banca dovrà limitare o sospendere i pagamenti di dividendi o *bonus*;
- la riserva di capitale anticiclica (*countercyclical capital buffer* - CyCB), anch'essa costituita da capitale primario di classe 1, ha lo scopo di aumentare la capacità del settore bancario di far fronte ai rischi legati a un'espansione eccessiva del credito; essa consente, infatti, di accumulare, durante le fasi di surriscaldamento del ciclo creditizio⁷, risorse patrimoniali che saranno poi destinate ad

6) Banca d'Italia, Circolare n. 285 del 17.12.2013, 6° aggiornamento.

7) Si intende per ciclo creditizio lo scostamento del rapporto tra credito aggregato e PIL dal livello tendenziale di lungo periodo (credit-to-GDP gap). Per la sua misurazione

assorbire le perdite che si dovessero manifestare nelle fasi di contrazione del ciclo. La riserva è pari all'esposizione complessiva della banca al rischio moltiplicata per il coefficiente anticiclico specifico della banca⁸. Qualora la banca violi tale requisito, si applicano le stesse norme previste nel caso della riserva di conservazione del capitale;

- le riserve di capitale per gli enti a rilevanza sistemica globale (G-SII *buffer*) e per gli altri enti a rilevanza sistemica (O-SII *buffer*)⁹;
- la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico (*systemic risk buffer*, SRB) è diretta a prevenire ed attenuare il rischio sistemico o macroprudenziale non ciclico di lungo periodo non previsto dal Regolamento n. 575/2013. Tale accantonamento è costituito da capitale primario di classe 1 pari almeno all'1 per cento delle esposizioni.

La CRR offre inoltre la possibilità alle autorità nazionali di imporre requisiti di capitale più restrittivi, sia tramite maggiorazioni delle ponderazioni di rischio (art. 124) e più elevati valori minimi della LGD (*loss given default*) per i prestiti immobiliari (art. 164), sia attraverso misure volte ad attenuare variazioni di intensità del rischio, come ad esempio la richiesta di aumentare il livello dei fondi propri (art. 458)¹⁰.

Nel 2015 sono state adottate nell'UE circa 130 misure macroprudenziali, a fronte di circa 80 nel 2014. La crescita è sostanzialmente riconducibile all'introduzione della riserva di capitale anticiclica, il cui coefficiente è stato fissato allo zero per cento nella maggior parte dei

il Comitato di Basilea ha proposto una metodologia di base, lasciando alle autorità nazionali la possibilità di adattarla ai singoli paesi.

- 8) Il coefficiente è pari alla media ponderata dei coefficienti anticiclici applicabili nei vari paesi verso cui la banca ha esposizioni rilevanti. Ciascun coefficiente è ponderato per il rapporto tra il requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito, relativo alle esposizioni creditizie rilevanti di ciascuno Stato comunitario o extracomunitario e il requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito relativo a tutte le esposizioni rilevanti della banca.
- 9) Sono considerati tali quei soggetti che per la loro rilevanza sistemica, a livello globale o domestico, pongono rischi maggiori per il sistema finanziario e una loro eventuale crisi potrebbe riflettersi negativamente sui contribuenti.
- 10) Ciani D., Cornacchia W. E Garofalo P., Le misure macroprudenziali introdotte in Europa per il settore immobiliare, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 227/2014

casi. Sono state inoltre individuate le istituzioni a rilevanza sistemica globale e nazionale, fissandone i relativi *buffer* (cfr. *infra*). Infine, solo alcuni paesi hanno introdotto la riserva di capitale a fronte del rischio sistemico per fronteggiare rischi settoriali o verso particolari aree geografiche¹¹. Misure analoghe sono state adottate anche da paesi extra UE. Ad esempio, nel febbraio 2013 la banca centrale elvetica, al fine di far fronte all'emersione di rischi nel settore immobiliare, ha introdotto una riserva di capitale anticiclica pari all'1 per cento dei mutui garantiti da abitazioni ponderati per il rischio, aumentata al 2 per cento nel gennaio 2014 in seguito a una nuova crescita di mutui e prezzi delle abitazioni nel 2013.

La riforma dell'architettura di vigilanza europea non ha soddisfatto pienamente le attese dei mercati. Pur contribuendo a migliorare la cooperazione e il coordinamento tra le autorità di vigilanza nazionali e a sviluppare un *corpus* unico di norme per i servizi finanziari, il nuovo quadro di vigilanza dell'UE ha mostrato seri limiti. Mantenendo le funzioni di supervisione in capo alle autorità nazionali, esso ha di fatto impedito l'assunzione di pratiche comuni e lasciato libere le autorità di supervisione di tutelare gli interessi nazionali anche se confliggenti con gli obiettivi di stabilità a livello comunitario. Non solo. La crisi ha dimostrato che il semplice coordinamento della vigilanza finanziaria tramite il SEVIF non è sufficiente a contenere il crescente rischio di frammentazione dei mercati bancari dell'UE, che compromette gravemente il mercato unico dei servizi finanziari e ostacola la trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia reale nella zona euro¹².

Per rimuovere queste criticità, la Commissione europea, richiamandosi alla Relazione dei quattro presidenti del 26 giugno 2012 nella quale sono individuati quattro pilastri su cui fondare una maggiore integrazione dell'UEM¹³, ha proposto la creazione di una *Banking*

11) Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 1/2016.

12) Comunicazione della Commissione europea al Parlamento europeo e al Consiglio del 12.9.2012 (COM (2012) 510 final).

13) Il rapporto "Verso un'autentica Unione economica e monetaria", stilato dai presidenti del Consiglio europeo, della Commissione, dell'Eurogruppo e della BCE, individua i seguenti pilastri: una maggiore integrazione in ambito finanziario con l'introduzione di un sistema europeo integrato di vigilanza bancaria integrato, al fine di garantire l'efficace e uniforme applicazione delle norme prudenziali, del controllo dei rischi e

Union: un progetto articolato e assai complesso che prevede il trasferimento delle funzioni e dei poteri di vigilanza a livello europeo, l'introduzione di un regime di protezione dei depositi armonizzato e un meccanismo unico per il risanamento e la risoluzione di crisi bancarie.

La proposta della Commissione si è concretizzata, come noto, nell'emanazione di diversi provvedimenti legislativi tra cui rileva, ai fini del presente lavoro, il Regolamento UE/1024/2013 che ha istituito il Meccanismo di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism - SSM*), con l'obiettivo di garantire una vigilanza uniforme e coerente delle istituzioni creditizie e di prevenire l'arbitraggio regolamentare e la frammentazione del mercato dei servizi finanziari nell'UE¹⁴. Il SSM è un *network* privo di personalità giuridica, costituito dalla BCE, responsabile del funzionamento del Meccanismo di vigilanza e che opera in stretta collaborazione con l'ESRB e le Autorità di vigilanza europee, e dalle autorità nazionali competenti degli Stati membri partecipanti, che svolgono i compiti non attribuiti alla BCE¹⁵.

È interessante osservare come la scelta della BCE, quale nuova Autorità di vigilanza a livello europeo, sia stata influenzata da ragioni giuridiche, segnatamente dalla c.d. giurisprudenza Meroni (Corte di giustizia, 13.6.1958, cause 9/56 e 10/56), secondo cui la creazione di

della prevenzione delle crisi; una maggiore integrazione delle politiche di bilancio, attraverso la fissazione di limiti massimi relativi al saldo di bilancio e ai livelli del debito pubblico; una maggiore integrazione delle politiche economiche, per promuovere la crescita e l'occupazione; una rafforzata responsabilità e legittimità democratica del processo decisionale.

- 14) Sull'argomento cfr. Brescia Morra C., La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa, in Banca Impresa Società, n. 1/2015. Giussani C., Il Meccanismo di vigilanza unico: primo pilastro dell'Unione Bancaria o ingiustificata lesione al principio di sussidiarietà?, in www.eurojus.it, 20.11.2014.
- 15) La centralizzazione delle funzioni di vigilanza in capo alla BCE era stata ipotizzata sin dall'adozione del Trattato di Maastricht, quando era emersa la necessità di assegnare alla BCE, accanto alle competenze in materia di politica monetaria e di stabilità dei prezzi, anche le funzioni di vigilanza bancaria, al fine di assicurare un indirizzo unitario in considerazione dell'aumentata concorrenza tra gli intermediari e del crescente rischio di crisi e di contagio tra i mercati. Il modello di vigilanza adottato dall'UE sembrerebbe replicare quello della "concentrazione" presente in alcuni paesi europei, tra cui l'Italia, dal quale tuttavia "si discosta per un elemento fondamentale, ovvero la separazione tra funzioni di supervisione e funzioni di regolazione e l'affidamento di queste ultime" all'Autorità bancaria europea. Cfr. al riguardo Del Gatto S., Il problema dei rapporti tra la Banca centrale europea e l'Autorità bancaria europea, in Rivista trimestrale di diritto pubblico, n. 4/2015.

una nuova autorità indipendente europea, munita di poteri di regolazione e di vigilanza del mercato bancario, presuppone un'apposita previsione dei Trattati, in mancanza della quale la costituzione di nuovi organismi è consentita nei soli limiti in cui ai medesimi siano delegati, dall'istituzione che ne è titolare, poteri meramente esecutivi¹⁶. L'introduzione del Meccanismo di supervisione unico ha determinato cambiamenti significativi nell'assetto dei poteri di vigilanza prudenziale. Ai sensi dell'art. 4 del Regolamento 1024/2013, la BCE ha il potere di: i) condurre valutazioni prudenziali, ispezioni in loco e indagini; ii) concedere o revocare licenze bancarie; iii) valutare l'acquisto e la cessione di partecipazioni qualificanti in enti creditizi. Essa esercita la vigilanza diretta sulle c.d. "banche significative" dei paesi partecipanti, che detengono quasi l'82% degli attivi bancari nell'area dell'euro. Gli enti creditizi "meno significativi" continuano, invece, ad essere vigilati dalle autorità nazionali competenti in stretta collaborazione con la BCE. Tuttavia, la BCE può decidere in qualsiasi momento di avocare a sé la vigilanza diretta di un qualsiasi intermediario bancario, al fine di assicurare l'applicazione coerente di standard di vigilanza elevati. L'art. 5 del Regolamento ha assegnato poteri di natura macroprudenziale sia alle autorità nazionali competenti o designate sia alla BCE. Le autorità nazionali che intendano attuare o modificare una misura macroprudenziale sono tenute ad informare la BCE, con almeno dieci giorni di anticipo. Questa può sollevare, entro cinque giorni, un'obiezione che l'autorità nazionale deve tenere in debito conto. Poiché i provvedimenti macroprudenziali posti in essere nei singoli Stati membri possono avere effetti negativi su altri paesi o settori, la BCE tiene sotto osservazione gli accordi di reciprocità. Dal canto suo, la BCE può decidere di imporre requisiti patrimoniali più elevati in materia di riserve di capitale rispetto a quelli applicati dalle autorità nazionali, nonché attuare misure più stringenti per affrontare l'insorgenza di potenziali rischi sistemici nel sistema finanziario. Lo strumentario a disposizione della BCE e delle autorità nazionali per prevenire e fronteggiare i rischi alla stabilità complessiva del sistema è ampio e variegato; esso comprende i margini patrimoniali e

16) Sul punto cfr. Ciralo F., La lunga strada verso l'Unione Bancaria Europea. Una sfida ancora aperta, in *Revista de Estudios Economicos y Empresariales* n. 25/2013.

altre misure definite nel pacchetto CRD IV/CRR, quali le riserve di capitale anticicliche, le riserve di capitale a fronte del rischio sistemico (se previste dal diritto nazionale), i requisiti patrimoniali applicabili agli enti a rilevanza sistemica, le ponderazioni di rischio per le esposizioni nel settore immobiliare e verso istituzioni finanziarie, i limiti sulle grandi esposizioni e obblighi addizionali di informativa pubblica.

Le decisioni in materia macroprudenziale spettano al Consiglio direttivo della BCE¹⁷. Queste decisioni si applicano a tutte le banche che rientrano nel perimetro del Meccanismo di vigilanza unico, ai paesi dell'area dell'euro e agli altri Stati membri dell'UE le cui autorità nazionali abbiano sottoscritto accordi di cooperazione stretta con la BCE.

Appare utile sottolineare che le autorità macroprudenziali possono utilizzare strumenti non armonizzati che potrebbero rivelarsi efficaci nell'affrontare rischi specifici. Ci si riferisce in particolare: i) all'applicazione di limiti ai rapporti fra il valore del prestito e il valore della garanzia (*loan to value* - LTV), fra il valore del prestito e il reddito (*loan to income* - LTI) o fra il servizio del debito e il reddito (*debt service to income* - DSTI) e; ii) all'introduzione di limiti alle esposizioni non rientranti nell'attuale definizione di grandi esposizioni¹⁸. Si osserva inoltre che il pacchetto CRR/CRD IV contempla già la possibilità sia di imporre requisiti specifici a fronte dei rischi sistemici di liquidità, sia di applicare regole più stringenti in materia di liquidità per far fronte al rischio sistemico o macroprudenziale¹⁹.

Dalle argomentazioni sopra svolte appare chiaro che ESRB e SSM hanno differenti mandati, poteri e ambiti di competenza. Per l'ESRB mandato e poteri sono limitati, ma l'ambito di competenza è molto ampio poiché comprende l'intero sistema finanziario europeo. Il SSM, invece, ha un mandato e poteri ampi suddivisi tra BCE e autorità di vigilanza nazionali, ma un ambito di competenza limitato poiché

17) La BCE ha istituito il Forum macroprudenziale, composto dal Consiglio direttivo e dal Consiglio di vigilanza della BCE. Il Forum si riunisce generalmente ogni trimestre per discutere dei rischi per l'area del SSM e per i singoli paesi che ne fanno parte, nonché di altri argomenti di interesse rilevante a fini macroprudenziali.

18) BCE, Rapporto annuale 2014.

19) BCE, Rapporto annuale 2014, op. cit.

comprende i paesi dell'area dell'euro e i soli intermediari bancari²⁰. Nel giugno 2015 l'ESRB ha pubblicato un documento, dal titolo “*A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR*”, con il quale sono stati illustrati i risultati emersi da un'analisi delle politiche macroprudenziali adottate nell'UE. L'indagine ha rilevato l'esistenza di differenze notevoli tra gli Stati membri dell'UE nell'adozione e nella composizione degli strumenti macroprudenziali. A fronte di un primo gruppo di paesi, tra cui Danimarca, Slovacchia, Svezia e Regno Unito, che ha già attivato un numero apprezzabile di misure (riserve anticicliche e di conservazione del capitale, ponderazioni di rischio settoriali e limiti sui requisiti di liquidità e sulla leva finanziaria), vi è un secondo gruppo di paesi, tra i quali Germania, Spagna, Francia, Austria e Portogallo, che si è limitato a definire il quadro giuridico in materia. Di questo secondo gruppo fa parte anche l'Italia dove l'Organo di vigilanza ha imposto a tutte le banche di detenere una riserva di conservazione del capitale²¹ (cfr. *infra*).

4. La vigilanza macroprudenziale in Italia

Oltre alla vigilanza microprudenziale sulle banche, in condivisione con la BCE nel contesto del Meccanismo di vigilanza unico, e su altri intermediari finanziari, alla sorveglianza sul sistema dei pagamenti e alla supervisione su alcuni mercati, la Banca d'Italia ha il compito di attuare politiche macroprudenziali per la salvaguardia della stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. Le funzioni di vigilanza macroprudenziale sono svolte attraverso attività di ricerca, analisi e valutazione dei rischi, sia dell'intero sistema finanziario sia dei suoi componenti, con l'obiettivo di individuare con anticipo i rischi e i segnali di vulnerabilità che minacciano la stabilità finanziaria. La ricerca e le analisi sono volte anche a definire gli indicatori quantitativi utili per l'attivazione dei diversi strumenti macroprudenziali, tenendo

20) Gualandri E., Single Supervisory Mechanism e politiche macroprudenziali nell'Unione europea, in Banca Impresa Società, n. 1/2015.

21) Amorello L., Strumenti di politica macroprudenziale: lo stato dell'arte in Italia alla luce del nuovo report dell'ESRB, in www.dirittobancario.it, 27.7.2015.

conto delle caratteristiche peculiari del mercato italiano²². Nell'esercizio dell'attività di vigilanza macroprudenziale la Banca d'Italia persegue gli obiettivi intermedi indicati dall'ESRB con la Raccomandazione del 23 giugno 2013 (cfr. *infra*). In tale ambito la Banca d'Italia si avvale di numerosi indicatori per individuare minacce alla stabilità del sistema finanziario e per valutare l'attivazione di strumenti macroprudenziali. L'indicatore principale per l'analisi del ciclo finanziario misura lo scostamento della tendenza di lungo periodo del rapporto tra credito e prodotto (*credit-to-GDP gap*). L'analisi delle condizioni finanziarie del Paese si avvale anche di altri indicatori legati all'andamento del ciclo economico, come, ad esempio, il tasso di disoccupazione e il tasso d'inflazione. Per l'analisi dei rischi del settore immobiliare viene utilizzato un *set* di indicatori economici e finanziari, con una buona capacità predittiva delle perdite bancarie riconducibili a tale settore, in combinazione con altri indicatori congiunturali e strutturali relativi a prezzi, compravendite, credito alle famiglie e credito alle società immobiliari. I rischi di rifinanziamento, di liquidità e di *mismatching* delle scadenze vengono valutati per il sistema bancario in base a indicatori relativi alle condizioni di liquidità delle banche a breve (*liquidity coverage ratio*) e a medio/lungo termine (*net stable funding ratio*). È stato infine sviluppato un indicatore del rischio di liquidità dei mercati finanziari italiani che compendia diversi indici relativi ai principali mercati di riferimento (azionario e obbligazionario privato, titoli di Stato italiani, mercato monetario)²³. La Banca d'Italia è l'autorità designata ad adottare nei confronti delle banche sia gli strumenti macroprudenziali previsti dal pacchetto CRR/CRD IV sia strumenti non armonizzati a livello europeo, come l'imposizione di un limite al rapporto tra l'ammontare dei mutui e il valore degli immobili in garanzia (*loan to value ratio*) o al rapporto tra le rate dei mutui e il reddito dei debitori (*loan to income ratio*), di cui sopra è cenno. Non è stata invece ancora costituita l'autorità macroprudenziale nazionale prevista dalla Raccomandazione dell'ESRB

22) Banca d'Italia, Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia, Roma, 31 maggio 2016.

23) Banca d'Italia, Relazione sulla gestione e sulle attività della Banca d'Italia, Roma, 31 maggio 2017.

del 22 dicembre 2011. La Legge 170/2016, che delegava il Governo a costituire un “Comitato per le politiche macroprudenziali”, non è stata infatti attuata entro i termini previsti (16.9.2018)²⁴.

Nelle more del recepimento della suddetta raccomandazione, la Banca d'Italia ha già adottato misure macroprudenziali. Si premette che la CRD IV prevede, in via ordinaria, l'introduzione graduale della riserva di conservazione del capitale, a decorrere dal 1° gennaio 2016, secondo il seguente calendario: 0,625 per cento nel 2016; 1,25 nel 2017; 1,875 nel 2018 e 2,5 nel 2019. Tuttavia, essa consente agli Stati membri di ridurre il periodo transitorio, anticipando l'entrata in vigore della riserva a fine 2013. La Banca d'Italia si è quindi avvalsa della facoltà di ridurre il periodo transitorio, richiedendo ai gruppi bancari a livello consolidato e alle banche non appartenenti a gruppi bancari di applicare, a partire dal 1° gennaio 2014, un coefficiente di riserva pari al 2,5 per cento. Per le banche appartenenti a gruppi bancari, invece, è prevista, a livello individuale, un'applicazione graduale del coefficiente che sarà pari al 2,5 per cento a partire dal 1° gennaio 2019²⁵. La Banca ha inoltre esercitato l'opzione di cui all'art. 129, comma 2, della CRD IV e ha esentato le piccole e medie imprese di investimento dall'applicazione della riserva in quanto, a suo dire, il contributo di questa categoria di intermediari al rischio sistemico risulta essere trascurabile e tale esenzione non pone rischi rilevanti per la stabilità del sistema finanziario nazionale. Sul punto, si soggiunge che l'Organo di vigilanza ha pubblicato, nel settembre 2016, un documento di consultazione con il quale ha comunicato l'intenzione di ricondurre la disciplina transitoria della CCB a quanto previsto, in via ordinaria, dalla CRD IV. Di conseguenza, le banche, a livello individuale e consolidato, sarebbero tenute ad applicare un coefficiente di riserva pari a: 1,25 per cento dall'1.1.2017 al 31.12.2017; 1,875 per cento dall'1.1.2018 al 31.12.2018 e 2,5 per cento dall'1.1.2019. Come precisato, la modifica proposta è resa necessaria “dall'evoluzione del quadro istituzionale e normativo, caratterizzato da processi

24) Il Comitato, organo privo di personalità giuridica e indipendente, sarebbe composto da Banca d'Italia, che lo presiede, CONSOB, IVASS, Covip, nonché, come osservatori, MEF e Autorità antitrust.

25) Queste disposizioni sono contenute nella Circolare n. 285 “Disposizioni di vigilanza per le banche”.

di supervisione sempre più integrati all'interno dell'area dell'euro, cui corrisponde l'esigenza di disporre di un corpo normativo omogeneo nei diversi paesi²⁶.

In applicazione della CRD IV, la quale stabilisce, all'art. 136, l'obbligo per le autorità nazionali designate di attivare un quadro operativo per la definizione del coefficiente della riserva anticiclica a decorrere dal 1° 1.2016, la Banca d'Italia ha deciso di fissare il coefficiente anticiclico (relativo alle esposizioni verso controparti italiane) allo zero%²⁶, sulla base di indicatori che riflettono, in maniera significativa, il ciclo del credito e i rischi derivanti dall'eccessiva crescita del credito (ad esempio, il tasso di disoccupazione e i prezzi degli immobili)²⁷. Tale misura rivista trimestralmente, è rimasta invariata, fino al secondo trimestre del 2017. In argomento, si aggiunge che l'Organo di vigilanza ha esercitato l'opzione regolamentare prevista dall'art. 130, comma 2, della CRD IV e ha escluso le imprese di investimento di piccola e media dimensione dall'ambito di applicazione della riserva di capitale anticiclica, tenuto conto, tra l'altro, delle relativa rischiosità sistemica.

La Banca d'Italia ha inoltre identificato il gruppo Unicredit come istituzione a rilevanza sistemica globale (*Global Systemically Important Institution - G-SII*) autorizzata in Italia²⁸. Il gruppo Unicredit dovrà mantenere una riserva di capitale pari allo 0,50, 0,75 e 1,00 per cento delle esposizioni ponderate per il rischio a decorrere, rispettivamente, dal 1° gennaio 2017, dal 1° gennaio 2018 e dal 1° gennaio 2019²⁹.

26) Cfr. Banca d'Italia, Circolare n. 285 del 17.12.2013, 6° aggiornamento, op. cit.

27) Il coefficiente della riserva di capitale anticiclica è posizionato su valori positivi in Svezia (2%), Slovacchia e Repubblica Ceca (0,5%).

28) Il Comitato di Basilea ha messo a punto una procedura per identificare gli enti a rilevanza sistemica globale e quelli a rilevanza sistemica nazionale. I primi sono individuati sulla base dei seguenti criteri: dimensioni del gruppo; interconnessione del gruppo con il sistema finanziario; sostituibilità dei servizi o delle infrastrutture finanziari forniti dal gruppo; complessità del gruppo; attività transfrontaliere del gruppo. La rilevanza sistemica dei secondi è valutata in base ad almeno uno dei seguenti criteri: dimensione del gruppo; rilevanza per l'economia dell'UE o dello Stato membro; significatività delle attività transfrontaliere; interconnessione con il sistema finanziario. L'attributo di G-SII o di O-SII deve essere riesaminato una volta l'anno.

29) Cfr. Provvedimento della Banca d'Italia del 15.12.2016.

Giusta quanto previsto dalla normativa comunitaria, nel gennaio 2016 la Banca ha identificato i tre principali gruppi italiani (Unicredit, Intesa Sanpaolo e Banca Monte dei Paschi di Siena) come banche a rilevanza sistemica nazionale (*Other Systemically Important Institutions - G-OSII*)³⁰, i quali dovranno mantenere a regime una riserva di capitale pari, rispettivamente, all'1, allo 0,75 e allo 0,25 per cento delle esposizioni ponderate per il rischio, da raggiungere in quattro anni a far tempo dal 1° gennaio 2018.

La Banca d'Italia non ha ritenuto, almeno per il momento, di imporre alle banche di costituire una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico, a differenza di altri paesi in cui si è deciso di introdurla a fronte di rischi settoriali (principalmente verso il settore immobiliare) o verso particolari aree geografiche.

La normativa europea prevede che, al fine di assicurare la piena efficacia delle proprie decisioni, le autorità dei paesi dell'UE che adottano misure macroprudenziali possono chiedere all'ESRB di raccomandare alle autorità competenti degli Stati membri, sulla base del principio di reciprocità, l'applicazione di misure analoghe alle esposizioni delle rispettive banche nei confronti del paese che ha assunto l'iniziativa. Nel corso del 2016 la Banca d'Italia ha valutato due richieste di reciprocità: la prima avanzata dalla banca centrale belga in relazione all'introduzione di una misura per ridurre i rischi connessi con le esposizioni bancarie garantite da immobili residenziali ubicati nel paese; la seconda presentata dalla banca centrale estone con riferimento a una decisione volta a imporre alle proprie banche una riserva di capitale a fronte del rischio sistemico. In entrambi i casi, la Banca d'Italia ha ritenuto di non riconoscere le misure adottate dalle suddette banche centrali, in quanto le banche italiane non hanno filiali nei due paesi esteri e le esposizioni transfrontaliere sono inoltre di modesta entità. Si è comunque impegnata a svolgere verifiche annuali sulle

30) Ai fini dell'individuazione delle O-SII, la Banca d'Italia valuta la rilevanza sistemica almeno sulla base dei seguenti parametri: dimensioni; rilevanza per l'economia dell'UE e dell'Italia; rilevanza delle attività transfrontaliere; interconnessione della banca o del gruppo con il sistema finanziario.

esposizioni degli intermediari italiani verso i residenti di quei paesi.

5. Conclusioni

Come dinanzi precisato, in ambito europeo le competenze in materia macroprudenziale sono ripartite tra ESRB, BCE e Autorità di vigilanza nazionali. Questo particolare assetto solleva una serie di interrogativi a cui gli Organi comunitari sono chiamati a dare una risposta. Il nuovo sistema dei controlli di vigilanza macroprudenziale sarà in grado di garantire decisioni rapide ed efficaci? E ancora, vi è il rischio che si creino situazioni di confusione e aree grigie di sovrapposizione di competenze e di ruoli? Una più stretta cooperazione tra le varie autorità di vigilanza sarà sufficiente a minimizzare tale rischio? In caso contrario, è opportuna una revisione del quadro normativo macroprudenziale?³¹ Nella consapevolezza che il materializzarsi di questi rischi potrebbe compromettere la stabilità dell'intero sistema, nel 2016 la Commissione europea ha lanciato una consultazione pubblica sulla revisione del quadro normativo macroprudenziale dell'UE, da cui è emerso che in generale i portatori di interesse hanno ritenuto che il mandato e i compiti attribuiti all'ESRB fossero adeguati per garantire l'efficacia e l'efficienza delle politiche macroprudenziali e hanno espresso un certo sostegno a un adeguamento dei metodi di lavoro del Comitato al fine di renderlo più efficiente.

In questa prospettiva, nel settembre 2017 la Commissione ha presentato una proposta di regolamento che modifica il Regolamento 1092/2010, istitutivo dell'ESRB, che fa parte di un pacchetto completo di proposte volte a rafforzare il SEVIF, composto dalle tre autorità di vigilanza europee. Nello specifico, le modifiche proposte sono volte a rafforzare il quadro della *governance* e operativo dell'ESRB prevedendo *inter alia* che: i) il presidente della BCE presieda l'ESRB, così istituendo una corrispondenza permanente tra la carica di presidente della BCE e quella di presidente dell'ESRB; ii) un ampliamento dei compiti attribuiti al capo del segretariato, allo scopo di aumentare l'efficacia delle segnalazioni e delle raccomandazioni dell'ESRB; iii)

31) Angelini P., Le politiche macroprudenziali: una discussione dei principali temi, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 271/2015.

il Consiglio generale dell'ESRB sia composto anche da rappresentanti del Meccanismo di vigilanza unico e del Comitato di risoluzione unico; iv) la BCE sia inclusa tra i possibili destinatari delle segnalazioni e delle raccomandazioni dell'ESRB.

Appendice

Una definizione unitaria di rischio sistemico non esiste in letteratura. La spiegazione di tale assenza è riconducibile al fatto che diversi fattori possono contribuire a scatenare tale tipologia di rischio. Il Regolamento (UE) n. 1092/2010, istitutivo del Comitato europeo per il rischio sistemico, definisce rischio sistemico come “un rischio di perturbazione del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il mercato interno e l'economia reale”. Molto simile è la definizione contenuta nella Direttiva 2013/36/UE (CRD IV) che lo ha definito come “un rischio di disordine del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il sistema finanziario e l'economia reale”. FMI e BRI lo definiscono come il rischio di un disturbo nell'offerta di servizi finanziari con il potenziale di avere gravi conseguenze negative sull'economia reale. Alcuni autori (De Bandt e Hartmann)³² distinguono tra evento sistemico in forma forte ed evento sistemico in forma debole. Nel primo caso, gli effetti di un evento negativo si traducono nel fallimento delle istituzioni o nel collasso dei mercati che erano, rispettivamente, solventi e sani prima che si manifestasse l'evento stesso. Nel secondo caso, gli effetti dell'evento sono di minore intensità rispetto al fallimento di un'istituzione o al crollo dei mercati. Di conseguenza, il rischio sistemico è il rischio che si verifichi un evento sistemico³³ in for-

32) De Bandt O. e Hartmann P., Systemic risk: a survey, ECB, Working Papers Series, n. 35/2000.

33) L'evento sistemico è costituito da due variabili: lo shock e il meccanismo di propagazione. Esistono diversi tipi di shock: alcuni possono riguardare una sola istituzione finanziaria o il prezzo di un solo asset, altri possono colpire più soggetti simultaneamente o l'intera economia. Di qui la distinzione tra shock idiosincratico e shock sistemico. La propagazione può avvenire direttamente, attraverso l'esposizione, o indirettamente, con effetti dipendenti da quantità e qualità delle informazioni disponibili. Considerando le due componenti sopra indicate, si può distinguere tra evento sistemico in senso stretto o ampio. Nel primo caso, è il fallimento di un'istituzione finanziaria che scatena e diffonde

ma forte che genera una crisi sistemica. Altri (Hunter e Marshall)³⁴ definiscono il rischio sistemico come la possibilità che uno *shock* finanziario possa danneggiare seriamente funzioni cruciali come la valutazione delle attività, l'allocazione del credito, i meccanismi nei sistemi di pagamento e regolamento, ed imporre pesanti costi all'economia reale.

Tutte queste nozioni di rischio sistemico, pur essendo diverse l'una dall'altra, hanno un elemento comune, e cioè che il rischio sistemico è determinato da un evento negativo iniziale (*shock*) che poi si propaga velocemente attraverso un meccanismo di contagio ad altri soggetti in qualche modo connessi al primo.

Già difficile da definire, il rischio sistemico è anche arduo da misurare e, soprattutto, da individuare con un anticipo sufficiente a porre in atto efficaci contromisure³⁵. Mentre per gli obiettivi di politica monetaria sono disponibili misure affidabili, ancorché imperfette come ad esempio gli indici di inflazione, le misure di rischio sistemico sono ancora a uno stadio poco avanzato, anche in considerazione della natura elusiva, sfuggente del fenomeno³⁶.

I modelli esistenti per la misurazione del rischio sistemico possono essere suddivisi in tre categorie: gli *stress test*, l'esercizio introdotto dalla *Stern School of Business* di New York e la *network analysis*.

Gli *stress test* sono simulazioni effettuate dalle Autorità di vigilanza per valutare la resilienza dei sistemi finanziari. Possono essere condotti due tipi di *stress test*: microprudenziale e macroprudenziale. Il primo coinvolge gli intermediari bancari ed è basato sui requisiti di

la crisi ad altri soggetti sani, mentre il secondo caso, oltre agli aspetti già menzionati, include anche gli effetti negativi che si producono su altre istituzioni o mercati come conseguenza di uno shock iniziale (crisi sistemica). Cfr. Bazzana F. e Debortoli F., Il rischio sistemico in finanza: una rassegna dei recenti contributi in letteratura, ALEA Tech Report, n. 17/2002.

34) Hunter W.C. e Marshall D., *Thoughts Financia Derivatives, Systematic Risk and Central Banking: a Review of some Recent Developments*, Working Papers Series Research Department, 1999.

35) La BCE ha elaborato un indicatore, denominato "indicatore composito di rischio sistemico", che segnala l'esistenza di tensioni sui mercati finanziari. Esso non è tuttavia in grado di prevedere con largo anticipo l'insorgere di episodi di instabilità finanziaria. Nell'estate del 2007, quando è scoppiata la crisi finanziaria innescata dal crollo dei mercati dei mutui subprime, tale indicatore non è stato in grado di catturare i rischi che si andavano accumulando nei mercati.

36) Angelini P., *Le politiche macroprudenziali: una discussione dei principali temi*, op. cit.

capitale richiesti dal secondo pilastro di Basilea 2, il secondo, largamente utilizzato dalla FED negli Stati Uniti, si basa sull'analisi del sistema finanziario nel suo complesso.

Per valutare la capacità di resilienza di una banca in una situazione di rischio sistemico, la *Stern School of Business* ha proposto di utilizzare degli indicatori di mercato, piuttosto che contabili. Tra questi il più importante è il SRISK (*Systemic Risk*) che misura il fabbisogno aggiuntivo di capitale di cui una banca necessita per mantenere un normale indice di solvibilità (5,5% dell'attivo) in una situazione di *stress* di mercato (definito come un calo dell'indice di borsa del 40% nell'arco di sei mesi). È stato stimato che i sistemi finanziari giapponese e cinese sono quelli più fragili a livello globale, con deficit di capitale ampiamente superiori a 600 miliardi dollari. A livello europeo, invece, i sistemi finanziari inglese e francese sono quelli più a rischio: il primo con deficit patrimoniale superiore a 400 milioni di dollari e il secondo con deficit di capitale appena inferiore a questa soglia. Da notare che la Francia, dove Bnl Paribas è la banca più rischiosa, con circa 104 miliardi di possibile carenza di capitale, presenta un rischio sistemico pari al doppio di quello italiano. A livello nazionale, Unicredit risulta essere di gran lunga l'istituzione finanziaria italiana più rischiosa, con un valore di rischio sistemico pari a circa l'1,1%, seguita a distanza da Intesa Sanpaolo (0,45%), Assicurazioni Generali (0,4%) ed MPS (0,3%).

I vantaggi di questo metodo sono essenzialmente due: l'utilizzo di dati pubblici facilmente reperibili e la semplicità nella costruzione dello scenario. Questo modello presenta tuttavia dei limiti, poiché non fornisce indicazioni quali-quantitative delle aree di debolezza dell'attivo ed è, inoltre, eccessivamente dipendente dal grado di *leverage* e rappresenta una stima volatile e prociclica³⁷.

I modelli a rete, sviluppatasi intorno alla seconda metà dello scorso decennio, consentono di analizzare il rischio sistemico causato da gravi perturbazioni finanziarie. Prendendo in considerazione le "4 L" (*leverage, liquidity, losses e linkages*) che meglio rappresentano i

37) Lenzi F., Gli stress test e la realtà del mercato, in *Il Sole 24 Ore*, 26.7.2016. Parisi L., Come misurare il rischio sistemico, in *Statistica & Società*, n. 12/2015.

tratti essenziali delle crisi finanziarie, Billio et al.³⁸ osservano che l'unico vero elemento comune sono le connessioni (*linkages*) fra gli operatori di mercato che rendono possibile la propagazione degli shock all'intero sistema. Il livello di diffusione della crisi dipenderà quindi dal numero e dalla intensità di queste connessioni.

Per stimare il grado di connessione fra gli attori che operano sul mercato sono state proposte tre misure: il *conditional value-at-risk* (CoVaR), il *systemic expected shortfall* (SES) e il *distressed insurance premium* (DIP)³⁹. Il primo misura la massima perdita "potenziale" di un'istituzione finanziaria condizionandola alle sofferenze degli altri operatori di mercato. Il secondo misura la perdita attesa di ogni istituzione finanziaria condizionandola alla situazione di sofferenza delle altre istituzioni operanti sul mercato. Il terzo misura i premi assicurativi richiesti per coprire le perdite del sistema bancario. Nonostante siano state largamente impiegate, le misure sopraindicate non sono esenti da limiti. In primo luogo, i risultati sono pesantemente influenzati dalla corretta interpretazione nelle serie storiche delle perdite sistemiche. In secondo luogo, la rapida evoluzione dei mercati finanziari ha condotto alla scoperta di nuove aree di rischio e alla nascita di nuovi intermediari che non avevano in passato mai sperimentato gravi perdite simultanee, causate da fattori comuni. Infine, essendo basate sul calcolo probabilistico, tali misure dipendono in ogni caso dalla volatilità che tende ad essere bassa nelle fasi ascendenti del ciclo e alta nelle fasi negative del ciclo. Tutto ciò porta ad affermare che queste misure di connettività "non sono utili previsori di situazioni di crisi, perché forniscono una stima distorta verso il basso del livello di rischio sistemico fino a quando non si verifica un eccesso di volatilità nel mercato".

Per ottenere misure utilizzabili come indicatori preventivi è stato pro-

38) Billio M. e Pelizzon L., Misure econometriche di connettività e rischio sistemico nei settori finanziario e assicurativo europei, SYRTO Working paper Series, n. 10/2014. Sul punto cfr. anche Simonetti G., La network analysis e il rischio sistemico, in www.finriskalert.it.

39) Il CoVaR è stato proposto da Adrian T. e Brunnermeier M., CoVaR, Unpublished Working Paper, 2010. Il SES da Acharya V., Pedersen L.H., Philippon T. e Richardson M., Measuring systemic risk, Unpublished Working Paper, University of New York, 2011. Il DIP da Huang X., Zhou H. e Zhu H., Systemic risk contribution, Unpublished Working Paper, 2011-08, Board of Governors of the Federal Reserve System.

posto un approccio basato sull'applicazione di *test* di causalità alla Granger⁴⁰; approccio che consente di rappresentare il grado di correlazione all'interno del sistema finanziario in modo non condizionato, cioè non dipendente dal verificarsi di determinati eventi quali le perdite significative contemporanee delle istituzioni. Inoltre, l'utilizzo di *test* alla Granger consente di identificare le relazioni che intercorrono fra le istituzioni e la loro direzionalità, in modo da valutare quale istituzione influenzi un'altra, la reciprocità degli effetti e quale settore finanziario (bancario, assicurativo, *hedge fund* e *broker*) è più soggetto a dare origine a eventi che si possano facilmente propagare ad altri segmenti e quindi riguardare l'intero sistema.

40) I test di causalità alla Granger sono test d'ipotesi statistica utili ad identificare un nesso di causalità basato sul reciproco potere previsionale di due serie storiche. In altri termini, la serie storica *j* si dice che causa nel senso di Granger una seconda serie storica *i* se i valori storici contengono informazioni utili a predire in modo più preciso il comportamento di *i* rispetto a quanto ottenibile sui soli dati storici di *i* stessa.

