

IL RISPARMIO REVIEW

4

Anno LIX - n. 4 ottobre - dicembre 2011

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 REVIEW***

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 Review saranno segnalati nelle bibliografie ECONLIT e E-JEL.

IL RISPARMIO

REVIEW

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 (ACRI, 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*

4

Anno LIX - n. 4 ottobre - dicembre 2011

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



Redazione:
Piazza Mattei, 10 - 00186 Roma
Tel. 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.23
elisabetta.boccia@acri.it
www.ilrisparmioreview.it
www.acri.it

Autorizzazione Tribunale di Roma N. 264/2000
del 20 giugno 2000

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

87ª GIORNATA MONDIALE DEL RISPARMIO

Il risparmio per la crescita economica e sociale

87th World Thrift Day

Savings for economic and social growth

Gli interventi di:

GIUSEPPE GUZZETTI

7

GIUSEPPE MUSSARI

25

MARIO DRAGHI

37

GIULIO TREMONTI

49

ARTICOLI

CORRADO BALDINELLI

I confidi nel nuovo contesto: opportunità e vincoli

Mutual Guarantee Institutions in the new scenario: chances and limits

61

STEFANIA FUNARI

I “vincitori in etica”: valutazione multicriteriale
di fondi socialmente responsabili

*The “winners in ethics”: multicriteria evaluation
of socially responsible funds*

79

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

BOOK REVIEWS

a cura di Elisabetta Boccia

121

**87^a GIORNATA MONDIALE
DEL RISPARMIO**

87th World Thrift Day

Il risparmio per la crescita economica e sociale

Savings for economic and social growth

Roma, 26 Ottobre 2011

GIUSEPPE GUZZETTI

*Presidente dell'Acri
Associazione delle Fondazioni e delle Casse di Risparmio SpA*

*Chairman of the Acri
Association of Foundations and Savings Banks*

La missione di chi opera nel credito è nella sua essenza quella di trasformare il risparmio in fattore di sviluppo economico e sociale. Quando la finalità di servizio per la comunità non è lo stimolo centrale dell'operatività, allora vuol dire che siamo pienamente nel campo della patologia economica. La volontà da parte delle banche italiane di seguire questo tracciato è confermata dall'esperienza recente. Le Fondazioni hanno sempre fatto la loro parte, cercando il giusto equilibrio fra la tutela dei propri patrimoni e la solidità delle banche partecipate. Mantenere l'investimento nelle banche italiane – e se necessario rafforzarlo, nella misura del possibile – è nell'interesse del Paese e delle stesse Fondazioni, perché banche più forti e competitive possono meglio sostenere l'economia reale, tutelare adeguatamente i risparmiatori e dare maggiori dividendi. In merito, poi, alle erogazioni delle Fondazioni, anche se negli ultimi due anni hanno perso il loro trend di crescita, al netto dell'inflazione rispetto al 2000 sono aumentate di circa il 10% e il valore del patrimonio è stato più che conservato: dal 1992 a oggi, al netto dell'inflazione, è cresciuto del 45%, con un incremento medio annuo composto del 2,2%.

PAROLE CHIAVE: BANCHE • CRESCITA • RISPARMIATORI • PROGRESSO ECONOMICO E SOCIALE • CRISI

The mission of those working in credit is in essence to transform savings into a factor of economic and social development. When the purpose of community service is not the driving force behind action, then there is something fundamentally flawed in the economy. The willingness of Italian banks to follow this line of thinking is confirmed by recent experience. Foundations have always done their part, seeking the right balance between the protection of their assets and the soundness of their investee banks. Holding their investments in Italian banks - and increasing them as far as possible - is in the interest of the country and of the Foundations themselves, because stronger and more competitive banks can better support the real economy, adequately protect investors and give more dividends! As regards donations by Foundations, although in the last two years they stopped growing, they have increased by about 10% since 2000, adjusted for inflation, while the value of the Foundations' net assets have even grown: in fact, since

1992 net assets adjusted for inflation have grown by 45%, with an average annual compound rate of 2.2%.

KEYWORDS: BANKS • GROWTH • INVESTORS • ECONOMIC AND SOCIAL PROGRESS • CRISIS

Gentili Signore e Signori,
in qualità di Presidente dell'Acri, l'associazione che rappresenta le Fondazioni di origine bancaria e le Casse di Risparmio Spa, do il benvenuto a tutti i presenti ringraziando per aver accolto l'invito a partecipare a questa ottantasettesima edizione della Giornata Mondiale del Risparmio.

Ringrazio per la loro partecipazione il Ministro dell'Economia e delle Finanze, on. prof. Giulio Tremonti, e il prof. Mario Draghi, che per l'ultima volta partecipa a questo incontro in qualità di Governatore della Banca d'Italia. A lui un caloroso augurio per la responsabilità di Presidente della Banca Centrale Europea che si appresta ad assumere: un compito decisamente impegnativo in questa particolare contingenza storica. Infine, saluto e ringrazio l'avv. Giuseppe Mussari, che partecipa a questa Giornata Mondiale del Risparmio in qualità di presidente dell'Abi.

Prima di iniziare questa nostra Giornata desidero porgere le mie più vive congratulazioni al dottor Ignazio Visco, che già fra qualche giorno guiderà la Banca d'Italia. A lui un augurio sentito e sincero per il lavoro di Governatore, che si accinge a svolgere.

Signore e Signori,
quando ci ritrovammo lo scorso anno in questa sala eravamo pervasi da cauto ottimismo. Dopo il grave arretramento registrato nel 2009 i tassi di crescita stavano tornando positivi in misura apprezzabile e con poche eccezioni tra i paesi di qualche rilievo. Nel complesso il consuntivo per l'intero 2010 si prospettava superiore alle previsioni formulate qualche mese prima. In un tale contesto non mancava chi riteneva giustificato pensare che fosse cominciato un graduale supe-

ramento della più grave crisi economica degli ultimi 60 anni. Lo scenario economico internazionale con cui oggi ci confrontiamo ha tonalità decisamente meno favorevoli. L'ultimo aggiornamento delle previsioni economiche messo a punto dalle maggiori istituzioni internazionali lascia intravedere un ridimensionamento delle dinamiche di sviluppo per l'anno in corso e per il 2012 (in misura significativa soprattutto per l'area euro). Nell'esaminare queste previsioni ciò che colpisce non è soltanto la riduzione dei tassi di crescita attesi, ma anche la constatazione che dal rallentamento non sono esenti quei paesi che finora hanno svolto un ruolo di traino fondamentale (mi riferisco sia alla Germania sia a paesi come Cina e India). Uno scenario preoccupante che, salvo poche eccezioni, si combina con la constatazione che il recupero dei livelli pre-crisi è ancora largamente incompleto sotto molti profili, ma soprattutto sul versante dell'occupazione.

Anche alla luce degli eventi di cui siamo testimoni in queste settimane, dobbiamo ammettere una dura verità: siamo ancora lontani sia dall'obiettivo di una crescita globale "intensa, equilibrata, sostenibile" sia dall'obiettivo di un soddisfacente funzionamento del circuito finanziario internazionale.

È difficilmente contestabile che la reazione attivata all'indomani della crisi scoppiata a metà 2007 abbia conseguito qualche risultato positivo; risultati comunque inadeguati rispetto alla gravità della crisi. Il sostegno fornito dai bilanci pubblici ha dato stimoli al recupero delle economie, e un collasso del sistema finanziario internazionale è stato evitato. Grazie a questa "terapia d'urgenza" la fase di arretramento economico, per quanto di grande intensità, è risultata di durata complessivamente contenuta e non si è trasformata in qualcosa di simile a quanto visto negli anni della Grande Depressione.

Questa "terapia d'urgenza" non ha ovviamente fornito le necessarie risposte strutturali, né sul terreno economico né su quello finanziario. Diversamente dal passato, questa volta non si tratta di adattare vecchi equilibri alle importanti novità proposte dalla crisi; si tratta piuttosto di rendere funzionante un ordine economico-finanziario globale largamente nuovo. L'accresciuta interdipendenza delle economie e

l'assetto pienamente multipolare dell'economia mondiale stentano a trovare modalità di funzionamento che siano apertamente accettate sia da parte dei paesi che da tempo hanno raggiunto uno sviluppo economico avanzato sia da parte delle nazioni che solo in questi anni hanno acquisito un posto di rilievo nell'economia globale. Senza adeguate rinunce e concessioni, senza la messa a punto di nuove forme di cooperazione tra le diverse aree economiche - e all'interno di esse tra paesi in difficoltà e paesi più solidi- il sistema economico mondiale non riuscirà a ritrovare un profilo di sviluppo sostenibile.

Quanto tempo sia necessario per completare questo processo è domanda cui è difficile rispondere. L'intensità del lavoro di questi mesi ha consentito di compiere importanti passi in avanti, di individuare con più precisione i nodi da sciogliere, di avvicinare in molti casi il momento di una loro positiva soluzione. Ma lo scenario prima rapidamente delineato ci parla di un lavoro ancora largamente incompleto.

Se si guarda all'Europa è particolarmente evidente il molto che è stato fatto, ma altrettanto evidente è la gravità dei problemi ancora irrisolti. La crisi ha sottolineato ripetutamente e con forza che la debolezza dell'Unione Economica e Monetaria è in misura non secondaria legata alla profonda asimmetria tra la parte "monetaria" e la parte "economica", con la prima largamente completata e la seconda invece ancora in larga parte da costruire.

Si tratta di un nodo non facile da sciogliere perché, come avvenuto per la politica monetaria, anche nel caso della gestione dei bilanci pubblici la soluzione deve necessariamente prevedere una cessione di sovranità decisionale a favore di istituzioni comunitarie. Questo passo è tanto più necessario all'indomani di una crisi che sul terreno dei conti pubblici ha lasciato un'eredità particolarmente pesante: 22 dei 27 paesi dell'Unione Europea hanno registrato nel 2010 un disavanzo superiore al 3%; in un solo triennio nell'area euro il rapporto debito pubblico/Pil è salito di quasi venti punti percentuali, arrivando in tutti i paesi su livelli prima impensabili.

Come nel caso della politica monetaria, si tratta di costruire organismi che possano garantire efficacia d'intervento ma anche spazi di confronto: obiettivo difficile in tempi "normali", ma ancor di più in fasi come queste che stimolano la crescita dei particolarismi nazionali. È un cammino che si deve necessariamente percorrere a tappe, con un paziente consolidamento dei risultati raggiunti. Nel marzo scorso il Consiglio europeo ha approvato un radicale ampliamento degli spazi d'intervento nella gestione dell'economia a livello continentale. L'obiettivo dichiarato è quello di rafforzare il Patto di stabilità e crescita, finora rivelatosi poco efficace tanto sotto il profilo della sorveglianza degli squilibri macroeconomici quanto sotto quello dello sviluppo. Al termine di un serrato confronto tra istituzioni e governi si è giunti a mettere a punto provvedimenti che sul terreno della disciplina dei bilanci pubblici consentono un sostanziale rafforzamento sia dell'azione preventiva sia di quella correttiva.

I tempi richiesti a Bruxelles per mettere a punto nuove regole di governo delle economie sono spesso eccessivi se confrontati con le tensioni che hanno ripetutamente interessato il mercato dei debiti sovrani. La denuncia di ritardi e carenze non è peraltro riservata solo all'azione delle istituzioni europee, ma spesso riguarda la generalità delle istituzioni internazionali. Si tratta di una contestazione fondata.

Mi auguro che il problema venga presto affrontato e risolto. È importante però che nel frattempo questa questione non diventi lo schermo dietro cui nascondere un problema di non minore gravità che non riesce a trovare un posto adeguato nell'agenda delle priorità politiche. Intendo riferirmi alla necessità di ricondurre la finanza, e dunque la gestione del risparmio, alla sua funzione positiva, che in parole chiare e semplici si può così riassumere: contribuire ad attenuare e a risolvere le difficoltà dell'economia reale, non determinare una loro esasperazione; creare valore per l'intera comunità, non extra-profitti per esperti di speculazione.

Non intendo con queste parole biasimare il gestore di portafoglio che quando percepisce un appannamento delle prospettive di sviluppo di un'azienda o quando comincia ad avere dubbi sulla solvibilità futura

di un paese procede a un alleggerimento della sua esposizione. Questo gestore, che opera ad esempio per conto di un ente di previdenza o di un'assicurazione, con la sua azione mira a preservare il valore del patrimonio che gli è stato affidato, un patrimonio riconducibile a una moltitudine di lavoratori o pensionati.

Il mio ragionamento è invece indirizzato verso quegli operatori collettivi che mirano a raggiungere risultati finanziari in un'ottica di tempo breve, spesso brevissimo. Tra essi mi riferisco, in particolare, a quelle istituzioni che la pubblicistica ufficiale chiama collettivamente "sistema finanziario ombra", un'espressione che sottolinea come la scarsa trasparenza sia una caratteristica essenziale di questi operatori. Queste istituzioni, pur intervenendo ampiamente nei mercati finanziari, sfuggono a gran parte dei vincoli regolamentari cui sono sottoposte altre istituzioni finanziarie come ad esempio le istituzioni creditizie. Tipico di questi operatori è l'ampio ricorso a contratti derivati e a strumenti finanziari caratterizzati da un'elevata leva finanziaria: un'operatività che contribuisce spesso in modo decisivo ad esasperare le fasi di ribasso o di rialzo dei mercati.

Secondo una stima diffusa da tempo, il volume di operazioni riconducibile al "sistema ombra" è analogo a quello del sistema regolamentato: una valutazione che oggi è probabilmente errata per difetto. Una definizione realistica di "sistema ombra" dovrebbe peraltro essere allargata alle emanazioni societarie (anch'esse niente affatto trasparenti) che nei paesi anglosassoni realizzano l'attività fuori bilancio di importanti gruppi finanziari.

Non voglio certo demonizzare la finanza o gli strumenti messi a punto in questo settore dal processo di innovazione. Né tantomeno l'uso dei derivati i quali possono fornire un'efficace copertura a fronte di movimenti futuri indesiderati dei tassi d'interesse, delle valute o dei prezzi di determinati beni. Il ricorso ai derivati consente agli operatori economici di rendere più solido lo sviluppo futuro della loro attività.

Pochi, però, sono disposti a credere che questa sia la finalità unica degli oltre 500miliardi di dollari di contratti segnalati dalle statistiche ufficiali o che questa finalità possa giustificare una crescita di

quasi l'80% registrata nell'arco dell'ultimo quinquennio. In un contesto finanziario sempre più interconnesso l'attività di questi soggetti che operano in maniera per nulla regolata e poco trasparente è fonte di fenomeni fortemente destabilizzanti, con conseguenze che gli eventi del 2007-08 hanno dimostrato in tutta la loro gravità.

All'indomani dell'avvio della crisi è stato aperto un cantiere destinato a riscrivere le parti della normativa finanziaria internazionale dimostratesi più fragili. Alla fine dello scorso anno questo cantiere ha concluso i suoi lavori consegnando un progetto di riforma finalizzato al conseguimento di un sostanziale rafforzamento del sistema bancario internazionale.

Si tratta di un progetto che richiede agli operatori del credito un impegno rilevante sia nella fase di avvio sia nella gestione successiva.

Se il lavoro di riforma degli organismi internazionali si fermasse qui non potremmo, però, dirci né soddisfatti né tranquilli. Alla rete regolamentare continuerebbe ancora a sfuggire una parte troppo importante dell'attività finanziaria non bancaria. Si deve provvedere a sanare lacune normative da tempo individuate, ma al tempo stesso deve cessare l'applicazione colpevolmente debole che alcuni paesi fanno delle regole esistenti. Si devono chiudere i buchi nella rete regolamentare, ma si deve anche controllare che tutti "chiudano il cancello". Se l'impegno delle banche centrali non riceve dalla politica un costante e sincero incoraggiamento, le aspettative di una rifondazione strutturale rimarranno deluse e il distorto funzionamento del circuito finanziario si proporrà periodicamente come endemico fattore di instabilità.

Per nostra fortuna le banche italiane sono estranee a questi fenomeni. Per nessuna delle banche italiane è stato necessario mettere a punto un intervento pubblico di salvataggio come invece avvenuto in Europa per quasi cinquanta istituzioni creditizie, tra cui molte di grande dimensione. La necessità di rimediare i guasti prodotti da alcuni istituti ha penalizzato fortemente il sistema economico di numerosi paesi. Ma questo non è stato il caso dell'Italia.

Di questa favorevole condizione dobbiamo ringraziare chi, in questo Paese, ha contribuito a diffondere e a difendere una visione decisamente “alta” del ruolo della banca. Mi riferisco a quanti in questi anni hanno gestito i nostri istituti di credito ma anche, ovviamente, alla saggia azione di guida e di controllo della Banca d’Italia. Il ringraziamento deve essere esteso anche a chi nei decenni passati ha gettato il seme di questa cultura. In proposito sono molti i nomi che dovrei citare. Mi limito a Luigi Einaudi, di cui tra pochi giorni ricorre il cinquantenario della morte (30 ottobre 1961). I meriti acquisiti da Einaudi nei molteplici ruoli ricoperti - economista, primo Governatore della Banca d’Italia nel dopoguerra, salvatore con De Gasperi della Lira in quei difficilissimi anni, ministro, presidente della Repubblica - sono assolutamente noti perché sia necessario ricordarli qui ancora una volta.

Il mondo con cui Einaudi si confrontava era profondamente diverso dall’attuale. La missione di chi opera nel credito rimane nella sua essenza quella di trasformare il risparmio in fattore di sviluppo economico e sociale. Abbiamo scelto questo tema “antico” come centro della riflessione di questa Giornata Mondiale del Risparmio perché - da sempre - siamo convinti che nella vicenda finanziaria dobbiamo trovare - sempre - una traccia chiara di questo percorso: quando la finalità di servizio per la comunità non è lo stimolo centrale dell’operatività, allora vuol dire che siamo pienamente nel campo della patologia economica.

La volontà da parte delle banche italiane di seguire questo tracciato è confermata dall’esperienza recente. Le statistiche della Banca d’Italia testimoniano che anche nei momenti più difficili della crisi le imprese hanno trovato nelle banche un interlocutore attento. La linea che descrive la dinamica economica del nostro Paese è scesa a lungo nella parte negativa del grafico; la linea che illustra l’andamento del credito alle imprese di minore dimensione (la parte più vulnerabile di ogni sistema produttivo) è scesa in territorio negativo solo a cavallo fra il 2009 e il 2010, tra l’altro in misura molto contenuta. Non è stato spesso così nel resto dell’Europa.

Nel nostro Paese i nove decimi del finanziamento esterno che affluisce alle imprese proviene dalle banche. Al contempo due terzi dell'attivo totale delle banche sono costituiti da prestiti, dei quali poco oltre la metà rivolti a imprese e famiglie produttrici. Questi numeri letti tutti insieme esprimono un chiaro messaggio: il ruolo delle banche è centrale nel sistema produttivo del nostro Paese e il loro indebolimento può avere su di esso riflessi molto seri.

Del ruolo centrale che le banche hanno avuto ed hanno per la crescita delle imprese in Italia è bene che i nostri concittadini siano consapevoli. Colpisce, infatti, come, pur attribuendo al risparmio un importante ruolo per la vita personale, non ne apprezzino parimenti le virtù pubbliche, con solo il 24% degli Italiani che lo ritiene fondamentale per la crescita economica di una nazione.

Ieri abbiamo presentato i risultati dell'indagine che realizziamo ogni anno con Ipsos, da undici anni a questa parte, su "Gli Italiani e il Risparmio". Ne emerge un quadro significativo della situazione che stiamo vivendo. Gli Italiani continuano ad avere una forte propensione al risparmio: il 44% (era il 41% nel 2010) non riesce proprio a vivere tranquillo senza mettere da parte qualcosa, mentre un altro 44% risparmia se ciò non comporta troppe rinunce. Questo vuol dire che nel nostro Paese il numero dei potenziali risparmiatori è altissimo, ma pochi riescono a risparmiare sul serio: sono il 35%, una percentuale significativa, ma sono in aumento coloro che pensano di non riuscire a risparmiare nel prossimo anno come in passato, raggiungendo quota 42% (era il 36% nel 2010).

Sulla volontà di risparmiare convergono vari elementi: il desiderio di ricostruire le proprie scorte per dare maggiore sicurezza all'avvenire, il timore per l'incertezza sul futuro economico personale e del Paese, insieme alle preoccupazioni circa il proprio reddito dopo la pensione. E i preoccupati per il futuro dopo la pensione in dieci anni sono cresciuti dal 38% all'80%. Inoltre i nostri concittadini pensano che risparmiare abbia una valenza etico-pedagogica e che educi a un consumo più responsabile e sostenibile.

Dunque, nel nostro Paese il risparmio è senz'altro una virtù, finanche una necessità privata, per gli effetti positivi che gli Italiani vedono su di sé e sulla propria famiglia. Dovremmo, tutti noi, contribuire affinché vedano e comprendano meglio gli effetti positivi che il buon impiego del risparmio ha avuto, e continua ad avere, sull'economia italiana, grazie a banche che hanno prevalentemente svolto un corretto esercizio del credito, senza indulgere alla speculazione, di cui tanti episodi si sono invece registrati all'estero.

Se il risparmio ha questa funzione decisiva e positiva per lo sviluppo del nostro Paese e se gli Italiani hanno una grande propensione al risparmio (complessivamente sono l'88% quelli che risparmierebbero volentieri, ma solo il 35% riesce a farlo) occorre che il Governo e le istituzioni definiscano e realizzino politiche di crescita che possano raggiungere una serie di obiettivi positivi e virtuosi: consentire, appunto, alle famiglie di poter risparmiare, abbattere il debito pubblico, dare maggiore competitività internazionale al nostro sistema di imprese, maggiori investimenti, più occupazione, un futuro meno incerto per i giovani. I dati sulla disoccupazione giovanile, sulla precarietà dei posti di lavoro loro destinati pongono il problema dell'occupazione dei giovani al centro di ogni impegno del Governo e delle istituzioni. Dobbiamo tornare a crescere!

Le nostre sono banche solide. L'opportunità di mantenere "alta la guardia" ha indotto molti istituti di credito a procedere già nella prima fase dell'anno sia al reintegro di gran parte della raccolta prossima alla scadenza sia al perfezionamento di importanti operazioni di ricapitalizzazione. Gli inviti rivolti in più occasioni dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e dalla Banca d'Italia ad accelerare le decisioni hanno avuto in molti casi un ruolo importante nel superare resistenze di varia natura.

Sono quotidiani gli appelli delle autorità internazionali e nazionali a rafforzare il sistema bancario. I governanti europei dovrebbero certo prendere decisioni rapide e coerenti per uscire dalla crisi. Ma chi ci ammonisce da oltreoceano non dovrebbe dimenticare che la crisi è nata negli Stati Uniti a causa delle aziende finanziarie che per anni

hanno agito fuori da ogni regola e da ogni controllo, con la conseguenza di aver punito i cittadini americani e innescato la crisi mondiale. Ancora oggi queste aziende finanziarie e creditizie sono tornate a operare come prima della crisi: invocano controlli rigorosi per gli altri ma non per sé, con l'intento di agire fuori da ogni regola come hanno fatto nel passato.

Si dice che le banche in Europa sono in difficoltà. A Basilea 3 non ancora pienamente attuata si vogliono aggiungere le regole di Basilea 4. Ma di quali banche stiamo parlando? Altri paesi e non l'Italia hanno immesso ingenti risorse pubbliche per salvare le loro banche, ricapitalizzandole: la Gran Bretagna 295 miliardi di euro, la Germania 282, la Francia 141, l'Irlanda 117, la Spagna 98, nel periodo tra l'ottobre 2008 e il dicembre 2010. Come ho già detto questo non è accaduto in Italia: i 4 miliardi di euro utilizzati per rinsaldare qualche banca erano prestiti dello Stato – i ben noti “Tremonti Bond”, messi a disposizione dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – già quasi interamente restituiti. È un chiaro segno che le nostre banche non erano e non sono nelle condizioni di crisi delle altre banche europee.

Sarebbe auspicabile che quando si parla di banche si facesse un riferimento preciso a quali banche i richiami sono indirizzati. Per chiarire, vorrei citare un esempio emblematico. Un'importante banca straniera ha superato, ripetutamente, numerosi stress test, ma poi ha dovuto essere salvata dai governi dei paesi interessati. Dov'è l'arcano? Sta nella insufficiente patrimonializzazione di questa banca e nei prodotti tossici, i più rischiosi e speculativi, nei quali essa aveva investito. Si introducano, dunque, regole più dure e restrittive; non vorremmo, però, che si proseguisse come per la vicenda di quella e di tante altre banche non italiane, che per brevità non elenco, le quali continueranno a superare i controlli ma andranno in fallimento e, con la loro crisi, trascineranno anche le banche sane. In Italia questo non è accaduto perché le nostre banche non si sono avventurate nelle praterie sconfinate e senza regole della speculazione finanziaria.

Una parola sulla crisi della Grecia. Dov'è collocata la maggior parte dei titoli pubblici greci? Nelle banche francesi e tedesche. È allora

abbastanza comprensibile che, dettando le regole per l'uscita dalla crisi della Grecia, Germania e Francia vorranno penalizzare il meno possibile il proprio sistema bancario; salvo poi litigare tra di loro, che è quanto sta accadendo in queste ore di fronte ai nostri occhi e al mondo intero. Allora, vogliamo dire chiaramente che non possono essere introdotte regole che valgono tanto per le nostre banche commerciali, o come si diceva un tempo in modo spregiativo banche tradizionali, quanto per le banche d'affari anglosassoni?

Protagoniste importanti del processo di rafforzamento patrimoniale delle banche italiane sono state molte Fondazioni, che hanno sottoscritto interamente la quota di pertinenza degli aumenti di capitale. E a chi vuol ragionare con serenità risulta immediatamente evidente che la disponibilità delle Fondazioni ad onorare pienamente il loro mandato di investitori di lungo termine conferisce stabilità all'intero sistema bancario. Un dato tanto più importante alla luce sia della cronica scarsità in Italia di investitori stabili sia dell'assoluta assenza in questa fase di altri investitori (in Italia e all'estero) interessati alla carta bancaria.

Le Fondazioni hanno sempre fatto la loro parte, cercando il giusto equilibrio fra la tutela dei loro patrimoni e la solidità delle banche partecipate. Nonostante fondamentali spesso più solidi di quelli di istituti di altri importanti paesi Ue e un livello di adempimento delle severe richieste di Basilea 3 già piuttosto avanzato, i titoli delle banche italiane sono stati posti, però, lungamente sotto pressione da parte dei mercati. Le cause sono state individuate nel loro pesante carico di titoli di Stato italiani, e quei titoli stanno scontando con particolare, e ritengo non pienamente giustificata, asprezza l'alto debito dell'Italia.

Non mi addentro nella disamina del problema, anche se ritengo che nel nostro Paese si sottovaluti troppo spesso l'enorme peso del debito pubblico, che è la vera, enorme palla al piede di tutta la sana economia produttiva, in quanto innesta un circuito vizioso che comporta innanzitutto un'elevata pressione fiscale sulle imprese e sui cittadini e che non è certo un fattore competitivo nel confronto con gli altri paesi.

Riporto, invece, il discorso sulle nostre Fondazioni. Alcuni ne vaticinano l'imminente crisi e molti la temono. Allora è bene qui fare chiarezza, affinché gli eventuali timori siano opportunamente circoscritti.

Il patrimonio: le Fondazioni sono investitori di lungo periodo, lo abbiamo già detto. I loro investimenti nelle banche, dunque, non sono destinati ad essere dismessi in questo momento, perciò le perdite sul patrimonio al momento sono solo potenziali. Osservo che la quasi totalità delle quotazioni di Borsa ha subito un importante ridimensionamento, in Italia come altrove. Mantenere l'investimento nelle banche italiane – e se necessario rafforzarlo, nella misura del possibile – è nell'interesse del Paese e delle stesse Fondazioni: banche più forti e competitive possono meglio sostenere l'economia reale, tutelare adeguatamente i risparmiatori e dare maggiori dividendi!

Le erogazioni: la missione delle Fondazioni è quella di sostenere la cultura, l'arte, l'ambiente, la formazione, la ricerca, e – soprattutto in questo momento - il sociale, il sociale e ancora il sociale. Esse svolgono questa missione spendendo gli utili che derivano dall'investimento dei loro patrimoni. Non si deve, dunque, confondere tra investimenti ed erogazioni, ovvero tra gestione del patrimonio e distribuzione filantropica dei proventi. Peraltro, è vero che stiamo vivendo ormai da tempo una fase economica molto difficile, della quale il rendimento del patrimonio investito chiaramente risente, anche se finora l'investimento nelle banche ha reso più di quello effettuato in altri campi. Le erogazioni, dunque, potrebbero risentire dello scenario economico-finanziario negativo; ma, innanzitutto, attenderei i consuntivi d'esercizio, visto che negli anni più recenti, nonostante le difficoltà, siamo riusciti a mantenere le nostre erogazioni a un buon livello – sia nel 2009 che nel 2010 sopra il miliardo e trecento milioni di euro – anche grazie all'utilizzo di risorse accantonate negli anni precedenti, proprio per dare continuità all'attività erogativa nei periodi più difficili. Parte di queste risorse a suo tempo accantonate è tuttora disponibile.

Vogliate, però, lasciarmi anche dire che alcuni opinionisti del nostro Paese spesso soffrono di sindrome di "fine storia" e ogni cambiamento sembra nascondere dietro di sé una catastrofe definitiva. Cre-

do che, invece, dovremmo accostarci al tema dei rendimenti delle Fondazioni, e quindi delle risorse che esse possono spendere per la collettività, con maggiore serenità, osservando onestamente i dati. È vero, negli ultimi due anni, 2009 e 2010, le erogazioni hanno perso il loro trend di crescita attestandosi a livelli inferiori a quelli del periodo 2006-2008, ma bisogna anche dire che nel 2010 esse sono comparabili all'ammontare erogato negli anni immediatamente precedenti e che, in ogni caso, rispetto al 2000, anno dell'entrata in vigore della Legge "Ciampi", le erogazioni, al netto dell'inflazione, sono superiori di circa il 10%. Il valore del patrimonio delle Fondazioni, a sua volta, è stato più che conservato. Dal 1992 a oggi è passato da 23 a 50 miliardi di euro: ciò vuol dire che, al netto dell'inflazione, è cresciuto del 45%, con un incremento medio annuo composto del 2,2%.

Cosa mostrano questi dati? Credo dimostrino che abbiamo dato vita a un'esperienza in gran parte inedita nello scenario internazionale: un'esperienza senz'altro positiva, fondamentale per la cultura della sussidiarietà in questo Paese ed essenziale per il sostegno al terzo settore, al di là di oscillazioni anche significative delle risorse erogate. Non senza orgoglio aggiungo che abbiamo trasformato un'incerta privatizzazione in una straordinaria opportunità di sviluppo per il Paese: per le nostre comunità abbiamo moltiplicato una ricchezza che quelle stesse comunità avevano generato e abbiamo fatto sì che, contemporaneamente, ne derivassero progetti, servizi, iniziative capaci di aggiungere qualità alla vita dei cittadini, in termini di sviluppo sociale, culturale e civile.

Voglio inoltre dire che crescono gli investimenti del patrimonio delle Fondazioni in settori e verso soggetti le cui caratteristiche operative e qualitative sono armonici e funzionali con quelle proprie della loro missione, rafforzando così l'attività istituzionale con impieghi che vanno dai fondi etici in edilizia sociale e ricerca alle iniziative per lo sviluppo, in particolare tramite la Cassa Depositi e Prestiti, e per l'infrastrutturazione dei territori, attraverso F2i, fino all'investimento nelle stesse banche che, lo abbiamo detto, sono centrali per la struttura economica dell'Italia.

Per concludere: in un mare indubbiamente agitato le nostre banche sembrano navigare in modo soddisfacente. Le difficoltà ci sono, ma ci sono anche le capacità e le risorse per farvi fronte. E il rigore della sana e prudente gestione bancaria italiana meriterebbe ben diversi corsi borsistici. Le banche italiane sono tutte in forte concorrenza fra loro e, quindi, sanno rispondere in modo competitivo alle richieste delle imprese di ogni genere, natura e dimensione, purché sane, corrette e trasparenti. L'accesso al credito è rimasto e rimane aperto, sia per il mondo delle imprese che per quello delle famiglie.

Peraltro, come per l'Europa anche per l'Italia non è più rinviabile il momento della definizione di un disegno complessivo di sistema che individui le opportunità di crescita all'interno del nuovo scenario globale, superando le resistenze di chi coltiva l'illusione che si possa passare attraverso processi di trasformazione epocale come l'attuale senza esserne coinvolti. Le istituzioni bancarie e finanziarie possono seriamente contribuire a rendere questo progetto effettivamente percorribile, ma solo se non dimenticano di assumere il progresso economico e sociale come riferimento per le loro scelte.

Ieri sera sono arrivate notizie da Bruxelles, da cui trapela che qualche autorità sta pensando di definire criteri di svalutazione degli investimenti che le nostre banche hanno fatto acquistando bond pubblici italiani o finanziando enti pubblici. Ecco, parlando a nome delle Fondazioni che sono azioniste di molte banche, ma anche come cittadino, sottolineo che, dopo i grandi sacrifici che abbiamo fatto in qualità di investitori, se ancora una volta dovessero essere prese misure che penalizzano le nostre banche ognuno deve sapere preventivamente che si assume la responsabilità di mettere a rischio il sistema bancario italiano: quel sistema di cui vi ho fornito alcuni dati che evidenziano una diversità sostanziale rispetto alle banche degli altri paesi europei. Io sono convinto che le autorità di governo, le autorità monetarie – in questo rinnovo l'augurio sincero e calorosissimo al nuovo Governatore della Banca d'Italia – finalmente, per la prima volta, facciano tutto sistema, affinché non veniamo ancora una volta penalizzati rispetto al resto del mondo.

Un paio di secoli addietro le Casse di Risparmio e le Banche del Monte seppero ben accompagnare il nostro Paese in quella criticissima fase di passaggio dalla civiltà agricola a quella industriale, chiamata appunto “rivoluzione” industriale. Sono certo che le odierne banche, che ne sono le eredi – le Banche di Credito Cooperativo, le Banche Popolari, le Casse di Risparmio, le tre grandi Banche che stanno ai vertici del nostro sistema bancario – in questa nuova occasione non saranno da meno. Perciò se nel caso di altri sistemi bancari forse si devono costruire le condizioni perché questo ruolo di sostegno venga opportunamente svolto, nel caso del nostro Paese è l’esperienza passata a fornirci solide garanzie di successo.

Il Paese reale, che lavora e si sacrifica, è pronto a fare la sua parte, come l’ha fatta nel ricostruire l’Italia dopo la guerra e nei momenti più difficili attraversati in questi circa settant’anni di storia. Attende solo che chi ha la responsabilità del Governo faccia scelte adeguate alla gravità della crisi, che consentano di esprimere appieno questo potenziale.

Vi ringrazio per l’attenzione.

GIUSEPPE MUSSARI

*Presidente dell'ABI
Associazione Bancaria Italiana*

*Chairman of the ABI
Italian Banking Association*

Le banche italiane sono convinte di aver impiegato bene una parte dei propri attivi nei titoli pubblici di un grande paese, un Paese che onorerà tutti i suoi impegni. L'Italia appare oggi come uno degli anelli deboli della costruzione dell'area euro. Non è così. Il nostro Paese presenta fondamentali solidi. La spesa corrente va severamente contenuta e urge riattivare il circolo virtuoso che va dal risparmio alla crescita e quindi nuovamente al risparmio. È questa la sfida da vincere. È vero che la crescita non si fa per legge, ma la legge può e deve creare un ambiente che favorisca la crescita.

PAROLE CHIAVE: BANCHE • CRISI • ECONOMIA • CRESCITA

Italian banks are convinced that they invested well part of their assets in government bonds of a great country, a country that will honor all its commitments. Italy is now one of the weak links in the construction of the euro area. Not so. Italy has sound fundamentals. Current expenditure must be severely limited and it is necessary to resume the virtuous circle that goes from savings to growth and then back to savings. This is the challenge to be overcome. It is true that growth does not take place by law but the law can and must create an environment that encourages growth.

KEYWORDS: BANKS • CRISIS • ECONOMY • GROWTH

Buongiorno. Signor Sottosegretario alla Presidenza del Consiglio, Signor Presidente dell'ABI, Signor Ministro dell'Economia, Signor Governatore della Banca d'Italia, signore e signori. Quanto esporrò, o tenterò di esporre, è frutto della riflessione del Comitato esecutivo dell'ABI del 20 ottobre 2010. Esso è quindi da considerarsi in tutto e per tutto il contributo dell'intera Associazione delle Banche Italiane all'86ª Giornata del Risparmio. Le banche italiane sono banche della e per l'economia reale, esse non hanno nessuna responsabilità in ordine agli squilibri che hanno determinato la crisi, non sono mai state attraversate dall'avidità che è stata all'estero la matrice fondamentale, unitamente all'illusione che il tempo si potesse comprimere e che i tempi di sviluppo e di produzione del reddito potessero essere com-

pressi all'infinito e oltre ogni logica. La crisi è nata negli Stati Uniti d'America per un insostenibile modello di sviluppo. Bisogna ritrovare velocemente un equilibrio tra manifattura e finanza, solo così la primavera è dietro l'angolo e l'inverno passerà. Ma la crisi ha rappresentato il momento più alto di tradimento del risparmio, una risorsa preziosa di cui oggi celebriamo l'86ª giornata mondiale. Il risparmio è la vera energia rinnovabile del nostro paese e le banche italiane lo hanno tutelato prima e durante la crisi al meglio. Valga un dato: negli ultimi sette anni, lo stock dei mutui retail nel nostro paese è raddoppiato ed è arrivato a una quota pari a 300 miliardi di euro. Ebbene, se consideriamo che la crisi negli Stati Uniti è nata dai mutui *subprime* e quindi dai prestiti sulle case, e lo paragoniamo a quello che noi abbiamo fatto pur raddoppiando quella grandezza, possiamo affermare oggi con assoluta serenità che la tutela del risparmio in relazione agli impieghi che le banche italiane hanno fatto negli anni anche in questo segmento è assolutamente evidente. Ma l'Italia complessivamente segna una rimarchevole distinzione rispetto ai paesi che hanno causato la crisi, e non solo per il sistema bancario, per il lavoro svolto dalle autorità di vigilanza e in particolare dalla Banca d'Italia e ancora di più per il governo debito pubblico in una fase difficilissima. Abbiamo attraversato la cruna di un ago e siamo stati, è stato il Ministro dell'Economia e i suoi collaboratori, e dobbiamo dirlo con chiarezza, bravi, perché poteva succedere molto, ma di molto peggio. E allora oggi che cosa ci lascia questa situazione? Qual è il precipitato pratico? Beh, noi dobbiamo coniugare tre questioni che non sempre in questo paese hanno trovato una declinazione comune: rigore, sviluppo, competizione globale. Senza rigore non c'è sviluppo, non c'è sviluppo serio e c'è il disastro. Non si può parlare di sviluppo se non si immagina di competere globalmente su tutti i mercati. C'è una relazione stretta di contemporaneità, non sono possibili fasi 1 e fasi 2, dobbiamo fare tutto quanto e tutto quanto insieme. Nella crisi le nostre banche sono entrate più solide delle altre e sono uscite più solide delle altre e l'hanno fatto perché il loro modo di fare banca è stato diverso dagli altri e oggi è singolare che il modo di fare banca delle banche italiane venga criticato in maniera così violenta, se mi consentite. Noi a queste critiche ieri abbiamo risposto senza iattanza, senza arroganza, ribadendo però un concetto, vogliamo continuare a fare quello che abbiamo fatto, vogliamo conti-

nuare ad essere banche dell'economia e per l'economia reale, perché questo siamo, questo è scritto nel nostro DNA. In questa fase di particolare valore è stata la funzione svolta dalle Fondazioni a beneficio della stabilità degli assetti proprietari, le Fondazioni hanno saputo svolgere la funzione fondamentale di investitori istituzionali, fattori di stabilizzazione e di supporto alle strategie di crescita e di sviluppo del settore bancario, esse hanno dimostrato di essere un *asset* fondamentale per il paese. Dentro la crisi, dentro la caduta del prodotto interno lordo le banche italiane, e se mi consentite l'ABI, e qui consentitemi altresì di ricordare il Presidente Faissola che ha governato l'ABI nella fase più difficile delle banche italiane privatizzate, e a lui va la mia stima più vera e più sentita e il mio saluto più affettuoso... bene, in quella fase le banche italiane hanno operato sia strutturalmente che congiunturalmente per attenuare la fase, e valgano dei dati: l'incremento del rischio creditizio dei finanziamenti al totale dei residenti risulta, dopo nove trimestri dal suo inizio, dall'inizio della crisi, a circa la metà di quello registrato nella stessa durata temporale durante la fase recessiva del '92-'93, nonostante la fase recessiva ultima sia di tre volte peggiore di quella precedente. Questo significa che nel tempo la nostra capacità di fare buon credito, i nostri sistemi di *scoring*, la nostra relazione con il territorio ci ha consentito di migliorare. Questo è un contributo fondamentale al paese in termini di stabilità, ma anche, consentitemi, un contributo in termini di innovazione. Sotto il profilo congiunturale, l'avviso comune, l'accordo con il Ministero dell'Economia fatto proprio da tutte le banche, ha significato per piccole e medie imprese italiane e famiglie 13 miliardi di liquidità in più, 230 mila domande, 67 miliardi di debito residuo, l'80% accolto, 24 mila domande da esaminare, solo il 2,8% non accolto, per le famiglie 3,7 milioni di mutui sospesi... abbiamo messo in piedi un enorme paracadute che ha rallentato la discesa nel momento più pericoloso della discesa. Abbiamo fatto altro. È con orgoglio che oggi diciamo che l'Italia, nell'ultimo biennio, è il paese che ha utilizzato più fondi BEI per le piccole e medie imprese, sono 25 mila le piccole e medie imprese che utilizzano questi fondi, 12.500 nell'ultimo biennio, quindi nell'anno della crisi. Continueremo a lavorare con la BEI, ma... e questo segnala la nostra diversità, cioè che nel periodo più difficile noi diventiamo il primo paese, rispetto alle PMI ad utilizzare questi fondi, è un

tema decisivo per il nostro operato, ma credo decisivo per l'equilibrio economico dell'Italia. La crisi è costata alle banche, nel biennio 2008-2010, 38 miliardi di euro in termini di perdite su crediti. Questi 38, 23 sono attribuibili all'eccezionalità del contesto macroeconomico. 23 miliardi sostenuti con i nostri patrimoni e con i nostri conti economici. Noi non abbiamo pubblicizzato le perdite. Ed è paradossale oggi essere orgogliosi di questo dato perché dice, beh, c'è un bancario che è orgoglioso di 23 miliardi di perdite. Ebbene sì, perché sfido chiunque a prevedere tre anni fa, quattro anni fa l'inclinazione della curva e quello che è successo, non avremmo fatto credito ovviamente a nessuno. L'orgoglio è aver retto a qualcosa di straordinario e di non prevedibile con le nostre forze. Altrove sono successe cose diverse, e questo si deve esclusivamente alla qualità e alla quantità dei nostri attivi. Oggi dobbiamo avere come banche e come associazione uno sguardo attento al futuro. Se la discesa è stata ripida, la salita deve essere il più ripida possibile, il tempo non gioca a nostro favore, noi dobbiamo recuperare quello che abbiamo perso nel tempo minore. Allora dal nostro punto di vista l'ottimizzazione delle reti di garanzia in Italia, che funzionano bene, che non hanno bisogno di stravolgimenti, ma che probabilmente possono funzionare meglio, rappresentano in questa fase un elemento fondamentale. Cosa ci lascia la crisi? Aziende con un *rating* peggiore, aziende da ristrutturare che hanno bisogno di nuova finanza per ripartire? Questi nuovi crediti assorbono più patrimonio alle banche dato il *rating* delle imprese, costano di più alle imprese data la loro situazione... lo strumento di garanzia attenua enormemente tutto ciò, consente di avere più disponibilità patrimoniali da parte nostra e più possibilità per le imprese di far fronte alle loro obbligazioni con le banche. Parleremo di questo con le altre associazioni di categoria, troveremo un equilibrio, ci confronteremo con il governo, con le autorità di vigilanza e siamo certi di trovare buon ascolto. Abbiamo partecipato al Fondo Italiano per l'Investimento, lo riteniamo un investimento strategico del paese, non solo per la quantità delle risorse messe in gioco, per la qualità degli azionisti, perché è stato un modo per fare sistema fra parti private e governo, ma perché tutto questo consente di puntare a un nuovo modello per una nuova cultura dell'impresa, più consapevole dell'importanza di una maggiore capitalizzazione e più convinta e più pronta a ricevere capitali dall'esterno. La-

vorremo e concluderemmo con SACI e CDP l'accordo per Export Banca, stare vicine alle imprese che esportano, garantire loro il pagamento delle loro forniture è elemento determinante anche questo per la loro salvaguardia e per la nostra competitività. Oggi, come banche, abbiamo con evidenza un problema di relativa redditività, deriva da quello che siamo, deriva dalla nostra natura e, dato che natura non vogliamo cambiare, dobbiamo porci il problema come andare oltre questo limite, in primo luogo le cose che dobbiamo fare noi. Noi veniamo da una stagione complicata rispetto alle relazioni con i nostri clienti, l'ultimo periodo è un periodo sicuramente migliore, dobbiamo recuperare qualità di rapporto. La qualità di rapporto noi crediamo si possa recuperare se riusciamo a coniugare la trasparenza con la semplicità, la trasparenza che non è semplice, la trasparenza che è burocratica, la trasparenza che è migliaia di fogli che nessuno legge non determina una migliore qualità di rapporto tra le banche e i propri clienti. È per questa ragione che abbiamo iniziato a lavorare con le associazioni dei consumatori, per riscrivere i nostri contratti, ovviamente con l'ausilio e con la guida delle autorità di vigilanza, ma riprendere possesso del contratto tra le parti dopo un periodo in cui una parte, oggettivamente troppo grossa, probabilmente ha esagerato nei confronti di una parte troppo piccola, ricomporre l'equilibrio delle dimensioni, non avere più squilibri determinati dalle dimensioni medesime, riacquisire la centralità del negoziato tra le parti su un livello di parità credo che sia un esercizio utile non solo alla relazione tra banche e clienti. Abbiamo necessità di recuperare efficienza e abbiamo necessità di farlo in fretta. Non solo per la crisi, non solo per l'andamento dei tassi, non solo per la redditività, perché un'azienda efficiente è sicuramente un'azienda più trasparente, è un'azienda che fa meglio il proprio lavoro, è un'azienda che non dipende mai da nessuno e nessuno dipende mai da quell'azienda. Su questo noi abbiamo un chiaro tema di produttività che non è più eludibile e abbiamo un chiaro tema di promuovere al nostro interno le migliori intelligenze e le migliori persone che abbiamo. Due sono gli *asset* fondamentali di un'azienda bancaria: i clienti e i dipendenti. A loro bisogna pensare con più lungimiranza, con loro bisogna costruire un patto chiaro in termini di aumento di produttività. Vi sono tematiche anche di carattere più generale che incidono sul nostro modo di fare banca. Se il no-

stro modello è riconosciuto virtuoso per le cose che abbiamo detto fino adesso, è sicuramente risultato penalizzato dalla crisi, ma anche risultato penalizzato da un sistema di vincoli regolamentari, fiscali e amministrativi: in quattro anni 330 provvedimenti sulle banche. È un numero spaventoso. Ognuno di questi ha rappresentato un costo, non siamo contro le regole, anzi, siamo per le regole, più per l'autoregolamentazione, ma insomma siamo per le regole, ma regole chiare, regole semplici, regole con una quantificazione ragionevole, non irragionevole, perché 330 in quattro anni è oggettivamente poco ragionevole. Dobbiamo affrontare il tema di Basilea 3, e qui abbiamo una posizione molto chiara che oggi ribadiamo parola per parola, nonostante la crisi sia figlia di un modello di sviluppo non sostenibile e di una inadeguatezza o disapplicazione delle regole e dei sistemi anglosassoni, le banche italiane, estranee a tutto ciò, condividono la necessità di avere un nuovo quadro regolamentare internazionale. Crediamo che un sistema globalmente più patrimonializzato e meno indebitato, maggiormente impermeabile a crisi di liquidità, contribuirà a ridurre la probabilità che si verifichino crisi come quelle vissute e che si evitino i costi ingenti ad esse associate, perdite di prodotto e di occupazione, riproduzione della fiducia e della propensione ad investire, generale impoverimento dell'economia e della società. Le norme in via di approvazione sono frutto di grande rigore e richiedono ai sistemi bancari sforzi notevoli. La nuova normativa dovrà trovare attuazione omogenea non solo in Europa ma a livelli globale, dovrà essere in grado di ridurre lo spazio al sistema bancario ombra, impedendo allo stesso di agire al di fuori delle regole di vigilanza. La fase transitoria dovrà aiutare a trovare soluzioni adeguate a specificità nazionali quali, in Italia, la qualità e la dimensione dei nostri attivi e della nostra raccolta. È questa la peculiarità e la specificità che ci ha consentito di reggere all'urto della crisi, è questa la peculiarità e la specificità che chiediamo che non venga penalizzata in termini di ponderazione. Vi è inoltre la questione delle imposte differite attive a cui ha fatto riferimento il Presidente Guzzetti, che diversamente da altri paesi non derivano da perdite per le banche italiane, perdite pregresse. La soluzione del problema non è materia solo delle banche, riguarda indirettamente l'intera economia, è interesse di tutti trovarla, siamo sicuri che la troveremo, stiamo lavorando alacremente e positivamente con il Ministero dell'Economia e

con Banca d'Italia, per permettere di preservare il pieno riconoscimento delle imposte differite attive nel patrimonio di vigilanza. Un'ulteriore osservazione, i più elevati livelli di capitalizzazione richiesti dalla riforma in corso di approvazione richiederanno sforzi non soltanto per essere conseguiti, ma anche per essere mantenuti stabili ai più elevati livelli. La stabilizzazione dei coefficienti richiede un tasso di crescita del capitale in linea con la crescita delle attività ponderate per il rischio e quindi la redditività dovrà essere sufficiente a conseguire simultaneamente remunerazione del capitale, espansione del capitale in linea con lo sviluppo dell'attivo. Anche in questo senso la coerente ponderazione dei nostri attivi rispetto alla natura e alla dimensione degli stessi che, lo ribadiamo, è del tutto diversa per qualità e quantità da quelli di intermediari che hanno determinato gravi situazioni di squilibrio, è condizione fondamentale per lo sviluppo del nostro paese. Le banche italiane sperimentano una rilevante pressione fiscale: 44%, abbiamo uno scarto del 15% rispetto ai nostri concorrenti europei. Oggi noi non chiediamo alcuna riduzione fiscale. Se bisogna essere coerenti con il ragionamento rigore, sviluppo, competizione globale bisogna in primo luogo esserlo con le proprie cose e con le proprie richieste. Quel che è certo è che siamo totalmente e radicalmente contrari a qualsiasi altra tassa che sia europea, che sia mondiale, che sia americana se fosse possibile, perché ciò oggettivamente non è compatibile con la situazione in cui vertiamo. Noi non abbiamo determinato alcun disastro, non capiremo veramente la ragione per cui dovessimo versare delle somme in relazione, insieme a chi il disastro lo ha combinato. Chiediamo, sempre su questo tema, chiarezza sulle regole. L'incertezza determina problemi agli operatori. Dobbiamo risolvere anche un problema tecnico, collegare i nuovi principi contabili con la regolamentazione fiscale secondaria. Non credo che sia un impegno gravoso, però anche questo è importante per consentire di lavorare serenamente. Parteciperemo con interesse e attivamente al tavolo sulla riforma fiscale, ne condividiamo l'impostazione... non solo l'impostazione tecnica, ma anche l'impostazione filosofica. Se l'anima della riforma, come ci ha detto il Ministro, è la riforma delle anime, occorre però, per conseguire un risultato così ambizioso, avere un obiettivo. Non ha importanza quanto sia dura la salita del primo pezzo di strada, è necessario però che il declivio prima o poi possa essere...

sia consentito di intravederlo. Chiediamo un obiettivo comune la cui realizzazione comporti un comune vantaggio. Burocrazia e tempi. Abbiamo necessità anche da questo punto di vista probabilmente di un quadro normativo più chiaro in relazione alle autorità che a vario titolo si occupano delle banche. In quest'ottica auspichiamo che si proceda alla nomina del Presidente della CONSOB nei tempi più brevi possibili. Riteniamo che il sistema bancario italiano sia una risorsa di questo paese e noi siamo orgogliosi di aver fatto e di continuare a fare banca in Italia. Oggi lo sforzo a cui dobbiamo contribuire è far crescere la ricchezza, una ricchezza maggiore permette di consolidare il vero collante della società italiana, che è il collante sociale, che è una risorsa che ha retto alla crisi ed è stata fondamentale. Questo approccio presuppone però un modo nuovo di lavorare per tutti, rappresentanze delle imprese e, mi permetto, rappresentanze dei lavoratori. Se restiamo legati alla matrice precedente alla crisi non raggiungiamo gli obiettivi che dobbiamo raggiungere. Questo paese ha un tema di produttività, questo tema va affrontato nel breve periodo, va affrontato probabilmente con fattori della produzione costanti, occorre uno sforzo corale che può avere successo nella misura in cui ognuno fa un passo indietro rispetto a quello che è per far fare due passi avanti al paese rispetto a questo, e questo nell'interesse di tutti. Se non cresciamo, se non c'è ricchezza, non c'è equità sociale, non c'è mobilità sociale, i ricchi rimangono ricchi e i poveri diventano sempre più poveri. E allora questo è il ruolo che l'ABI intende esercitare insieme alle altre parti sociali. E su questi temi, su questo modo di coniugare rigore, sviluppo e competitività globale l'ABI la troverete su ogni tavolo con posizioni chiare, costruttive, ma ferme sui presupposti. È inutile raggiungere risultati che possano apparire unitari nella misura in cui gli stessi non abbiano i contenuti di innovazione che la fase del ciclo economico oggettivamente richiede. Vogliamo come banche quindi contribuire effettivamente alla maggior crescita del paese, per renderlo più giusto e meno esposto al rischio di degrado sociale. Nel concludere mi consentirete una licenza, me la consentiranno i miei colleghi, questa non l'ho condivisa con loro, probabilmente non è del tutto rituale... Alcune settimane fa un cantante italiano, Luciano Ligabue, ha rilasciato una lunga intervista alla stampa e tra le altre cose ha detto, bisogna guardare al futuro con ottimismo, altrimenti trasportiamo la

crisi presente ai giorni che verranno. Se poi ci sbaglieremo pazienza, l'unico rischio è rimanere delusi, ma se partiamo sfiduciati la sconfitta è inevitabile. Bene, le banche italiane sono saggiamente ottimiste, ritengono di non rischiare nessuna sconfitta e sono invece convinte e speranzose che questo paese, insieme alle banche, possa crescere e superare tutte le sue difficoltà.

MARIO DRAGHI

Governatore della Banca d'Italia

Governor of the Bank of Italy

Nell'area dell'euro i rischi di indebolimento ulteriore delle prospettive di crescita sono significativi in un contesto di forte incertezza. L'aggravarsi della crisi ha una dimensione mondiale ed europea, ma la particolare vulnerabilità dell'Italia ha radici nazionali: l'alto livello del debito pubblico, i dubbi sulle prospettive di crescita della nostra economia, le incertezze e i ritardi con cui si provvede alla correzione degli squilibri e alle misure di rilancio della crescita. Le banche italiane e le Fondazioni di origine bancaria hanno fatto molto in questi anni nell'affrontare la crisi. È dunque dalla forza di alcune nostre istituzioni, è dalla consapevolezza di essere riusciti a fare cose che apparivano prima impossibili, che traiamo coraggio, sicurezza, certezza di riuscire.

PAROLE CHIAVE: RISPARMIO • ECONOMIA • REDDITO • BANCHE • CRISI FINANZIARIA

In the euro area the risks of further weakening growth prospects are significant in a context of high uncertainty. The worsening of the crisis is global and European, but the particular vulnerability of Italy has national roots: the high level of public debt, doubts about the growth prospects of its economy, the uncertainties and delays with which measures are taken to correct imbalances and to revive growth. Italian banks and foundations of banking origin have done much in these years to cope with the crisis. It is therefore from the strength of some of our institutions and the awareness that in the past we did things that at first appeared impossible that we draw courage, confidence, assuredness in our ability to succeed.

KEYWORDS: SAVINGS • ECONOMY • INCOME • BANKS • FINANCIAL CRISIS

L'economia internazionale a tre anni dall'inizio della crisi

La ripresa e la cooperazione internazionale

La ripresa dell'economia è forte nei paesi emergenti, debole negli Stati Uniti, diseguale nell'area dell'euro. Le risposte di politica economica sono difformi. Le politiche monetarie restano ovunque espansive, ma mentre nell'area dell'euro si inizia a discutere di un rientro, negli Stati

Uniti si preannunciano ulteriori ampliamenti della liquidità attraverso acquisti di titoli del Tesoro da parte della Riserva Federale. In Europa le politiche di bilancio sono ormai decisamente orientate a contenere i disavanzi e a ridurre il debito; non così altrove. Interventi sui cambi sono utilizzati in alcuni paesi per sostenere le esportazioni. Gli squilibri nei pagamenti internazionali tornano ad ampliarsi; le valute il cui cambio è lasciato alla determinazione del mercato risentono del divaricarsi delle politiche e delle conseguenti tensioni speculative; la stessa ripresa mondiale è a rischio. Non vi è altra risposta che un più stretto coordinamento tra le politiche economiche dei principali paesi. Nell'ultimo G20 sono stati presi impegni: a perseguire politiche strutturali per sostenere la domanda globale; a mantenere gli squilibri delle partite correnti delle bilance dei pagamenti entro livelli sostenibili; a desistere da ogni forma di protezionismo; a muovere verso tassi di cambio flessibili e più coerenti con i fondamentali, al tempo stesso adoperandosi a ridurre la volatilità degli afflussi di capitale verso i paesi emergenti; nei paesi avanzati, a delineare programmi di consolidamento dei bilanci pubblici nel medio termine, credibili e favorevoli alla crescita. Non sono conclusioni retoriche, ma il risultato di una effettiva, ancorché difficile e necessariamente dialettica, consapevolezza della inevitabilità di un'azione collettiva.

La regolazione finanziaria

Dove questa azione fa già i maggiori passi è nella costruzione di una regolamentazione finanziaria mondiale. Essa trova nel G20 il centro propulsivo; la riforma delle regole di Basilea ne è una pietra miliare. Le nuove regole introducono una definizione di capitale delle banche omogenea fra paesi; ne prevedono un significativo aumento, sia nel livello sia nella qualità; limitano la leva finanziaria; contrastano i rischi di liquidità; attenuano le tendenze procicliche dell'intermediazione finanziaria. Rispetto alle regole in vigore, quelle ora definite innovano su più fronti e incidono a fondo. Al tempo stesso, la loro applicazione sarà abbastanza graduale da garantire alle banche che la loro funzionalità non sarà compromessa; alle imprese e alle famiglie, che non ne discenderanno restrizioni creditizie. Per agevolare le banche nella fase di transizione alle nuove regole, la Banca d'Italia istituirà un *help desk* incaricato di chiarire l'interpretazione

della normativa e di assicurare l'attuazione da parte degli intermediari di politiche gestionali coerenti con il raggiungimento dei nuovi requisiti. Basilea 3 renderà le banche più forti, ma non affronta il problema dei rischi posti da quelle istituzioni (*Systemically Important Financial Institutions* o SIFI) che, per la loro dimensione, per la loro presenza nei gangli più importanti del sistema finanziario mondiale, se in procinto di fallire verrebbero salvate a ogni costo. Il *Financial Stability Board* presenterà al prossimo summit del G20 un insieme di proposte volte a costruire un ambiente istituzionale e regolamentare in cui sia accresciuta la capacità delle SIFI di assorbire perdite ingenti senza entrare in crisi conclamata, e si permetta ai governi di lasciarle fallire quando è necessario. Queste proposte, condivise dai ministri economici e dai governatori del G20 nella recente riunione di Seoul, si fondano su quattro pilastri: i) la predisposizione, in ogni paese, di un apparato istituzionale che permetta la liquidazione di una SIFI senza che il sistema finanziario mondiale corra rischi gravissimi e senza che si debba attingere al denaro pubblico, come è avvenuto per i disperati salvataggi degli ultimi anni. Le legislazioni nazionali che oggi ostacolano la cooperazione internazionale vanno modificate; vanno definiti accordi fra le autorità home e host che individuino con chiarezza ruoli e responsabilità. La normativa italiana già mette a disposizione della Banca d'Italia strumenti adeguati; saranno necessari pochi aggiustamenti per recepire le raccomandazioni internazionali. In particolare, all'autorità di vigilanza dovrà essere attribuito il potere di istituire veicoli ai quali conferire temporaneamente attività e passività di istituzioni in crisi, per assicurare continuità operativa in attesa di una successiva cessione sul mercato (*bridge banks*); ii) la disponibilità nelle SIFI, in particolare per quelle che operano su scala mondiale, di capitali, o di strumenti equivalenti nella capacità di assorbire eventuali perdite, per importi superiori a quelli previsti dagli standard di Basilea 3. Gli azionisti – e anche, in taluni casi, gli obbligazionisti – devono essere chiamati a sopportare parte delle perdite in caso di difficoltà; tra l'altro, ne risulterebbero rafforzate la disciplina del mercato e lo scrutinio degli investitori sulle decisioni del management. Si può quindi pensare di introdurre requisiti di capitale più severi di quelli imposti agli intermediari non sistemici, strumenti di debito automaticamente convertibili in capitale quando il coefficiente

patrimoniale scenda sotto una determinata soglia di sicurezza (*contingent capital*), decurtazioni (*haircut*) per taluni creditori del valore nominale del credito in caso di crisi (*bail-in*); iii) una vigilanza sulle SIFI da svolgersi sulla base di un mandato più ampio, tale da assicurare ai supervisori maggiore indipendenza, risorse e poteri più estesi, adeguata al grado di complessità delle istituzioni da vigilare; iv) lo scambio dei prodotti derivati che possono essere standardizzati dovrà avvenire su mercati regolamentati o su piattaforme con controparti centrali, soggette al controllo delle autorità e dotate di adeguati mezzi patrimoniali e organizzativi. Per tutti i prodotti le informazioni relative ai loro scambi dovranno essere canalizzate in centri di raccolta (*trade repositories*) a cui le autorità potranno avere accesso anche per fini di politica economica. L'FSB presenterà proposte anche su un altro problema rivelato dalla recente crisi finanziaria: la funzionalità e il ruolo delle agenzie di *rating*. Occorre gradualmente ridurre la rilevanza dei rating esterni a fini regolamentari. Non si tratta di negarne in generale la validità, ma di ovviare ai più manifesti inconvenienti di una loro meccanica applicazione, in termini di pro-ciclicità del sistema e di potenziale destabilizzazione dei mercati.

Le banche italiane e la Vigilanza

Situazione e performance delle banche

I risultati delle prove di stress per le banche europee pubblicati lo scorso 23 luglio hanno confermato l'elevata capacità di resistenza dei principali intermediari italiani a scenari che prefiguravano, oltre al deterioramento macroeconomico, un significativo aumento del rischio sovrano. Dall'inizio di aprile a ieri il premio sui CDS sulle tre maggiori banche italiane è salito di 63 punti base, riflettendo l'aumento di quello sul debito sovrano. Le banche italiane, insieme con quelle spagnole, sono le uniche nell'area dell'euro a mantenere il livello del premio inferiore a quello sul debito sovrano. Tuttavia l'aumento pesa sul costo della provvista a lungo termine, in una fase in cui giunge a scadenza un ingente ammontare di obbligazioni. È importante che la composizione per scadenza del passivo non venga sbilanciata verso il breve termine rendendo più fragile la posizione di liquidità, finora

equilibrata anche nelle fasi più acute della crisi. A giugno scorso il capitale dei primi cinque gruppi bancari italiani, per la parte più in grado di assorbire perdite (*core tier 1*), aveva raggiunto in media il 7,7 per cento delle attività ponderate per il rischio, 1,2 punti in più rispetto a un anno prima e 2 punti in più rispetto alla fine del 2007. La necessità di conformarsi alle nuove regole, che prevedono uno standard di più alta qualità, un requisito minimo al 4,5 per cento per il capitale di qualità migliore, un buffer aggiuntivo del 2,5 per cento, richiederà anche alle banche italiane, soprattutto a quelle di grande dimensione, un rafforzamento significativo del patrimonio: ma il lungo periodo previsto per l'adeguamento allevia il rigore della riforma. Le banche italiane non sono penalizzate nel raffronto internazionale: l'inasprimento dei requisiti è particolarmente severo per le attività di negoziazione in titoli e in derivati, meno rilevanti da noi. Per i finanziamenti alle piccole e medie imprese (PMI) il trattamento privilegiato già oggi previsto per il calcolo dei requisiti patrimoniali è confermato. Il capitale delle banche più piccole, che prevalentemente assistono le PMI, è già ampiamente superiore ai nuovi requisiti regolamentari. Studi condotti a livello internazionale mostrano che il costo macroeconomico dell'adeguamento alle nuove regole sarà ampiamente compensato dal beneficio di aver ridotto la probabilità di nuove crisi sistemiche. La nostra disciplina fiscale su svalutazioni e perdite su crediti ha incoraggiato appostamenti di bilancio non più totalmente riconosciuti come capitale dalle nuove regole di Basilea 3. Occorre lavorare nei prossimi mesi a una soluzione di questo problema che contemperi l'esigenza di evitare un chiaro svantaggio competitivo per i nostri intermediari con quella di salvaguardare i conti pubblici nel medio periodo. Come in altri sistemi bancari fondati sull'attività di intermediazione tradizionale, anche per le nostre banche la profittabilità è in diminuzione. Nel primo semestre di quest'anno il ROE medio delle prime cinque banche italiane è sceso al 4,0 per cento, un punto meno che nello stesso periodo del 2009. Il contributo agli utili da attività di *trading* e *investment banking* in confronto ad alcuni altri gruppi europei è minore. Il conto economico, che già risente di un contesto caratterizzato da bassi tassi d'interesse e contenuti volumi intermediati, deve anche affrontare il significativo deterioramento della qualità dei prestiti. Vigileremo affinché le politiche di accantonamento delle ban-

che tengano conto della delicatezza di questa fase, perché i modelli interni di valutazione della qualità degli attivi siano pronti a rilevare situazioni di tensione e le prove interne di stress vengano prontamente aggiornate. Per sostenere la redditività è imperativo incidere sui costi, che in rapporto ai ricavi risultano superiori alla media europea; non bisogna cedere a strategie che comportino rischi eccessivi o la richiesta di esorbitanti commissioni alla clientela meno informata o in difficoltà. Nei prossimi mesi la ripresa degli impieghi che già osserviamo, se duratura, sosterrà i ricavi da interesse. Le banche italiane hanno dimostrato nel recente passato di saper accrescere i ricavi anche aumentando la gamma e la qualità di servizi offerti; hanno migliorato le procedure per la valutazione dei rischi; elevato l'efficienza operativa. Si deve riprendere questo percorso. Solo agendo su più fronti sarà possibile raggiungere livelli di redditività che consentano di accrescere la patrimonializzazione del sistema e al tempo stesso garantire la capacità di finanziare l'economia.

La governance delle banche e il ruolo delle Fondazioni

Sono passati oltre due anni da quando la Banca d'Italia, percorrendo gli sviluppi internazionali, ha dettato regole sulla governance delle banche. Adeguata dialettica e collegialità nell'assunzione delle decisioni strategiche, unità di indirizzo nella gestione manageriale, struttura efficace e aggressiva dei controlli di ogni livello sono elementi essenziali della sana e prudente gestione. Colgo questa occasione per sottolineare alcune direttrici d'azione in questo campo. La Banca d'Italia non si intromette indebitamente nell'autonomia imprenditoriale. Non pretende di dettare, specie per le banche più grandi e complesse, specifici assetti interni. Ritiene tuttavia necessario che, quale che sia l'assetto prescelto, siano fissate senza ambiguità le linee di riporto e di comando; assicurati efficaci flussi di informazione da e verso il vertice; stabilite in modo trasparente le responsabilità degli organi societari e dei singoli livelli manageriali. Uno degli insegnamenti più chiari della crisi è che la funzione di risk management nelle banche deve permeare tutte le strategie e le operazioni, dialogare autorevolmente con le linee di business a tutti i livelli, riferire in modo diretto, tempestivo ed esauriente al top management e agli

organi societari di gestione. Gli esponenti delle banche con compiti di controllo, che hanno funzioni particolarmente delicate, devono avere professionalità adeguate alla complessità delle attività e dei rischi. Va rispettato l'obbligo di riportare alla Banca d'Italia, sotto pena di sanzioni, ogni fatto che possa ripercuotersi sulla sana e prudente gestione della banca. Le delicate, specifiche responsabilità degli amministratori e dei componenti degli organi di controllo delle banche richiedono tempo e impegno adeguati. A questo fine è opportuno considerare la possibilità di norme che limitino la moltiplicazione degli incarichi. L'esperienza italiana delle Fondazioni è positiva, non solo per l'importante contributo che esse danno ad attività socialmente meritevoli, ma anche per aver svolto il ruolo di azioniste stabili, solide, delle banche; un ruolo in altri paesi ricoperto dagli investitori istituzionali, da noi poco presenti. Durante la crisi, sono stati cruciali la loro visione di lungo termine delle prospettive delle banche e il loro ancoraggio al territorio, fattori propulsivi dello sviluppo locale, regionale, del Paese tutto. Quando altri azionisti, come i fondi di investimento, fino al giorno prima così rumorosi nel chiedere aumenti di efficienza e cambi di management, si volatilizzavano, spesso per sempre, erano le Fondazioni a sottoscrivere i ripetuti aumenti di capitale che consentivano di attraversare indenni la tempesta. Così come il futuro si annuncia impegnativo per le banche, lo sarà per i loro maggiori azionisti. Le Fondazioni dovranno impegnarsi su tre fronti fondamentali: la loro stessa governance, la ricapitalizzazione delle banche, l'autodisciplina nel rapporto con il management di queste ultime. Affinché l'azione degli organi di controllo delle banche sia adeguata, altrettanto adeguati devono continuare a essere i vertici dei loro principali azionisti, che tali organi contribuiscono ad esprimere. Per le ragioni prima descritte, si chiederà loro uno sforzo significativo di rafforzamento patrimoniale delle banche, da affrontare senza esitazioni. Le Fondazioni devono seguitare a saper guardare lontano; devono comprendere che non possono sacrificare le prospettive delle loro banche, delle economie che esse servono, al desiderio di ritorni monetari immediati, peraltro oggi più difficili da ottenere. L'esperienza italiana delle banche pubbliche è viva nella nostra memoria. Certi rapporti fra gruppi economici locali, banche pubbliche e politica si sono dimostrati alla lunga esiziali per le banche, deleteri per il costume civile; la crescita

del territorio ne è stata in più casi frenata, anziché favorita. Da queste logiche siamo usciti, con grande e consapevole sforzo, vent'anni fa; altri paesi guardano ora all'esperienza italiana. Nessuno vuole tornare indietro.

Crescita e occupazione

Se il sistema bancario italiano ha resistito meglio di altri alla crisi finanziaria mondiale del 2007-2008, la recessione che ne è seguita ha invece investito con forza la nostra economia, riportandone indietro il prodotto annuo, nel 2009, sui volumi di 9 anni fa; le difficoltà delle famiglie e delle imprese si riverberano ora, come abbiamo visto, anche sulle banche. Ma quel processo di ammodernamento del sistema produttivo che avevamo iniziato a intravedere a metà degli anni 2000 non pare essersi interrotto con la crisi. Le prospettive per la crescita del PIL, quest'anno e il prossimo, non si discostano di molto dall'1 per cento. Nel primo semestre essa ha tratto beneficio dall'aumento delle esportazioni, che stanno ora rallentando. Allo sviluppo economico serve il contributo della domanda interna: quel circolo virtuoso che da consumi evoluti e investimenti lungimiranti porta a redditi alti e diffusi, e ancora a consumi e benessere. Oggi i consumi ristagnano perché i redditi reali delle famiglie non progrediscono e vi è una diffusa incertezza sul futuro. La condizione del mercato del lavoro è il tema centrale, da analizzare guardando a tutti gli indicatori e a tutte le buone fonti informative disponibili. Tra il secondo trimestre del 2008 e il quarto del 2009 il numero di occupati si è ridotto in Italia di 560.000 persone, in gran parte appartenenti a quell'area che include i contratti di lavoro a tempo determinato e parziale e il lavoro autonomo con caratteristiche di lavoro dipendente occulto; nel primo semestre dell'anno in corso si è registrata una debole ripresa, con 40.000 occupati in più. Come in altri paesi europei, le conseguenze della recessione sono state attenuate dall'ampio ricorso a strumenti di riduzione degli orari di lavoro. Da settembre 2008 ad agosto 2010 sono state complessivamente autorizzate oltre 1.800.000 ore di Cassa integrazione guadagni (CIG), che equivalgono al lavoro di circa mezzo milione di occupati dipendenti a tempo pieno ogni anno; sin dalle prime fasi della crisi il Governo ha esteso la platea dei potenziali

beneficiari. Il tasso di disoccupazione ha raggiunto l'8,5 per cento delle forze di lavoro, fra le quali sono inclusi anche i lavoratori in nero. Per valutare più compiutamente la situazione del mercato del lavoro numerosi organismi statistici, nazionali e internazionali, utilizzano anche altre misure di sottoutilizzo della forza lavoro. Vengono conteggiati, assieme ai disoccupati, i lavoratori assistiti da strumenti quali la CIG, quelli che sarebbero disponibili a lavorare ma non cercano più attivamente un impiego perché disperano di trovarne uno, quelli forzatamente occupati a tempo parziale, pur desiderando un lavoro a tempo pieno. Limitandosi alle prime due fasce, si calcola per l'Italia un tasso di sottoutilizzo superiore all'11 per cento delle persone potenzialmente occupabili, come in Francia, più che nel Regno Unito e in Germania.

L'Italia ha affrontato la crisi con un disavanzo pubblico ancora prossimo al 3 per cento del PIL e con un debito pubblico in lenta riduzione ma alto nel confronto internazionale. La reazione alla crisi è stata prudente, la ripercussione sui conti pubblici minore che negli altri paesi avanzati, anche per l'assenza di salvataggi bancari. L'integrale realizzazione delle misure incluse nella manovra triennale approvata lo scorso luglio, contenendo gli esborsi correnti e contrastando l'evasione fiscale, potrà ricondurre l'incidenza del debito su un sentiero di riduzione. Alla crisi che nei mesi passati ha colpito l'area dell'euro i paesi hanno risposto individualmente, con politiche di bilancio volte a contenere il rischio sovrano, impedendo il contagio; collettivamente, con la creazione di nuove istituzioni e regole. Da questa manifestazione di cooperazione, di solidarietà, di fermezza, l'euro ha ricevuto solidità. Il processo, pur non concluso, dimostra che i paesi con le istituzioni più deboli non riescono da soli a risolvere i loro problemi di politica economica. Con regole europee quasi automatiche, dall'azione rapida e sensibile ai segnali dei mercati, essi traggono dai paesi più forti quella determinazione che loro manca. Molto è stato fatto sul fronte del controllo dei bilanci pubblici, ma il pilastro su cui si fonda la stabilità finanziaria è la crescita economica, senza la quale non si ripagano i debiti. Questo è il fronte su cui verrà saggiata la coesione dell'Unione: la capacità di promuovere una crescita armonica, soste-

nuta, durevole, che veda tutti partecipi, anche con regole comuni che, analogamente a quanto fatto per i bilanci pubblici, aiutino i paesi più lenti a intraprendere quelle riforme strutturali che sono loro necessarie per tornare a crescere.

GIULIO TREMONTI

*Ministro dell'Economia e delle Finanze
Minister of Economy and Finance*

Trascrizione dell'intervento
TESTO NON RIVISTO DALL'AUTORE

Il secondo mostro è arrivato in Europa. È diverso da quello americano, nel senso che non è solo crisi bancaria ma anche crisi di firme sovrane; ed è molto più grave in sé, più complesso, anche perché il contesto politico nel quale si manifesta il mostro è un contesto molto diverso da quello dall'altra parte dell'Atlantico. Bisogna considerare però alcune cose positive. Per esempio l'Italia da poco è il paese che offre ai giovani la fiscalità più bassa d'Europa, credo del mondo, il 5% per cinque anni, compresa l'Iva. Questo è un fattore di dote per i giovani non marginale e nuovo, forse non è nelle statistiche, ma inviterei a prenderlo in considerazione. Credito deriva dalla parola credere, e questo nella forza che è tipica delle parole dovrebbe portarci tutti a credere al bene comune e a pensare di avere un po' più di fiducia in noi, tra di noi e per noi.

PAROLE CHIAVE: CRISI • ECONOMIA • CREDITO • FATTORI PRODUTTIVI

The second monster is arrived in Europe. It is different from that in the US, in the sense that it is not only a banking crisis but also a sovereign credit crisis. Thus, it is much more serious, more complex, also because the political context in which it manifests itself is very different from the one across the Atlantic. However, we must consider some positive things. For example, Italy is the country that applies to young people the lowest tax rate in Europe, I think in the world, 5% for five years, including VAT. This is not a marginal factor endowment for the young and it is not new; maybe there is no indication of it in the statistics, but I would ask you to consider it. Credit comes from the word "credere" (believe) and this, in the typical power of words, should lead us all to believe in the common good and to think of having a little more confidence in us, among us and for us.

KEYWORDS: CRISIS • ECONOMY • CREDIT • PRODUCTIVE FACTORS

Autorità, signore e signori. Un intervento non preparato come avrei dovuto, un intervento distaccato dalla cronaca del giorno, come nello stile di questo luogo. Nei Trattati di Unione la parola crisi è scritta solo in un periferico paragrafo di articolo ed è crisi in un singolo Stato dovuto a calamità naturali, dovuto al temporaneo squilibrio della

bilancia dei pagamenti. Vuol dire molto semplicemente, i trattati internazionali sono come i matrimoni, il Trattato Europeo è costruito più sulla buona che sulla cattiva sorte. L'evento del bene è la regola, l'evento del male l'eccezione. La realtà che si è configurata negli ultimi anni rovescia questo paradigma, un paradigma che è comprensibile dato lo spirito del tempo nel quale i trattati sono stati scritti, una apertura rispetto a prospettive di pace e di sviluppo economico perpetuo. Non è stato così, la crisi è arrivata ed è arrivata con una dimensione non specifica, non puntiforme ma sistemica ed è stata gestita al principio, quando dall'altra parte dell'Atlantico è arrivata su questa sponda, è stata gestita con una forte ed estensiva interpretazione dei trattati: i trattati vietavano gli aiuti di Stato, sono stati erogati aiuti di Stato tanto prima al settore bancario quanto poi all'economia in varie forme dalla logica keynesiana agli stimoli consumistici; i trattati vietavano gli incrementi di deficit e di debito ed è stato l'opposto; due basi dei trattati sono state in un qualche modo distaccate dalla costruzione, l'azione è stata nel senso opposto. E i risultati sono stati di relativa stabilizzazione del sistema per un po' di tempo, poi ha cominciato a emergere una realtà nuova, specifica dell'Europa. Ci sono parti dell'Europa nelle quali si produce più storia di quella che si consuma e sono paesi nei quali la storia non consumata viene esportata: nei Balcani, alla base dei Balcani, in Grecia. Quali le cause della criticità della Grecia? Un bilancio shadow a fianco del bilancio ufficiale e dentro il bilancio ufficiale artifici. Un sistema che ha caratteristiche politiche pre-moderne - non *no taxation without representation* ma *representation without taxation* - dove grande evasione corrisponde a grande debito. Squilibri complessivi della struttura sociale, che ha caratteristiche in un qualche modo pre-moderne, a cui si accompagna una complicata gestione della crisi da parte delle autorità europee. Io ricordo quale scandalo fece l'idea, l'ho scritta su *Le Monde*, l'idea di coinvolgere in Grecia il Fondo Monetario. All'inizio si disse no, facciamo tutto noi, la cacofonia e la simmetria dei messaggi e degli interventi e poi a un certo punto si arriva, accumulandosi altri fatti e altre notizie, si arriva a un punto che io credo importante nella storia di questo continente, sia pure storia per ora relativamente a bassa intensità: il 10 maggio del 2010 viene definita una nuova architettura europea, un'architettura che si basa su alcuni pilastri, un ruolo un po' più

attivo alla Banca Centrale, la costituzione di un fondo europeo, l'avvio programmatico del semestre europeo, che vuol dire una forte devoluzione di potere dai livelli nazionali al livello europeo, perché un conto è presentare un bilancio nel Parlamento nazionale e un conto è presentare nel Parlamento nazionale un bilancio che è stato discusso in Europa e criticato e in qualche modo valutato in Europa, e poi la definizione di una comune politica di riduzione dei deficit, la cognizione tornante della storia, un continente che non può più, finita l'età coloniale, produrre più debito che Pil. Tutto questo configura un messaggio politico unitario, tutto questo sull'esterno, sui mercati dà un'immagine di fiducia e se guardate gli spread scendono più o meno significativamente. E non conta, guardate, tanto quanti soldi erano o sarebbero stati mobilizzati, l'importo nominale del capitale mobilizzabile, era il messaggio politico, era non la cifra economica ma la cifra politica. Poi arriva l'autunno, in autunno viene fatta in un luogo di villeggiatura tipico della Belle Époque, a Deauville, viene fatta una significativa promenade tra due persone e passa il messaggio che la firma sovrana può essere contestata, che può essere ritirata e questo produce un effetto negativo molto intenso, poi solo parzialmente modificato in altri interventi; e siamo più o meno a oggi. La crisi americana nasce come crisi bancaria, viene gestita quando la mano che diventa visibile del governo sostituisce la mano invisibile del mercato. In un giorno, con un atto, con un intervento viene decisa una radicale politica di intervento pubblico. Prosegue l'azione di quella mano, più debito pubblico, più quantità di moneta. E questo deriva dalla posizione, dalla proiezione di dominio di quel paese. La crisi europea, quella che c'è adesso, a chi considera troppo ottimistica la posizione del Governo ricordo l'uso di un'immagine se volete abbastanza commerciale, quella dei videogame, che utilizzo dal 2008, dall'Università Cattolica, dal Chatham House, da tutte le sedi in cui ho parlato e anche nell'interno dei vertici: il mostro, è arrivato il secondo mostro. Il secondo mostro è arrivato in Europa. È diverso da quello americano, nel senso che non è solo crisi bancaria ma anche crisi di firme sovrane; ed è molto più grave in sé, più complesso anche perché il contesto politico nel quale si manifesta il mostro è un contesto molto diverso da quello dall'altra parte dell'Atlantico. Lì c'è uno Stato federale, c'è un Governo federale, c'è una Banca Centrale Federale, da noi ci sono

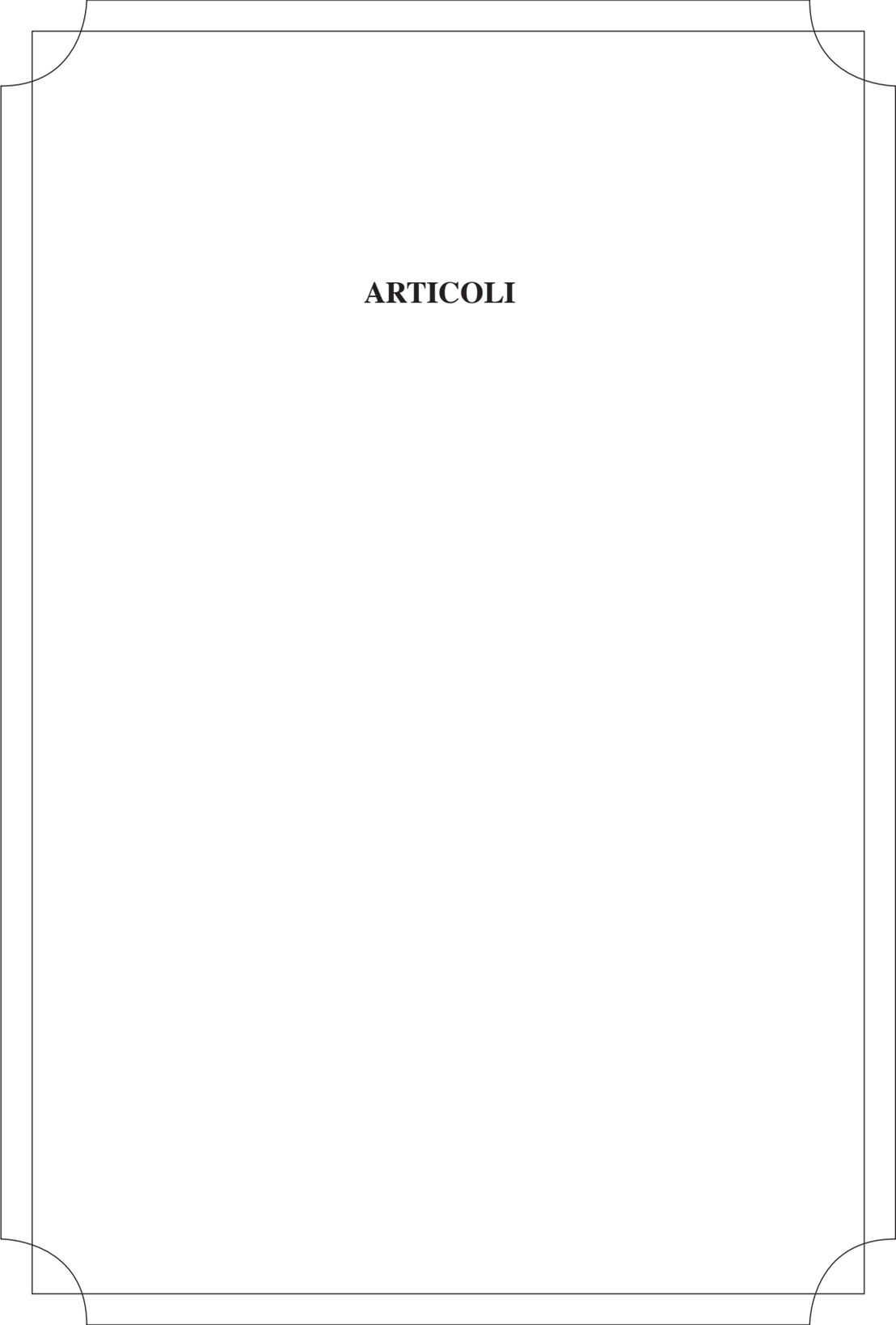
strutture di ingegneria, di architettura politica piuttosto diverse: abbiamo un continente, un mercato, ma abbiamo nell'Eurozona 17 governi, 17 Parlamenti; fuori, nella zona dell'Unione, se ne aggiungono altri 10. E questo porta a notevoli difficoltà di funzionamento della macchina politica. Non è che manchi la mano dei governi: è che ce ne sono troppi e a volte sono governi che pur piccoli esprimono posizioni di veto, riflesso di una stagione politica che vede soprattutto nel nord e nel centro Europa emergere l'estremo dell'estrema destra, i protezionismi e i localismi, altri paesi che pensano che in un'Unione non ci debba o possa essere solo l'equilibrio tra realtà che sono oggettivamente diverse per peso, per storia, l'equilibrio dei trattati, l'equilibrio politico è diverso dalla struttura gerarchicamente ordinata che si pensa debba essere applicata. Nello spirito dei trattati non c'è la gerarchia, c'è l'unione nella comune considerazione delle possibilità e delle difficoltà. Io credo che un tracciato sia aperto, ne discutiamo con grande intensità nelle riunioni dei Ministri del Partito Popolare Europeo, l'idea che si possa configurare una bozza di nuovo trattato con una più intensa governance sotto, con un consolidamento degli strumenti finanziari sopra, con un consolidamento degli strumenti finanziari sotto, ma la prospettiva del trattato è una prospettiva del futuro. Adesso abbiamo questo trattato, con delle flessibilità che io credo ancora in essere: la prospettiva di una modifica del trattato nella quale noi al Partito Popolare crediamo molto, ma ha delle complessità di presentazione ai popoli. Da noi passa tutto, in altri paesi è molto difficile far passare modifiche dei trattati. E in ogni caso è un annuncio che si può fare e non so se l'annuncio di un nuovo trattato basti di per sé a modificare la percezione e la prospettiva, adesso abbiamo il trattato che c'è e le flessibilità che a mio parere ancora il trattato offre, faccio un esempio, ma non è una mania: la Corte di /.../, ci sono cose strane in Europa devo dire, che i limiti democratici debbano essere misurati in dipendenza della coesione di un popolo e quella è solo la sede nella quale c'è la democrazia, fuori noi e quindi no, perché manca un demos europeo, allora non c'è un demos americano, allora uno dovrebbe trarre la matematica conclusione, lineare che non c'è la democrazia negli Stati Uniti d'America data la straordinaria eterogeneità, eppure... questi discorsi sul demos si sa come cominciano e non si sa mai dove finiscono, in ogni caso anche in base al dictum della

Corte Costituzionale tedesca ci sono margini di interpretazione flessibile e positiva, ma non vi parlerò di Eurobond perché ne parlo fra mezzora in un'altra sede, in ogni caso immissioni sotto il 60% non sono contro il trattato, sono assolutamente fisiologiche dentro il trattato, ma queste sono technicalities su cui non è sede e non ho titolo per parlare, anche se devo dire che lo spirito dei tempi è tale e quando con il Primo Ministro del Lussemburgo abbiamo scritto un articolo su questi temi, il *Financial Times*, con molta ironia, ha detto, se funziona prenderanno il Nobel. Abbiamo chiesto se del caso non il Nobel per l'economia, ma il Nobel per la pace. Tutto è possibile, credo, e va fatto all'interno dei trattati nei limiti delle quantità di denaro che è possibile mettere in campo. Dentro comunque e sapendo che c'è uno scenario di intensa mutazione del mondo. Io sto riflettendo da tempo su cosa è successo, flash-back dalla crisi in poi, cosa è stato fatto. Io credo che i governi occidentali hanno fatto due tragici errori: primo, non hanno capito la differenza tra un ciclo economico pur intenso e una crisi storica, non hanno capito le origini della rottura del paradigma che erano nella globalizzazione e negli straordinari e non controllati squilibri derivanti da un fenomeno così intenso e così rapido, e l'esito lo vediamo che non è solo in quanto di bene è venuto fuori, ma anche nel confronto e nello squilibrio tra crediti e debiti, tra creditori, debitori, tra imprese, tra banche, tra Stati e tra masse continentali, perché quello sarà l'esito finale, il confronto su attivi e passivi tra masse continentali; il secondo tragico errore è stato non fare assolutamente le regole. Io non credo che quanto è stato fatto in termini di regole sia stato efficace, credo che sia stata una meccanica di produzione giuridica diversa. Credo che il documento in preparazione qui a Roma in una sede molto importante dall'altra parte del Tevere dica che quella è la via giusta, molto diversa da altre vie che sono state seguite. Credo che questi abbiano staccato il tempo, fatto passare troppo tempo e, come dire, codificato ciò che era la causa della crisi e non costituiscano in sé la soluzione. Ma l'Italia - e finisco - è un paese complesso e se uno mi chiede come è fatto il mio paese devo dire che è un paese complesso, con elementi positivi e negativi, dove la ricchezza può costituire addirittura un fattore limite, siamo troppo ricchi e quindi abbiamo una relativa tendenza a... non abbiamo lo spirito che c'era negli altri tempi in Italia, che c'è in altre parti del mondo

più giovani, la Turchia per esempio. Abbiamo una democrazia avversa, abbiamo la fortuna di un ambiente che è così intensamente dominato da fattori ambientali e culturali che questi stessi costituiscono un fattore limite allo sviluppo, pur essendo una grande risorsa. È un paese molto complicato, e io vorrei solo dire due cose: la prima riguarda il mistero della ricchezza. Io non sono capace di analizzare con precisione le statistiche che pure leggo, ma forse non arrivo a... ma quello che a me sembra evidente è che negli anni del grande declino del Paese il reddito non è salito, ma la ricchezza è salita enormemente, e questa è una delle entità più misteriose e che forse dovrebbe essere oggetto di considerazione non solo economica, ma anche politica. Che cosa è successo? Il reddito scende e la ricchezza sale? Qual è la causa di questa profonda asimmetria? Io credo che dobbiamo tutti un po' pensarci. Cosa c'è dietro? L'evasione fiscale, produci reddito al nero ma poi lo metti alla luce del sole quando compri e investi? Ci sono fenomeni che secondo me non sono ancora assolutamente studiati e considerati, ed è uno dei misteri di questo paese; il secondo punto che a mio parere solo da oggi viene considerato in Europa e su iniziativa del governo italiano il meridione d'Italia. Guardate, io confesso ancora una giuridica incapacità di comprendere i fatti economici, ma il Pil italiano è stato rivisto a seguito di un'analisi più approfondita delle modalità di produzione della nostra attività industriale, è stato rivisto e il 2010 chiude all'1,5%, che è uguale a quello della Francia, che è superiore a quello dell'Inghilterra. Non è fantastico, ma 1,5 è 1,5 e per il principio di identità è uguale a quello della Francia. Quindi non esiste un grandissimo problema di differenziale di crescita, quale che pure ha costituito oggetto di grande riflessione e preoccupazione per tutti noi. 1,5 è come la Francia, non voglio sembrare ottimista, sono numeri e basta e andiamo a vedere come chiudiamo quest'anno, con quali numeri entriamo nel prossimo. Questa è la vera preoccupazione. Tuttavia quell'1,5 è fatto da una media che non è mediana, perché il nord e il centro hanno livelli di ricchezza e di produttività, poi fate le statistiche che volete ma basta andare in giro in macchina per vederlo, che sono diversi dal meridione d'Italia. Il nord e il centro Italia sono 40 milioni di abitanti: è come un medio paese europeo, come la Spagna, come la Polonia e hanno un livello comparabile o superiore a quelli europei. Se ci mettete sopra i global assets

posseduti dalle famiglie italiane a vario titolo in giro per l'Europa vi rendete conto che è una delle regioni più ricche del mondo. Il meridione d'Italia è fatto da 20 milioni di abitanti che sono come la Grecia e il Portogallo messi insieme, è lì che c'è la caduta del Pil e la proposta che è stata fatta credo sia accolta nel documento, nella lettera di intenti, la principale delle proposte e una delle maggiori proposte è quella di un uso a questo punto coordinato e definito con Bruxelles dei fondi europei. Sembrava una polemica interna fatta Italia su Italia, l'Italia è al terz'ultimo posto sull'uso dei fondi europei, dopo vengo solo la Bulgaria e la Romania ed è il 15% di uso dei fondi, e questo è assolutamente inaccettabile. Una strategia di sviluppo in Italia va fatta sul sud, certo va fatta dappertutto, ma credo che tra le priorità di sviluppo e le possibilità di sviluppo tra una regione ricca del nord e una del sud, la riflessione e l'impegno va fatto nel sud di questo paese e l'idea di usare meglio direttamente e più strategicamente questi fondi è un'idea importante per il sud. Un ultimo punto, ho sentito parlare dei giovani, ed è credo uno dei temi fondamentali. Su questo ho sentito e vedo l'impegno di tanti di voi, del Governatore, del nuovo Governatore. Anche qui bisogna considerare però alcune cose positive: per esempio l'Italia da poco è il paese che offre ai giovani la fiscalità più bassa d'Europa, credo del mondo, il 5% per cinque anni, compresa l'IVA. Vuol dire che se tu apri una partita IVA paghi il 5%. Non paghi le imposte su cui ho sentito dire il cumulo della fiscalità e della para-fiscalità. La fiscalità è di fatto sintetizzata nel 5%, se considera che l'IVA non è tuta, vuol dire che - la prendi e la dai - vuol dire che è la fiscalità più favorevole d'Europa, e questo è un fattore di dote per i giovani non marginale e nuovo, forse non è nelle statistiche, ma inviterei a prenderlo in considerazione. Un ultimo punto e davvero finisco, e questo rivela davvero la mia improvvisazione. Guardate, sempre nel catalogo delle riflessioni che faccio, la globalizzazione è stata in un qualche modo costruita, spinta per compressione e accelerazione della storia da una elite illuminata vent'anni fa, con la percezione di una nuova ideologia, una nuova tecnologia, la rete informatica, una nuova geografia, il mondo che si apriva. Quello è stato l'ultimo grande atto politico, poi la curva della politica è scesa ed è naturale che sia scesa, perché è salita la curva del mercato e dentro il mercato quella del mercato finanziario. Fa un po' ridere adesso quando Marx parla

del capitale circolante a proposito del capitale che aiuta il traffico delle merci, adesso il vecchio capitale circolante è diventato il capitale dominante, la finanza. Tutto questo determina un arbitraggio, un travaso di poteri, di ruoli, di cultura, di antropologia anche fondamentale, e si vede declinare il ruolo della politica, e non è un caso che sia avvenuta negli ultimi anni, negli ultimi vent'anni, non sto parlando di Italia, sto guardando la galleria umana dei leader, più follower che leader. Molto diversi dai vecchi leader. I vecchi leader, temprati dalle guerre e dai conflitti, dagli scontri ideologici e destinati a determinare nel bene o nel male i destini dei popoli avevano una struttura fortemente diversa da quelli che nell'età del mercatismo si sono avvicendati sulla scena. Altri hanno avuto un ruolo diverso di dominio e di potere, e con questo sto facendo anche l'analisi di un limite della classe politica in generale alla quale probabilmente anch'io appartengo, ma esiste anche un problema in Italia complessivo di classe dirigente. Non è sufficiente, forse è necessario ma non è sufficiente, criticare solo la classe politica, perché il continuum dei fatti e dei fenomeni porta a una responsabilità collettiva più vasta e quindi credo che tutti dobbiamo un po' riflettere su cosa si deve fare di più, su cosa si deve fare di diverso. Perché non esistono solo aree dove sta il male e aree che per opposizione invece rappresentano, costituiscono e si autocandidano per il bene. Credo che la riflessione debba essere comune. Credito deriva dalla parola credere, e questo nella forza che è tipica delle parole, in principio era il Verbo, dovrebbe tutti portarci a credere al bene comune e a pensare di avere un po' più di fiducia in noi, tra di noi e per noi. Grazie.



ARTICOLI

**I CONFIDI NEL NUOVO CONTESTO:
OPPORTUNITÀ E VINCOLI**

*MUTUAL GUARANTEE INSTITUTIONS IN THE NEW SCENARIO:
CHANCES AND LIMITS*

Corrado Baldinelli

*Capo del Servizio Supervisione
Intermediari Specializzati, Banca d'Italia*

*Head of Specialized Intermediary
Supervision Department, Bank of Italy*

corrado.baldinelli@bancaditalia.it

Finalità dell'articolo è offrire un quadro del nuovo contesto regolamentare dei confidi a seguito della riforma del Testo unico bancario introdotta dal D.Lgs. 141 del 13 agosto 2010, che ha modificato le previsioni concernenti gli intermediari finanziari, gli agenti e i mediatori. In particolare, l'articolo si sofferma sulla costituzione di un Organismo autonomo per la tenuta dell'elenco dei confidi minori, al quale il decreto 141 ha assegnato alcuni compiti di controllo, e sull'attuazione del principio di proporzionalità nelle disposizioni di vigilanza.

Vengono, inoltre, evidenziati i profili di criticità impliciti nella scelta del legislatore di mantenere un doppio regime di controllo, nella sostenibilità del modello di confidi vigilato, nella difficoltà di rilevare correttamente il profilo di rischio di un intermediario di garanzia.

La valutazione complessiva del nuovo disegno regolamentare valorizza la scelta di neutralità del legislatore rispetto ai due modelli di confidi e al rispettivo regime di controllo, sottolineando la necessità di rafforzare le strutture organizzative e il processo di selezione del credito, al fine di contribuire nel modo più efficiente allo sviluppo delle piccole e medie imprese del paese.

PAROLE CHIAVE: CONFIDI • GARANZIA • TESTO UNICO BANCARIO • VIGILANZA

This paper explains the new regulatory framework of the Mutual Guarantee Institutions (MGIs or consortia) under the Legislative Decree 141 of August 13, 2010. This law has deeply amended the Consolidated Banking Law by reforming the provisions for governing non-bank financial intermediaries, financial agents and loan brokers. The paper analyzes the establishment of a self-regulatory body of smaller MGIs, to which the Legislative Decree 141/2010 assigns some control tasks, and the implementation of the proportionality principle.

Furthermore, it describes the main critical issues implied in the choice of maintaining two different supervisory regulatory frameworks for MGIs, the sustainability of the supervised consortium model and the possible shortcomings of the risk management techniques.

The overall assessment of the new regulatory framework enhances the neutral choice between the two different consortia regulation models and emphasizes the need of implementing a system of solid and efficient credit

guarantee consortia in Italy, to promote the growth of small and medium enterprises.

KEYWORDS: MUTUAL GUARANTEE INSTITUTION • GUARANTEE • CONSOLIDATED BANKING LAW • SUPERVISORY

La riforma del Titolo V del TUB (1) (2)

Per il settore dei confidi importanti novità sono state introdotte dalla riforma del Titolo V del TUB, ancora in via di completamento. Rileva, in primo luogo, l'istituzione dell'Organismo che, dotato di autonomia organizzativa, statutaria e finanziaria, subentrerà alla Banca d'Italia nella tenuta dell'elenco dei confidi minori.

I lavori per la costituzione dell'Organismo sono ancora in uno stadio preliminare, ma possono ritenersi bene avviati. L'auspicio è che l'avvio dell'operatività della nuova istituzione sia caratterizzata da professionalità, autorevolezza e trasparenza nell'esercizio delle nuove e importanti prerogative assegnate. All'Organismo spetterà non solo la gestione ordinaria dell'elenco, ma anche la vigilanza sul rispetto della disciplina di settore con ampi poteri informativi, ispettivi, sanzionatori e di intervento, ivi incluso il potere di cancellazione dall'elenco (art. 112-bis commi 3 e 4). La Banca d'Italia manterrà compiti di vigilanza sui confidi minori quanto a trasparenza e correttezza delle relazioni con la clientela, nonché sui profili regolamentari in materia di antiriciclaggio, i cui controlli saranno svolti dalla Guardia di Finanza. L'Organismo è sottoposto a vigilanza della Banca d'Italia finalizzata a verificare l'adeguatezza delle procedure interne adottate per lo svolgimento dell'attività (art. 112-bis comma 6).

Rispetto al sistema previgente – tuttora in essere nelle more del completamento della riforma – la carenza di poteri in capo alla Banca d'Italia nei confronti dei confidi minori viene ora sostituita da un

-
- 1) Il lavoro è stato presentato al convegno di Fedart tenutosi a Ischia il 1 ottobre 2011.
 - 2) Si ringrazia il dott. Luca Terrinoni e la dott.ssa Antonia Ferraris di Celle per il contributo prestato nella fase di predisposizione del presente articolo che non impegna l'Istituzione di appartenenza e rimane di esclusiva responsabilità dell'Autore.

impianto di controlli che dovrebbe a regime rafforzare l'affidabilità del settore.

Il tradizionale divario tra confidi minori, non regolamentati, e confidi vigilati tende ad attenuarsi; ciò non potrà non comportare benefici nel suo complesso.

Per i confidi che saranno autorizzati all'iscrizione nell'albo unico degli intermediari finanziari risulta confermato l'attuale impianto di vigilanza e, in particolare, la regolamentazione prudenziale articolata sui tre pilastri (requisiti patrimoniali, processo di controllo prudenziale e informativa al pubblico), rafforzata dall'introduzione di nuovi poteri di intervento riconosciuti alla Banca d'Italia; ad esempio, il divieto di effettuare determinate operazioni, anche di natura societaria, qualora non risulti garantita la sana e prudente gestione.

Il principio di proporzionalità

L'articolo 108, comma 6, del nuovo TUB sancisce l'obbligo per la Banca d'Italia, nell'esercizio dei poteri di supervisione, di osservare criteri di proporzionalità avuto riguardo alla complessità operativa, dimensionale e organizzativa degli intermediari, nonché alla natura specifica dell'attività svolta.

Si tratta di un principio che conferma un approccio da tempo adottato dall'Organo di Vigilanza nell'esercizio dei poteri regolamentari di supervisione. La Banca d'Italia ha comunque avviato, al suo interno, ulteriori riflessioni in materia di declinazione del principio di proporzionalità per l'attuazione della riforma del Titolo V, avendo presente che la platea vasta e diversificata degli intermediari finanziari, ai quali si aggiunge la peculiare realtà dei confidi, comprende soggetti caratterizzati da dimensioni operative anche molto ridotte, strutture organizzative esili e operatività limitata a nicchie di mercato specializzate.

L'impianto regolamentare dettato per le banche rappresenta il modello cui fare riferimento, in coerenza con il principio, affermato nella disciplina comunitaria, che consente di applicare forme di vigilanza "equivalente" sugli intermediari finanziari. Rispetto ad esso è possibile valutare meccanismi di graduazione delle regole di vigilanza prudenziale che consentano di realizzare un giusto equilibrio tra l'esi-

genza di assicurare la sana e prudente gestione dei soggetti vigilati e il contenimento degli oneri regolamentari.

Più in dettaglio, gli spazi di flessibilità andranno ricercati, nell'applicazione del secondo pilastro che contempla il processo di revisione dell'ICAAP predisposto dagli intermediari. Sono allo studio ipotesi di snellimento di taluni adempimenti a carico degli intermediari minori.

Sostenibilità del modello confidi vigilato

Relativamente al profilo di redditività, i dati segnalati a dicembre 2010 evidenziano un risultato netto complessivamente non favorevole per i confidi vigilati: 13 su 29 segnalanti hanno chiuso il bilancio con una perdita, nell'insieme, di 19 milioni di euro; i restanti operatori hanno realizzato un utile di 17 milioni di euro.

Il settore dei confidi è tradizionalmente connotato da una redditività modesta, in larga parte riconducibile alla natura mutualistica dell'attività e alle limitate opportunità di diversificazione operativa.

La possibilità di erogare finanziamenti in via diretta, consentita dalla normativa entro il limite del 20 per cento del totale attivo, potrebbe contribuire ad ampliare le fonti di reddito. Tale attività, peraltro, va attentamente considerata alla luce della carente expertise del settore: elevato è il rischio di incorrere in perdite se risultano insufficienti le professionalità e inadeguata la struttura organizzativa.

Potrebbe essere d'ausilio a un miglioramento del profilo di redditività anche una più efficiente gestione della tesoreria del confidi, da realizzare ricorrendo, se del caso, a formule di contrattazione "collettiva", da parte del "sistema confidi", con il sistema bancario. Ampie disponibilità liquide vengono, infatti, lasciate in giacenza sui conti delle banche che talvolta riconoscono tassi di remunerazione veramente modesti, un onere implicito caricato sui confidi quasi in cambio dei flussi di operatività verso gli stessi veicolati.

Avuta presente la richiamata debolezza del conto economico, appare cruciale il ruolo delle risorse pubbliche destinate al settore. Senza di queste l'equilibrio patrimoniale e reddituale del settore si conferma di precaria, se non di impossibile realizzazione.

Assume rilievo la tesi secondo cui il rilascio di garanzie alle piccole e medie imprese rappresenta un "bene pubblico", la cui gestione è

affidata a un composito sistema di incentivi e di imprese-garanti (i confidi, appunto).

A questo quadro si associa la tendenziale crescita del profilo concorrenziale in cui il settore si trova oggi a operare.

Ci si può interrogare se sia o meno opportuno stimolare forme di competizione tra confidi nonché tra questi e altre istituzioni che insistono sulle medesime aree territoriali. Al riguardo, spunti di interesse provengono dallo stesso mondo associativo allorchè riflette sulla filiera ottimale della garanzia in Italia. Oltre all'importante processo di aggregazione già intervenuto negli ultimi anni all'interno della categoria, vanno considerate anche ipotesi di accorpamento tra strutture appartenenti a categorie diverse. Vi sono confidi che, cresciuti in dimensione, operano ormai al di là del territorio tipico d'elezione; alla ricerca di volumi si spingono "oltre" le proprie tradizionali frontiere. Va salvaguardato il raggiungimento di una dimensione che preservi i legami con i territori d'appartenenza. Il valore di un confidi risiede nella prossimità e nel mantenimento di un'approfondita conoscenza, anche per il tramite delle strutture delle associazioni territoriali d'appartenenza, con le imprese affidate. L'indebolimento o la perdita di questo aggancio può avvenire a motivo del raggiungimento di una dimensione eccessiva ovvero al venir meno e all'affievolirsi dei punti di contatto sul territorio.

Il profilo del rischio di credito nei confidi

La rischiosità delle garanzie rilasciate dai confidi ha sensibilmente risentito dell'impatto della crisi. Per la Vigilanza questa circostanza desta preoccupazione, accentuata da talune, prime evidenze ricavate dall'attività di controllo: emergono, infatti, dubbi sulla correttezza della quantificazione dei crediti segnalati ad andamento anomalo ⁽³⁾. In proposito, è opportuno spendere alcune considerazioni.

La specificità dei confidi pone in risalto, innanzitutto, peculiari profili contabili connessi con la collocazione del rischio tipico sotto la linea; il trasferimento del credito sopra la linea avviene, di norma, solo a seguito dell'escussione attivata dall'intermediario garantito.

3) Cfr. tavola n. 1.

Nel caso delle garanzie sussidiarie, la normale gestione contabile può rendere meno immediata la classificazione a sofferenza poiché l'escussione è avviata in genere con l'accertamento della perdita definitiva da parte dell'intermediario garantito. L'impegno del confidi rischia di tramutarsi quindi direttamente in perdita, senza dar luogo in tali casi a rilevazione di sofferenze.

Anche nel caso delle garanzie "a prima richiesta" si potrebbe determinare un sottodimensionamento dell'anomalia segnalata, in quanto il passaggio a sofferenza coincide di solito con la richiesta al confidi dell'acconto sulla garanzia (normalmente il 50% dell'impegno) che è posteriore al manifestarsi dello stato di insolvenza del debitore.

Aspetto rilevante ai fini di una corretta evidenza della reale anomalia delle garanzie concesse da un confidi è la tempestiva percezione del deterioramento della qualità del credito. Per il confidi l'acquisizione di informazioni sul conto del cliente si concentra nella fase istruttoria, svolta a supporto della decisione concessoria. Il confidi dispone del flusso informativo di Centrale dei Rischi che, tuttavia, non sempre viene appieno valorizzato. Si registrano ampie vischiosità a utilizzare in modo intensivo lo strumentario tipico degli intermediari finanziari, estraneo tuttora alla cultura aziendale, sovente permeata di diffuse connotazioni amministrative e associative.

La generalità delle convenzioni fra confidi e banche contempla che la banca garantita sia tenuta a informare tempestivamente il confidi in ordine all'eventuale cambiamento di stato della posizione. Tale previsione, non infrequentemente disattesa, in alcuni casi non è adeguatamente presidiata, giacché dall'omissione informativa non discendono direttamente effetti economici o limitazioni all'efficacia della garanzia.

Per aggiornare la classificazione della clientela, i confidi ricorrono a canali informativi vari:

- accesso telematico diretto alle informazioni della banca (anagrafica e rischi) relative alle posizioni di credito garantite, con possibilità di estrazioni di liste attraverso semplici interrogazioni;
- invio periodico (in genere mensile) di un supporto magnetico (database excel su cd) contenente le informazioni sullo stato delle posizioni;
- comunicazione mensile, mediante tabulati cartacei, dei cambia-

menti di stato dei rapporti garantiti (passaggio alle varie categorie di anomalia).

Nel complesso, le soluzioni adottate non risultano pienamente efficaci sia per le omissioni e i ritardi nelle comunicazioni dirette sia per una difettosa gestione delle informazioni ricevute.

Si registrano sovente, su questo delicato aspetto, un mancato coinvolgimento degli organi aziendali dei confidi e un basso livello di formalizzazione che connota le intese fra confidi e banche; assunti spesso a livello operativo, alcuni di questi accordi non sempre responsabilizzano adeguatamente le strutture delle banche coinvolte.

Per quanto concerne la gestione delle informazioni da parte dei confidi, non risultano disponibili strumenti idonei alla lavorazione integrata dei dati, neanche con riferimento a quelli acquisiti in via digitale (liste estratte dai portali e database excel). I database ricavabili dai portali telematici non sono fra loro compatibili a causa della diversa strutturazione degli archivi dai quali sono ricavati; accade altresì che i processi aggregativi che interessano le banche determinino che lo stesso cliente sia riportato con anagrafiche differenti.

Si avverte la necessità di più incisive iniziative dei confidi e delle stesse banche in materia di monitoraggio del rischio, tali da facilitare per i primi l'attivazione di un'autonoma politica di segmentazione del portafoglio dei crediti di firma.

Oggettive difficoltà in tale direzione derivano dalla sostanziale dipendenza dei confidi dal sistema bancario, per quanto riguarda sia contenuti e modalità delle informazioni sull'andamento dei rapporti, sia l'accertamento dell'eventuale stato d'insolvenza del debitore (e della sua irreversibilità o temporaneità). Ulteriori difficoltà afferiscono alla strumentazione necessaria per rendere lavorabili le informazioni e automatizzare il caricamento di dati esterni sul sistema informativo.

Appare necessario che i confidi maturino la consapevolezza della necessità di non essere meramente passivi rispetto all'attivazione delle garanzie da parte delle banche; va sviluppata un'autonoma attitudine predittiva delle situazioni di insolvenza.

Una più accorta osservazione dell'evoluzione dei rapporti di garanzia potrebbe fornire elementi informativi preziosi anche sull'andamento dei settori produttivi assistiti, al fine di definire politiche di assunzione del rischio coerenti e criteri di selezione delle imprese.

Tra gli obiettivi da perseguire in tale area, per i confidi, si pone l'ampliamento delle fonti informative a disposizione, soprattutto attraverso lo sviluppo dei canali informativi interni derivanti dalla relazione con il cliente, per lo più incardinata nel sistema associativo. Questi devono integrarsi con le altre fonti disponibili costituite, oltre che dalle informazioni delle banche – come detto, ancora lontane da una sufficiente strutturazione – e dalla Centrale dei Rischi, dai dati andamentali di applicativi forniti da agenzie di analisi (es. Crif).

Le informazioni di cui la Vigilanza dispone fanno temere, purtroppo, che l'area di sottovalutazione delle partite deteriorate a carico dei confidi potrebbe essere ampia. Il vasto ambito delle posizioni ad incaglio segnalate dalle banche e delle sofferenze rettificcate rappresenta un terreno che non emerge adeguatamente tra le posizioni deteriorate dei confidi; ne va, invece, tenuto conto ai fini delle segnalazioni di vigilanza, della regolamentazione prudenziale e delle rettificche di valore. Ne potrebbero derivare un maggiore assorbimento patrimoniale e un impatto sui margini reddituali della gestione, a motivo delle maggiori svalutazioni.

Come affrontare questa situazione? Serve organizzare meglio e standardizzare i flussi informativi fra banche e confidi e promuovere, anche a fini gestionali, una più articolata graduazione delle situazioni di anomalia delle garanzie rilasciate.

I rapporti fra confidi e associazioni di categoria: modello distributivo e governance

La tematica del rapporto tra i confidi e le associazioni di categoria di cui sono espressione riveste peculiari profili di interesse, avute presenti le profonde modificazioni che l'industria della garanzia ha subito negli ultimi anni. Basti pensare agli ampi processi di aggregazione, alla rilevante crescita dimensionale di taluni confidi, alle modificazioni nel "peso specifico" di taluni di questi nei riguardi dell'associazione di appartenenza. Sono in atto riflessioni all'interno del settore volte a individuare proposte per un efficace "riposizionamento" dei modelli organizzativi, distributivi e di *governance*.

L'acquisizione della clientela attraverso il canale associativo è andata diminuendo di importanza, in termini relativi, in conseguenza di una

progressiva articolazione distributiva degli stessi confidi; le pratiche veicolate dalle sedi associative territoriali rappresentano quote decrescenti rispetto a quelle originate dall'autonomo lavoro commerciale del personale del confidi, (spesso ubicato presso le sedi territoriali delle associazioni stesse), ovvero provenienti da reti di vendita esterne o direttamente dalle banche.

L'affermazione di un sistema "multicanale" pone nuovi interrogativi, genera un diverso sistema di rapporti e di equilibri tra confidi e rispettiva associazione di categoria, con problematiche tipiche di una fase di maturità del settore che impone riflessioni e adattamenti sia al confidi che alle associazioni. Ne può derivare una progressiva marginalizzazione di queste ultime nella produzione, con ricadute anche nei rapporti di contribuzione / retrocessione al mondo associativo; importanti possono essere le ripercussioni sul complessivo sistema di rappresentanza.

Il rapporto tra il confidi e le rispettive associazioni di categoria è stato uno dei punti di forza del settore, una cinghia di collegamento e di coesione che – se genuinamente vissuto e scevro da pur sempre possibili distorsioni – contribuisce a interpretare in modo originale le esigenze dei territori e a consentire una più approfondita valutazione qualitativa dell'impresa.

Nella presente fase di trasformazione dell'industria dei confidi, questo collegamento – sempre vitale, ripeto, se correttamente interpretato – va con attenzione potenziato, attualizzato. Non va di certo disperso, né sottovalutato. Può continuare a rappresentare un punto di forza, purchè aggiornato all'evoluzione dei tempi; non va subito passivamente né vissuto con spirito corporativo e privo di lungimiranza. Vanno valorizzati gli esistenti approcci virtuosi che tendono a qualificare l'azione di guida e indirizzo espressa dalle singole associazioni quale pungolo per la categoria e i singoli associati. Va sfruttata la capacità negoziale di queste, così da mitigare la situazione di inferiorità di cui non infrequentemente i confidi soffrono nel confronto con il sistema bancario.

D'altro canto, il mondo delle associazioni non deve trovare motivi di disagio se i confidi – specie quelli iscritti nell'elenco 107 – connotano con un approccio imprenditoriale la gestione del rischio. Il rafforzamento delle strutture aziendali, l'adozione di criteri oggettivi nella

decisioni di affidamento, l'avvio di modalità gestionali relativamente evolute (*rating, pricing, monitoraggio*), l'attenzione all'equilibrio economico, rappresentano valori aziendali di per sé. Devono essere apprezzati da quanti hanno a cuore un efficiente funzionamento del mondo della garanzia mutualistica, anche dalle stesse associazioni di categoria. Può accadere che queste talora - interpretando in modo limitativo la garanzia come mero servizio e sottovalutandone i correlati profili di rischio - ritengano il confidi che segue una gestione imprenditoriale progressivamente estranea alle istanze mutualistiche e associative. È questo un errore da evitare.

Un aggiornato e proficuo rapporto con le associazioni delle imprese può dispiegare positive ricadute sulle funzioni di consulenza prestate alle imprese, sui modelli commerciali e distributivi, sulla stessa *governance* dei confidi.

A questo riguardo, specifica cautela va posta allorché le pressioni del mondo associativo impattano in modo invadente sulla definizione degli assetti di vertice dei confidi. Questa pressione non deve andare a discapito dell'efficienza e di una piena funzionalità degli organi aziendali; equilibrismi e dosaggi di rappresentanza possono condizionare negativamente qualità e quantità degli esponenti espressi dal mondo dell'associazionismo.

Si tratta di un delicato rapporto che deve saper trovare soluzioni appropriate all'interno di una diarchia di valori: da un lato, il rispetto dell'autonomia dei confidi in quanto imprese, dall'altro la valorizzazione dei legami con i territori, propria dell'associazionismo d'impresa, di quello autentico, che sa capire i fermenti presenti nel mondo delle aziende, che non alimenta lobbismi partigiani o clientelari, ma valorizza l'ascolto e la mediazione dei bisogni che emergono dalla piccola e media imprenditoria.

Coerenza del vigente impianto ordinamentale sui confidi

L'accresciuto ruolo dei confidi emerso durante la crisi e la più intensa interlocuzione con Stato, Regioni, Enti locali nel canalizzare il sostegno pubblico alle imprese accentuano legittimi interrogativi sull'effettiva "utilità" dell'attività di "doppia intermediazione" svolta dal sistema della garanzia mutualistica.

I detrattori del sistema possono chiedere: perché non far affluire le risorse pubbliche direttamente alle banche che erogano i crediti, “saltando” i confidi ed evitando il costo che essi aggiungono a carico dell’impresa, che resta la destinataria ultima dell’intervento?

Si potrebbe aggiungere, poi, che anche l’impianto delle norme ha contribuito ad “aggravare” la situazione, ponendo a carico del confidi 107 ulteriori oneri e gravami tipici di un intermediario finanziario, richiedendo strutturati assetti organizzativi, un articolato sistema di controlli interni, esigendo segnalazioni di vigilanza che fanno emergere i rischi con un maggior livello di dettaglio, patrimoni “alleggeriti” dalla mancata computabilità di fondi, in quanto non liberamente disponibili.

Onestà vuole che a questo genere di osservazioni sia data risposta. Provando a giustificare, senza retorica, la funzione economica del confidi, emergono, tra i tanti, alcuni punti di forza:

- un confidi ben radicato conosce le imprese del territorio, svolge un ruolo rilevante di attenuazione delle asimmetrie informative patite dal sistema bancario, riduce per quest’ultimo la rischiosità dei prestiti;
- un confidi bene organizzato contribuisce ad accrescere la cultura finanziaria delle piccole imprese; sa, con professionalità e prontezza, individuare le necessità finanziarie e attivare i fondi pubblici che meglio rispondono ai bisogni dell’impresa; queste risorse vengono così allocate in modo più efficiente a beneficio dell’economia nel suo insieme;
- un confidi adeguatamente dimensionato svolge nei confronti del sistema bancario un’importante funzione di “contrattazione” a beneficio di un’efficiente concessione della garanzia mutualistica.

Dunque, si può con una certa serenità confermare che il sistema dei confidi – se ben gestito - non rappresenta per le imprese solo un costo aggiuntivo (un onere da “doppia intermediazione”), ma un punto di forza e un volano di crescita a sostegno del tessuto piccolo-medio imprenditoriale italiano.

Dipanato nei termini ora indicati il dubbio poc’anzi enunciato, ci si può domandare se il disegno legislativo che progressivamente è andato maturando sui confidi abbia seguito un percorso costantemente

coerente. La risposta da dare non è necessariamente affermativa.

Il riordino del comparto fu avviato nel 2003; è giunto in larga parte a compimento nel 2010, allorchè una cinquantina di confidi sono stati iscritti nell'elenco speciale ex art. 107 ⁽⁴⁾. Chi pensò la legge del 2003 non aveva in mente la riforma introdotta, poi, con il d.lgs 141 del 2010. Vi sono stati fatti ed eventi che hanno influito su questo percorso, venutosi a comporre nel tempo in modo stratificato, più come risposta a circostanze esogene che non a un disegno ordinato di sistemazione del settore.

Uno dei fatti è rappresentato dalla volontà degli stessi confidi di poter essere annoverati tra i beneficiari del trattamento prudenziale di favore previsto dalle regole di Basilea sulla mitigazione del rischio: questo obiettivo indusse l'industria - e le stesse autorità - a prevedere la trasformazione dei confidi maggiori in intermediari 107, sottoposti a una vigilanza prudenziale equivalente.

Venne fissato all'epoca un livello della soglia - scelto ad un tempo in modo consapevole ma con inevitabile approssimazione - oltre la quale scatta l'obbligo della trasformazione. A parte i confidi di rilevanti dimensioni - già "segnati" nella loro sorte di soggetti vigilati - cominciarono da allora elucubrazioni, progetti, congetture, convegni sul futuro da assegnare al singolo confidi. Vi fu, da un lato, la rincorsa di chi ambiva a fare "bella figura" diventando 107 vigilato (sottovalutando sovente gli oneri ineludibili della vigilanza); dall'altro, si sono registrati tentativi anche fantasiosi di fuga - non pochi dei quali ancora in atto - da parte di altri confidi che hanno fatto di tutto pur di non raggiungere la soglia, evitando così di sottoporsi agli stringenti controlli imposti ai 107.

Un altro fatto che ha, indirettamente, influenzato il percorso dei confidi è stata l'incorporazione da parte della Banca d'Italia dell'Ufficio Italiano Cambi. La stessa Autorità di Vigilanza competente sui confidi 107 "si accorge" di avere in pancia un elenco di oltre 600 confidi iscritti nella sezione di cui all'art. 155, comma 4 del TUB, sui quali non ha potere alcuno. Si trova ad essere sollecitata da Procure e Guardia di Finanza per agire contro com-

4) Per la distribuzione geografica dei confidi, si confronti la tavola 2.

portamenti anomali e diffusa opacità che connotano il comparto. Il legislatore viene, pertanto, sensibilizzato sull'incoerenza del sistema, sui rischi che un non trascurabile settore delle garanzie mutualistiche sia lasciato privo di controlli e di poteri in capo alle Autorità. Si avvia così un percorso parallelo volto a dare un minimo di ordine e disciplina al comparto dei confidi minori. Nasce la disciplina dell'Organismo preposto ai controlli sui confidi ex art. 155, comma 4, in origine neppure previsto nella legge delega, ma "recuperato" dal decreto delegato.

E' questo un disegno complessivamente coerente? Si auspica che lo possa diventare. Con ripetuti e progressivi aggiustamenti, si cerca ora di comporre un quadro che – anche se non pensato, nel suo insieme, con certissima coerenza – rappresenti la cornice all'interno della quale operare in modo ordinato, competere ad armi pari, prestare con la necessaria efficienza i propri servizi.

Come in qualsiasi ambito economico, deve poter funzionare un corretto sistema di incentivi.

Chi sta nell'elenco 107 (domani nell'albo unico) – e sopporta gli oneri di una più stringente vigilanza – deve poter contare, in contropartita, su specifiche opportunità: può erogare, seppure con limitazioni, crediti diretti alle imprese; gode di una ponderazione di favore da parte delle banche; può prestare garanzie in favore di enti pubblici. Le pubbliche amministrazioni dovrebbero – almeno in teoria - prediligere la destinazione delle risorse in favore dei confidi meglio strutturati, maggiormente affidabili. Al contempo il sistema bancario dovrebbe ulteriormente valorizzare il "peso" di una garanzia che offre una tale ponderazione.

Quanto sopra non sta a dire che i confidi che saranno sottoposti ai controlli dell'Organismo non abbiano pari dignità di operare, né debbano essere meno seri o affidabili. Anche per l'Organismo si tratterà di impostare uno strumentario di verifiche, cautele, interventi volti a salvaguardare la qualità del loro operato. Resta il fatto che l'impianto dei requisiti e dei controlli che presiede l'iscrizione e l'operatività dei confidi sottoposti a vigilanza della Banca d'Italia rimane significativamente più intenso e penetrante.

Ambedue le tipologie dei confidi devono, anche ricorrendo a configurazioni organizzative innovative purchè efficaci, salvaguarda-

re i due punti di forza citati in esordio di questo paragrafo: radicamento nel territorio e conoscenza delle imprese da un lato, adeguata struttura organizzativa ed efficiente struttura di back-office dall'altro.

Conclusioni

Il disegno che il legislatore ha delineato appare ispirato a un carattere di sostanziale neutralità: potranno in futuro coesistere le due figure di confidi, il maggiore e il minore. Al primo verrà applicata una vigilanza prudenziale equivalente a quella delle banche, che lo dovrebbe rendere più solido e affidabile. Al competente Dicastero dell'Economia spetta fissare la soglia (oggi pari a 75 milioni di euro) oltre la quale scatta l'obbligo di trasformarsi in intermediario vigilato. La misura della soglia è di particolare rilievo, in quanto segna la cesura tra una categoria e l'altra; quella vigente ha rappresentato per anni, grazie alla sua costanza nel tempo, un vincolo da rispettare e un obiettivo da perseguire, influenzando in più casi le stesse strategie aziendali.

L'attuale fluidità del disegno normativo crea inevitabili incertezze all'interno della categoria. Diventa importante, per le autorità, dare risposte certe e delineare un quadro prospettico stabile e ordinato. Questo dovrebbe articolarsi su:

- confidi di maggiore dimensione che, per il rilievo importante che hanno per l'economia dei territori, abbisognano di assetti meglio strutturati e di una vigilanza più attenta; essi devono essere in grado di reggere sotto il profilo patrimoniale, reddituale e dell'adeguatezza organizzativa;
- confidi di minore dimensione, ad operatività limitata, che saranno assoggettati a controlli meno penetranti a cura dell'Organismo; avendo costi inferiori, potranno più agevolmente mantenere il necessario equilibrio reddituale.

La presenza di un'attività di controllo svolta dalla Banca d'Italia intende essere non solo un onere, ma uno stimolo a dar vita a strutture che garantiscano maggiore serietà, solidità, efficienza. L'originario incentivo a essere sottoposti a una vigilanza prudenziale equivalente a quella delle banche – dato dal riconoscimento delle garanzie mu-

tualistiche prestate dai confidi come strumenti di attenuazione del rischio di credito - va adeguatamente apprezzato dal sistema bancario, in modo da “premiare” il ruolo dei confidi 107.

È avvertita la necessità per i confidi nel loro insieme – grazie anche al supporto delle associazioni di categoria – di rafforzare le proprie strutture organizzative e migliorare il processo di selezione del credito per poter contribuire, nel modo più efficiente, allo sviluppo delle piccole e medie imprese del nostro paese.

Riferimenti bibliografici

Columba F., Gambacorta L., Mistrulli P.E., (2010), *Mutual Guarantee Institutions and Small Business Finance*, Journal of Financial Stability, Volume 6, Issue 1, April.

AA.VV. (2011), *La nuova attività dei confidi. Profili gestionali, contabili e regolamentari*, a cura di Lorenzo Gai, Università degli Studi di Firenze, ed. Franco Angeli.

De Vincentiis Paola, Nicolai Marco (a cura di) (2010), *Il sistema dei Confidi in Italia. Strategie e tendenze evolutive*, ed. Bancaria editrice

AA.VV. (2010), *L'attività dei confidi a sostegno del credito alle PMI*, RES consulting group.

SRM – Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno (2009), *Confidi Imprese e Territorio: un rapporto in evoluzione. Le prospettive per il Mezzogiorno*, ed. Giannini Editore.

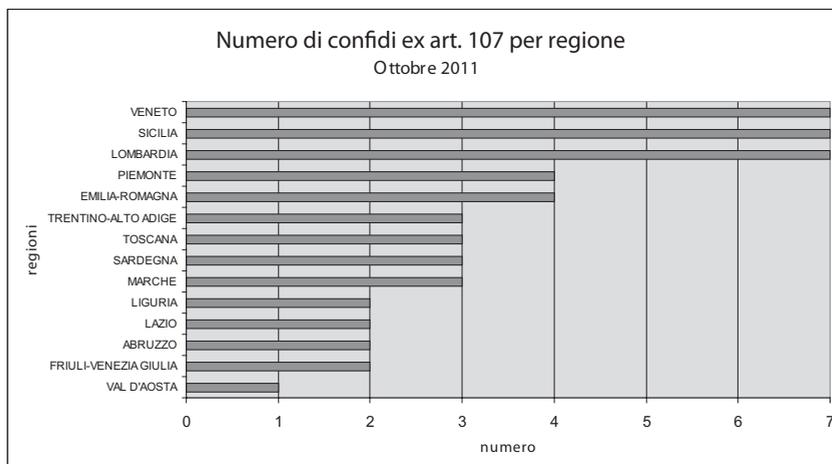
Tavole

Tavola 1 - Ripartizione geografica del soggetto garantito da confidi 107

Indici di rischiosità (dati al 31.12.2010)

AREA GEOGRAFICA	Garanzie		Sofferenze	Sofferenze/ Garanzie
	Importo (/000)	%	%	
ITALIA NORD-OCCIDENTALE	4.367.132	44,2%	43,9%	1,1%
ITALIA NORD-ORIENTALE	1.848.101	17,8%	15,5%	1,0%
ITALIA CENTRALE	4.022.308	28,1%	26,7%	1,1%
ITALIA MERIDIONALE	393.072	2,2%	6,4%	3,3%
ITALIA INSULARE	698.990	7,7%	7,5%	1,1%
Totale	11.329.603	100%	100%	1,1%
Partite deteriorate / Garanzie	5,6%			

Tavola 2 - Distribuzione geografica dei confidi



**I “VINCITORI IN ETICA”:
VALUTAZIONE MULTICRITERIALE DI FONDI
SOCIALMENTE RESPONSABILI**

*THE “WINNERS IN ETHICS”: MULTICRITERIA EVALUATION
OF SOCIALLY RESPONSIBLE FUNDS*

Stefania Funari

*Dipartimento di Management
Università Ca’Foscari di Venezia*

*Department of Management
Ca’Foscari University of Venice*

funari@unive.it

A fronte della crescita nell'offerta di fondi socialmente responsabili che si è registrata nel mercato internazionale nell'ultimo decennio, diviene significativo riuscire a distinguere i diversi fondi etici sulla base dei criteri di responsabilità sociale adottati dai gestori. Per tale motivo recentemente si è iniziato a parlare di rating etico di fondi di investimento, intendendo con tale termine sistemi di classificazione di fondi etici che considerano aspetti legati alla responsabilità sociale e sostenibile dei fondi. Nella prima parte di questo lavoro si presentano alcune esperienze nazionali ed internazionali di rating etico e viene calcolato un punteggio di rating per i fondi di investimento socialmente responsabili presenti sul mercato italiano. Successivamente si sviluppa un modello multicriteriale di supporto alle decisioni di investimento, in grado di valutare la performance complessiva dei fondi socialmente responsabili e in grado di ottenere la miglior soluzione di compromesso in presenza di una molteplicità di obiettivi perseguiti dagli investitori etici.

PAROLE CHIAVE: FONDI DI INVESTIMENTO SOCIALMENTE RESPONSABILI • RATING ETICO • ANALISI MULTICRITERIALE

The growth in the supply of socially responsible funds that have occurred in the international market over the past decades makes it important to be able to distinguish the ethical funds on the basis of the social responsibility issues considered by management companies. For this reason it could be useful to compute the ethical rating of funds, meaning classification systems of ethical funds on the basis of their social responsibility features. In the first part of this paper we present some international experiences of ethical rating and compute an ethical rating score for some socially responsible investment funds present in the Italian market. Subsequently we develop a multicriteria model to support investment decisions that allows to assess the overall performance of socially responsible funds and allows to obtain the best compromise solution in the presence of a multiplicity of objectives pursued by ethical investors.

KEYWORDS: SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT FUNDS • ETHICAL RATING • MULTICRITERIA ANALYSIS

1. Introduzione e rassegna della letteratura

La maggior parte degli studi di natura finanziaria che ha analizzato il mercato dei fondi comuni di investimento etici (o socialmente re-

sponsabili), si è concentrata sull'analisi della performance realizzata dai fondi etici in confronto a quella ottenuta dai fondi non etici. La questione è vedere se i fondi socialmente responsabili registrino o meno rendimenti finanziari inferiori rispetto ai fondi tradizionali.

La teoria classica di portafoglio (Markowitz, 1959) induce a pensare che i fondi di investimento etici, in particolare quelli che adottano strategie di screening¹, limitando la diversificazione del portafoglio, siano portati a sopportare un sacrificio finanziario, in termini di maggior rischio/minor rendimento; il sacrificio sopportato dall'investitore etico risulta dipendere anche dall'importanza relativa dei criteri sociali e finanziari considerati nel problema di ottimizzazione per la costruzione di portafogli efficienti, come evidenziato in Dupré et al. (2004). D'altro lato, diverse analisi empiriche mostrano come la performance dei fondi etici non si discosti in maniera significativa da quella dei fondi non etici (ad esempio Bauer et al., 2005; Bello, 2005; Scholtens, 2005; Benson et al., 2006).

Negli studi sulla valutazione della performance dei fondi etici solo in rari casi si è però considerata la non omogeneità dei fondi dovuta a caratteristiche diverse in termini di eticità (ad esempio in Basso, Funari, 2002, 2003) e solo raramente si è tenuto esplicitamente conto della dimensione etica in problemi di gestione del portafoglio (ad esempio in Dupré et al., 2004).

Se però si considera il fatto che tra i fondi che sono definiti etici si trovano in realtà strumenti di investimento con modelli di gestione diversi, la conoscenza dei criteri di responsabilità sociale adottati dai gestori diviene fondamentale per giungere a selezionare i prodotti che meglio soddisfano le finalità etiche degli investitori. La situazione appare infatti molto variegata. Ci sono società di gestione che si limitano ad impiegare criteri di screening negativi, limitandosi ad esempio ad escludere l'industria delle armi, dell'alcool, o del tabacco; altri gestori integrano invece criteri di esclusione con quelli di inclusione (screening positivo) di tipo ambientale, sociale e di governance; alcuni intermediari consentono di includere in portafoglio titoli di imprese

1) Lo screening è il processo di selezione degli investimenti che prevede l'esclusione (screening negativo) o l'inclusione (screening positivo) di titoli dai portafogli finanziari, in base a criteri di responsabilità sociale.

che, pur appartenendo a settori che sarebbero esclusi, costituiscono le migliori rappresentanti di particolari settori economici (criteri best in class); alcuni gestori svolgono un'attività di azionariato attivo e, tramite l'esercizio del diritto di voto, tentano un coinvolgimento delle imprese inducendole ad assumere comportamenti socialmente responsabili.

A fronte della crescita nell'offerta di fondi socialmente responsabili che si è registrata nel mercato internazionale nell'ultimo decennio, i potenziali investitori potrebbero quindi incontrare grandi difficoltà di scelta e di valutazione comparativa. Essi dovrebbero riuscire ad esaminare concretamente i principi a cui si ispirano le scelte d'investimento dei fondi che intendono acquistare, cosa non semplice e spesso non fattibile data la non sempre adeguata trasparenza nelle politiche di investimento adottate.

Per tale motivo recentemente si è cominciato ad utilizzare un indicatore numerico che fornisce una sintesi dei vari aspetti legati alla responsabilità sociale e sostenibile dei fondi di investimento. Sulla base di tale valore numerico, i fondi socialmente responsabili possono essere ordinati e suddivisi in classi di rating; si è iniziato quindi a parlare di rating etico di fondi di investimento intendendo sistemi di ordinamento e classificazione dei fondi etici, sulla base di considerazioni relative ad aspetti legati alla responsabilità sociale e sostenibile dei fondi, in analogia a quanto avviene con i sistemi di rating finanziario. Nella prima parte di questo lavoro si presentano alcune esperienze nazionali ed internazionali di rating etico e viene calcolato un punteggio di rating per i fondi di investimento socialmente responsabili presenti sul mercato italiano. Successivamente il punteggio di rating viene utilizzato, unitamente a dati di natura economico finanziaria, in un modello integrato per la valutazione della performance di fondi socialmente responsabili commercializzati in Italia, tramite l'impiego di una particolare metodologia di analisi multicriteriale.

Anche se vi sono ancora questioni aperte legate al rating etico di fondi di investimento è difficile negare l'importanza, per un investitore etico, di tenere simultaneamente in considerazione la performance sociale dell'investimento, accanto a quella strettamente finanziaria, considerata la natura stessa dell'investimento etico di essere "a set of approaches which include social or ethical goals or constraints as well

as more conventional financial criteria in decisions over whether to acquire, hold or dispose of a particular investment" (Cowton, 1999). In tale contesto la determinazione del rating etico rappresenta un tentativo di sintesi di tutti quegli aspetti non strettamente finanziari legati all'investimento socialmente responsabile.

La definizione di investimento etico appena sopra riportata, ponendo l'enfasi sui molteplici punti di vista e finalità dell'investitore, evidenzia inoltre il carattere multidimensionale delle decisioni di investimento in prodotti socialmente responsabili, ispirando il ricorso a metodologie di analisi di tipo multicriteriale.

L'analisi multicriteriale (MCDA²) può essere infatti di supporto anche alle decisioni finanziarie. La possibilità di considerare diversi aspetti/obiettivi del problema, di strutturare problemi decisionali complessi, di trattarli mediante metodi scientifici che siano allo stesso tempo sofisticati, flessibili e realistici e la possibilità di introdurre nel processo di valutazione sia criteri di natura quantitativa che altri di natura qualitativa, rappresentano alcuni dei vantaggi dell'analisi MCDA nello studio dei problemi decisionali in finanza (Spronk et al., 2005).

In particolare, un settore delle decisioni finanziarie in cui è possibile apprezzare il contributo di metodologie MCDA è costituito dalle decisioni di investimento in fondi comuni³.

In Cook, Hebner (1993) si fa notare come gli investitori in fondi comuni, che sono portati a scegliere i fondi in cui investire sulla base di molteplici fattori (come il rendimento, il rischio, le spese di investimento, la qualità del servizio offerto), posseggono preferenze eterogenee, per cui l'approccio multicriteriale si rivela particolarmente idoneo qualora si vogliano valutare i fondi di investimento sulla base della prospettiva di singoli potenziali investitori.

Pendaraki et al. (2003) e Pendaraki, Zopounidis (2003) osservano come il rischio abbia natura multidimensionale e sia influenzato da

-
- 2) MCDA (*Multicriteria Decision Aid/Analysis*) rappresenta una disciplina per lo studio delle decisioni che cerca di tenere in esplicita considerazione una molteplicità di aspetti/punti di vista relativi al processo decisionale (Belton, Stuart, 2002; Figueira et al., 2005).
 - 3) L'impiego di approcci MCDA nella valutazione di fondi comuni è relativamente recente. Le metodologie tradizionali di valutazione della performance sono basate principalmente sul concetto di rendimento aggiustato per il rischio (Sharpe, 1966; Treynor, 1965). Si veda ad esempio Levy, Sarnat (1984) e Plantinga (2007) per una rassegna sui diversi metodi di valutazione della performance.

un insieme di variabili di natura finanziaria, criteri qualitativi e fattori macroeconomici, per cui gli autori propongono l'utilizzo di metodologie di analisi multicriteriale (nello specifico i metodi UTADIS e PROMETHEE) per lo sviluppo di modelli di valutazione della performance di fondi comuni, considerando fra i criteri di valutazione anche diverse misure di rischio. In Pendaraki et al. (2005) tecniche MCDA vengono invece adottate per selezionare un insieme di fondi comuni, che sono utilizzati in un secondo stadio del processo valutativo per costruire un portafoglio ottimo; in questo caso la giustificazione dell'adozione di metodi MCDA per la valutazione di fondi comuni è basata sulla constatazione che esistono alcune limitazioni e criticità nell'applicazione delle tradizionali metodologie di misurazione della performance.

In questo lavoro si vuole evidenziare in particolare come un'analisi in grado di tenere in considerazione molteplici punti di vista del problema, quale un'analisi di tipo multicriteriale, possa rivelarsi opportuna nel trattare problemi che riguardano decisioni di investimento socialmente responsabile. Ai vantaggi che l'adozione di metodologie MCDA può fornire ai problemi di selezione di fondi comuni di investimento, si aggiunge la considerazione che l'impiego di tali tecniche consente di includere nel processo di valutazione anche la dimensione sociale dell'investimento e le preferenze dell'investitore etico.

Il lavoro è strutturato come segue. Nel paragrafo 2 si analizza il concetto di rating per fondi socialmente responsabili e si illustrano alcune esperienze di rating etico. Nel paragrafo 3 si fornisce il calcolo di un punteggio di rating per un insieme di fondi etici presenti sul mercato italiano, considerando diversi scenari per la struttura dei pesi. Il paragrafo 4 presenta la metodologia MCDA impiegata ed i risultati ottenuti in termini di valutazione dei fondi etici commercializzati in Italia. Alcune osservazioni finali nel paragrafo 5 concludono il lavoro.

2. Rating etico per fondi socialmente responsabili

Quando si parla di rating etico in tema di investimento socialmente responsabile ci si riferisce tradizionalmente al giudizio sintetico su un titolo oggetto di possibile investimento, basato su criteri di responsabilità sociale e ambientale dell'impresa emittente. Solitamente il

rating viene fornito da agenzie esterne e indipendenti dalle società di gestione dei fondi (i cosiddetti advisor esterni), che raccolgono le informazioni e valutano il livello di responsabilità sociale ed ambientale delle imprese. La società di gestione di un fondo di investimento può quindi decidere se inserire o meno un certo titolo nel portafoglio di investimento tenendo conto del rating etico fornito dagli advisor. In questo caso l'espressione “rating” viene utilizzata in analogia alle tradizionali metodologie di rating finanziario, benchè non sempre le analisi del comportamento socialmente responsabile delle imprese si traducano effettivamente in una scala di rating.

Recentemente, per rispondere ad una maggior esigenza informativa degli investitori a fronte dell'aumentata offerta di prodotti etici, si è iniziato a parlare di rating etico (a volte indicato anche con i termini rating sociale o rating di sostenibilità), riferendo tale concetto direttamente ai fondi di investimento etici. In questo caso per rating etico si intendono sistemi di classificazione e ordinamento dei fondi sulla base di considerazioni relative ad aspetti legati alla responsabilità sociale dei fondi. In questo lavoro faremo riferimento a tale significato del termine.

L'approccio utilizzato più frequentemente e impiegato anche nei sistemi di rating tradizionale (Krahn, Weber, 2001) è quello di considerare diversi aspetti (criteri) legati alle caratteristiche etiche e di responsabilità sociale dei fondi, valutare separatamente ciascun aspetto e poi aggregare le singole valutazioni⁴.

Il punteggio di rating è in grado di sintetizzare una grande quantità di informazioni sul profilo etico dei fondi. Tramite il calcolo del punteggio di rating etico, i fondi socialmente responsabili possono essere ordinati e suddivisi in classi di rating, in analogia a quanto avviene per i sistemi di rating finanziario. I fondi a cui vengono associati punteggi di rating elevati dovrebbero essere fondi che complessivamente ottengono buone performance dal punto di vista della responsabilità sociale e sostenibile, in termini di questioni quali i diritti umani, le relazioni con gli stakeholder, la sostenibilità ambientale, ecc.

4) Tipicamente mediante un'aggregazione di tipo lineare, calcolando la somma pesata delle singole valutazioni, mediante un opportuno sistema di pesi (ad ogni criterio di valutazione viene associato un peso che indica l'importanza attribuita a quel particolare aspetto di responsabilità sociale).

Per la determinazione del rating etico si può anche osservare che, essendo i fondi comuni di investimento portafogli di titoli, assume importanza la natura stessa dei titoli e la composizione del portafoglio; se quindi aumenta nel portafoglio la quota di titoli con una cattiva performance etica, peggiorerà anche la performance etica complessiva del fondo (Köllner et al., 2005; Kempf, Osthoff, 2008). Si potrebbero quindi utilizzare congiuntamente le informazioni sulle quote di portafoglio e le informazioni sul livello di responsabilità sociale dei titoli stessi (ottenute queste ultime ad esempio da advisor esterni), in modo da pervenire ad una classificazione dei fondi basata su criteri etici.

La tabella 1 illustra sinteticamente alcune esperienze di rating etico di fondi socialmente responsabili; sono presentate alcune organizzazioni che da alcuni anni hanno iniziato a monitorare la performance sociale dei fondi etici e a fornire alcuni servizi in tema di investimento socialmente responsabile (SRI); sovente il rating etico non rappresenta l'unico servizio fornito da una certa organizzazione, ma fa parte di un insieme di informazioni più generali riguardanti i fondi comuni esaminati nelle specifiche indagini.

Tutte le esperienze menzionate nella tabella 1, con l'eccezione di Ethical Investors, forniscono per ciascun fondo monitorato un punteggio finale, che sintetizza in un unico valore i diversi aspetti legati alla performance sociale dei fondi analizzati. In alcuni casi il punteggio ottenuto viene impiegato per classificare i fondi in diverse classi di rating, come ad esempio nel caso del Natural Investment Service (NIS) in cui si utilizza una scala di rating che va da uno a cinque "cuori".

Appare interessante notare come, per avere una visione complessiva della performance etica dei fondi di investimento, non basti considerare l'aspetto relativo alla selezione dei titoli, anche se comunque esso rappresenta un elemento importante a cui viene spesso associato un elevato peso nella definizione del punteggio di rating. Infatti nelle diverse esperienze osservate lo screening non rappresenta l'unico criterio considerato nella determinazione del rating etico; i criteri di analisi utilizzati sono variegati, sia per tipologia che per numerosità e diverso grado di dettaglio nella descrizione di ciascun criterio. Oltre allo screening (negativo e positivo) si trovano citati altri aspetti, come la presenza di sistemi di controllo nel processo di selezione dei titoli, la trasparenza nelle procedure adottate dal gestore, l'adesione

alle linee guida promosse dall'European Social Investment Forum (Eurosif), la qualità della ricerca in tema di responsabilità sociale, il perseguimento di politiche di azionariato attivo.

Riguardo ad esempio alla trasparenza, la sua importanza viene riconosciuta in varie sedi. In Schwartz (2003) si osserva come i fondi etici, per loro natura, dovrebbero assumere degli impegni aggiuntivi nei confronti degli investitori, rispetto ai fondi tradizionali, e questo avviene principalmente in termini di trasparenza sui criteri di responsabilità sociale adottati; inoltre la trasparenza è considerata come uno degli elementi da includere nel codice etico di cui dovrebbero dotarsi i fondi socialmente responsabili (si veda Schwartz, 2003). Anche le linee guida promosse da Eurosif sono appunto rivolte a rendere i fondi etici più trasparenti nei confronti degli investitori⁵.

Tab. 1: Alcune esperienze di rating etico di fondi socialmente responsabili

<i>Nome dell'organizzazione o del servizio fornito</i>	<i>Breve descrizione del sistema di rating adottato</i>
Ofe-Osservatorio finanza etica	Ofe è un portale italiano dedicato alla finanza etica ed è realizzato dall'Osservatorio finanziario, istituto di ricerca che monitora prodotti e servizi bancari. Sulla base di criteri di esclusione e di inclusione, trasparenza nelle procedure adottate dal gestore, presenza di un advisor etico, adesione alle linee guida Eurosif, adozione di politiche di azionariato attivo. Ofe fornisce per ogni fondo etico monitorato un punteggio finale che varia tra zero e sette [Ofe-Of, 2009; www.osservatoriofinanzaetica.it].
GOE-Gesellschaft für Organisation und Entscheidung m.B.H.	GOE è una società svizzera che offre servizi e consulenze finanziarie e sviluppa sistemi integrati di rating per la valutazione della performance finanziaria, sociale, ambientale. Uno studio pubblicato da GOE riguarda il <i>sustainability rating</i> dei fondi socialmente responsabili collocati in paesi di lingua tedesca. Il sistema è basato su un insieme di criteri di valutazione, fra cui trasparenza, engagement, qualità della ricerca in ambito SRI, qualità della gestione dell'intero processo di investimento, le cui valutazioni sono state ponderate tramite un sistema di pesi determinati attraverso metodologie AHP e SMART. I fondi con punteggi più elevati sono stati classificati nelle classi di rating: A ⁺ (punteggio 75-100), A (punteggio 70-74) e A ⁻ (punteggio 65-69) [Köllner, Weber, 2005; www.goe.ch]. GOE partecipa all'offerta dell' "SRI Funds Advice".

5) Le linee guida sulla trasparenza intendono esplicitare e divulgare al pubblico tutte le informazioni che riguardano i fondi etici gestiti, in termini ad esempio di criteri SRI adottati, processo di ricerca, presenza di advisor esterni, politiche di engagement seguite, ecc. (si veda Eurosif, *European SRI Transparency Code*, www.eurosif.org).

Tab. 1: Alcune esperienze di rating etico di fondi socialmente responsabili*(segue)*

<i>Nome dell'organizzazione o del servizio fornito</i>	<i>Breve descrizione del sistema di rating adottato</i>
SRI Funds Advice	Servizio lanciato nel 2007 dalle società svizzere GOE m.B.H. e Care Group AG. Accanto ad un rating di tipo finanziario viene fornito un rating di sostenibilità per un insieme monitorato di fondi socialmente responsabili. L'analisi di sostenibilità valuta la qualità nella ricerca SRI, la qualità nel portafoglio, prevalentemente in termini di performance ambientale e sociale, l'engagement e la trasparenza riguardo alle scelte di investimento e ai criteri di selezione [cms.srifundsadvice.com].
Ethical Investors	Ethical Investors è una società inglese di consulenza in tema di investimento socialmente responsabile. Nel sito web è consultabile l' <i>Ethical Fund Directory</i> , che fornisce un rating dei fondi etici disponibili nel Regno Unito, sulla base di una classificazione che avviene per area (tre aree: <i>Social, Animal, Environment</i>). Viene stabilita una posizione media per area ed ogni fondo è classificato sulla base della sua posizione rispetto alla media ("Below average", "Average", "Plus", "Double Plus") [www.ethicalinvestors.com].
Corporate Knights Inc.	La rivista Corporate Knights fornisce un'indagine periodica sul rating di un insieme di fondi canadesi socialmente responsabili; viene calcolato un social score, in termini di punteggio compreso tra zero e cento, sulla base di un insieme di criteri relativi alla trasparenza, alle iniziative di azionariato attivo, alla presenza di organi di controllo esterno, all'applicazione di criteri sociali, ambientali e di governance [Corporate Knights, 2009].
NIS-Natural Investment Services	La società Natural Investment Services (NIS) fornisce un rating di fondi di investimento socialmente responsabili (NI Social Rating SM), che tiene conto di diversi criteri di responsabilità sociale. I criteri di valutazione hanno subito un'evoluzione nel tempo per tener conto dei cambiamenti intervenuti nel corso degli anni nei comportamenti socialmente responsabili. Attualmente essi considerano le diverse strategie adottate in termini di responsabilità sociale (screening, community investing, shareholder activism). NIS attribuisce ad ogni fondo socialmente responsabile monitorato un punteggio, tramite il quale il fondo viene collocato in una particolare classe di rating, che va da "un cuore" (♥) a "cinque cuori" (♥♥♥♥♥). Nel calcolo del punteggio complessivo, NIS pesa in modo diverso le diverse strategie etiche adottate, attribuendo maggiore importanza alle strategie di screening rispetto alle altre e, in particolare assegnando un peso maggiore allo screening positivo rispetto a quello negativo [naturalinvesting.com].

Fonte: ns. elaborazione

Rimangono comunque alcune problematiche da affrontare nella determinazione del rating etico di fondi socialmente responsabili; una di queste è ad esempio la circostanza che le variabili che confluiscono sulla determinazione del rating etico sono molteplici, non sempre facilmente misurabili e sono strettamente legate alle preferenze del valutatore e degli investitori e al significato che gli operatori stessi attribuiscono ai termini "etico" o "socialmente responsabile"⁶. Ad esempio investitori ispirati da una morale religiosa potrebbero attribuire grande importanza al rispetto di alcuni criteri che invece potrebbero essere poco significativi per un investitore di tipo ambientalista. Le problematiche legate ai sistemi di rating non sono comunque peculiari del rating etico di fondi socialmente responsabili, ma si incontrano e sono state ampiamente discusse anche con riferimento al rating fornito dalle agenzie di rating etico (Brink, 2002) e, più in generale, con riferimento alle agenzie che forniscono rating finanziario (Finch, 2005; Ferri, Lacitignola, 2009).

Se da un lato definire delle linee guida comuni nella determinazione del rating etico di fondi di investimento potrebbe essere utile ai fini di una miglior comparabilità dei rating prodotti, dall'altro lato occorre però considerare che una standardizzazione potrebbe non essere né possibile né auspicabile in tema di investimento socialmente responsabile (si veda ad esempio Dunfee, 2003). Tuttavia, analogamente al rating etico delle imprese e al rating finanziario, sarebbe opportuno che vi fosse trasparenza in ogni fase del processo di determinazione del rating.

In questa direzione, nel lavoro di Köllner et al. (2005) la trasparenza viene inclusa fra i principi che un sistema di rating etico dovrebbe rispettare. Gli altri principi⁷ riguardano il rispetto di condizioni di completezza (il sistema di rating etico dovrebbe tener conto di tutti i diversi aspetti etici, sociali, culturali, ecologici, ecc.), di validità, di affidabilità, di coinvolgimento dei diversi attori coinvolti nel processo

6) Per la variabilità di contenuto che si può attribuire all'"etica" e per le sue implicazioni in termini di decisioni di investimento e di comportamento degli investitori etici, si veda Signori (2006).

7) Tali principi richiamano in parte, riadattandoli, i principi generali che un "buon sistema di rating" dovrebbe avere e che sono stati definiti nel caso di valutazione del merito creditizio in Krahnert, Weber (2001).

di definizione del sistema di rating, di continuo sviluppo del sistema (in termini di adattamento e miglioramento nel tempo del sistema e di implementazione di procedure di back testing).

3. Valutazione dell'eticità di fondi socialmente responsabili (SRI) presenti sul mercato italiano

Lo scopo principale di questo paragrafo è quello di valutare la performance etica di alcuni fondi socialmente responsabili presenti in Italia; verrà calcolato un punteggio di rating etico che sarà poi utilizzato nel paragrafo successivo in un modello integrato per la valutazione della performance.

In Italia l'SRI (Socially Responsible Investment) non è ancora molto sviluppato e ricopre una piccola porzione del totale delle risorse gestite (Eurosif, 2008; Dal Maso, Benatti, 2008). I fondi SRI rappresentano comunque i veicoli preferiti per gli investitori etici e nel corso degli ultimi anni anche il mercato italiano sembra assistere ad una espansione del fenomeno, sia in termini di numero di fondi SRI proposti, sia in termini di capitali amministrati (Signori, 2009).

L'analisi svolta in questo lavoro riguarda un insieme di 18 fondi socialmente responsabili commercializzati in Italia, sia di diritto italiano che di diritto estero. La tabella 2 presenta l'elenco dei fondi considerati, per ciascuno dei quali è riportata la denominazione della società di gestione, la macro categoria di riferimento tratta dalla classificazione di Assogestioni e la nazionalità.

Le informazioni sul profilo etico dei fondi sono state raccolte nel mese di settembre 2009 e fornite dalla società Vigeo Italia tramite il servizio SRI Fund Service.

La tabella 3 illustra l'elenco degli aspetti relativi alla responsabilità sociale (indicati in tabella con il termine criteri SRI) che sono stati impiegati per la determinazione di una misura di eticità dei fondi. Al fine di valutare e quantificare il soddisfacimento delle caratteristiche di eticità dei fondi analizzati, per ogni criterio SRI si è considerato un insieme di punti/questioni che caratterizzano l'aspetto di responsabilità sociale.

Tab. 2: Fondi di investimento socialmente responsabili considerati nell'analisi

	Nome fondo	Gestore	Cat.	Naz.
f1	Aureo Finanza Etica	Aureo Gestioni	Bl	It
f2	BNL Per Telethon	BNP Paribas AM	Bl	It
f3	BNY Mellon European Ethical	BNY Mellon AM	Az	Ie
f4	Dexia Sust Europe	Dexia AM	Az	Be
f5	Ducato Etico Fix	Monte Paschi AM	Ob	It
f6	Ducato Etico Flex Civita	Monte Paschi AM	Fl	It
f7	Ducato Etico Geo	Monte Paschi AM	Az	It
f8	Eurizon Azionario Intl Etico	Eurizon Capital Sgr	Az	It
f9	Eurizon Diversificato Etico	Eurizon Capital Sgr	Bl	It
f10	Eurizon Obbligazionario Etico	Eurizon Capital Sgr	Ob	It
f11	Gestielle Etico per AIL	Aletti Gestielle	Ob	It
f12	JPM Global Socially Resp	JPMorgan AM	Az	Lu
f13	NordFondo Etico Obbl Misto	Sella Gestioni SGR	Bl	It
f14	Pioneer Obbl EurCorp Etico	Pioneer Investments	Ob	It
f15	UBI Pramerica Azionario Etico	Ubi Pramerica AM	Az	It
f16	Valori Responsabili Bilanciato	Etica Sgr	Bl	It
f17	Valori Responsabili Monetario	Etica Sgr	Ob	It
f18	Valori Responsabili Obbligaz Misto	Etica Sgr	Bl	It

Fonte: ns. elenco su informazioni tratte da SRI Fund Service

I fondi sono stati valutati in primo luogo in base alle politiche adottate nella selezione degli investimenti. Dalla tabella 3 si vede come lo screening negativo sia stato articolato in 17 criteri di esclusione. Fra gli ambiti di esclusione si trovano le classiche "industrie del peccato", alcool, armi da fuoco, gioco d'azzardo e tabacco, che molti investitori sono portati a voler escludere dai loro investimenti; di conseguenza molte società di gestione sono indotte ad escludere in via preferenziale i titoli di tali società dal portafoglio dei fondi comuni gestiti. Oltre ai precedenti criteri di esclusione, legati a specifiche attività che si considerano contrarie ad un certo sistema di valori, ve ne sono altri legati a particolari comportamenti non meritori dell'impresa (come la violazione dei diritti umani, dei diritti dei lavoratori ecc.).

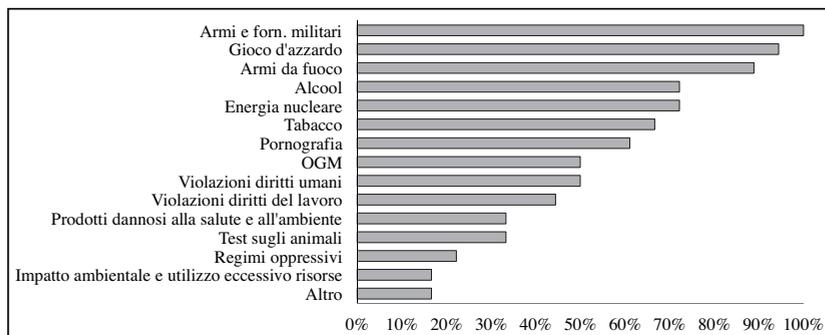
Tab. 3: Profilo etico: aspetti relativi alla responsabilità sociale dei fondi

Criteri SRI	Questioni associate ai criteri SRI
1. Screening negativo	1.Armi da fuoco; 2.Armi e forn. militari; 3.Energia nucleare; 4.Tabacco; 5.Gioco d'azzardo; 6.Violazioni diritti umani; 7.Violazioni diritti del lavoro; 8.Regimi oppressivi; 9.Pornografia; 10.Alcool; 11.Test sugli animali; 12.Allevamento industriale; 13.Pellicce; 14.Impatto ambientale e utilizzo eccessivo risorse; 15.OGM; 16.Prodotti dannosi alla salute e all'ambiente; 17.Altro.
2. Screening positivo	1.Prodotti benefici alla salute e/o all'ambiente; 2.Prodotti innovativi e benefici per la qualità della vita; 3.Gestione resp. e relazioni con i consumatori; 4.Tutela ambientale; 5.Gestione resp.dei lavoratori; 6.Tutela dei diritti umani; 7.Promozione e sviluppo comunità locali; 8.Corporate Governance; 9.Altro.
3. Garanzie di controllo	1.Presenza di un comitato etico; 2.Utilizzo di un advisor esterno.
4. Trasparenza	1.Il fondo mette a disposizione dei clienti informazioni dettagliate riguardo ai criteri SRI; 2.Il fondo fornisce informazioni sui cambiamenti apportati al portafoglio; 3.Il fondo rende note le fonti e i metodi impiegati per acquisire informazioni; 4.Il fondo fornisce informazioni sui cambiamenti avvenuti nei criteri SRI; 5.Il fondo fornisce informazioni agli investitori sugli interventi intrapresi attraverso l'esercizio del diritto di voto, su tematiche SRI; 6.Il fondo fornisce informazioni sull'attività di engagement legata a tematiche SRI. 7.Il fondo fornisce ai clienti altre informazioni legate a tematiche SRI.

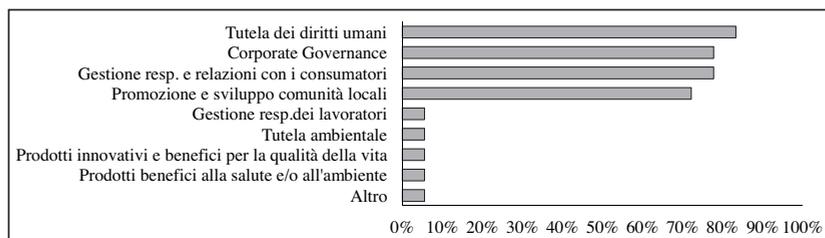
Fonte: ns. elaborazione su informazioni tratte da SRI Fund Service

Con riferimento ai fondi SRI analizzati, 15 voci relative allo screening negativo (su un totale di 17) hanno ricevuto risposta positiva da almeno uno dei fondi. La figura 1(a) illustra la percentuale dei fondi che ha utilizzato ciascun particolare criterio di esclusione; si può notare, ad esempio, come tutti i fondi considerati abbiano escluso dai loro portafogli i titoli di società che producono o commercializzano armi e forniture militari ed il 33% dei fondi abbia scelto di escludere anche titoli di società che producono o commercializzano beni dannosi alla salute e all'ambiente.

Fig. 1: Criteri di selezione per i fondi socialmente responsabili analizzati (a) screening negativo; (b) screening positivo [Fonte: ns. elaborazione]



(a)



(b)

I fondi sono stati valutati anche sulla base del loro coinvolgimento (in termini di processo di screening positivo) in tematiche ambientali, tutela dei diritti umani, gestione responsabile dei lavoratori, relazioni con i consumatori. Per lo screening positivo si sono quindi considerati 9 criteri positivi di selezione, legati a specifiche attività che si reputano meritevoli di essere sostenute. La figura 1(b) illustra la percentuale dei fondi che presenta quella particolare voce di selezione.

Oltre allo screening si è tenuto conto nell'analisi anche di altri aspetti relativi alla dimensione socialmente responsabile dell'investimento. Si è infatti valutata anche la presenza o meno di organismi di controllo: da un lato l'utilizzo di un comitato etico, interno od esterno alla società di gestione, che garantisce che il fondo di investimento presenti uno stile di gestione orientato ai principi di eticità e responsabilità

sociale; d'altro lato il ricorso ad un advisor esterno per la valutazione della responsabilità sociale ed ambientale delle imprese i cui titoli vengono inseriti nel portafoglio di investimento.

Infine si è valutato il rispetto di condizioni di trasparenza, in termini ad esempio di comunicazione agli investitori dei criteri di responsabilità sociale adottati nella selezione dei titoli e di comunicazione dei cambiamenti eventualmente apportati a tali criteri, oppure in termini di diffusione di informazioni relative all'attività di engagement⁸ legata a tematiche di responsabilità sociale. Complessivamente, si sono considerate 7 voci legate al tema della trasparenza.

Riguardo alla pratica dell'engagement e dello shareholder activism⁹, le informazioni riportate dal database utilizzato evidenziano come tali attività non risultino particolarmente importanti nei fondi etici analizzati; le risposte alle domande riguardanti l'engagement (ad esempio se il fund manager abbia presentato risoluzioni negli ultimi 12 mesi, oppure se abbia scritto alle società in relazione a questioni che destano preoccupazione in tema di responsabilità sociale, ecc.) hanno ricevuto risposte negative, non disponibili oppure non rilevanti per la maggior parte dei fondi considerati nell'analisi; inoltre, anche per quei fondi (della famiglia Dexia AM e di Etica Sgr) che hanno riportato alcune risposte positive, le risposte alle questioni relative allo shareholder activism (ad esempio se il fondo partecipa in modo sistematico alle assemblee degli azionisti, se il fondo ha una politica di voto ecc.) risultavano prevalentemente non disponibili o non rilevanti.

In effetti, le strategie di screening (negativo, positivo, oppure una combinazione di entrambe), che costituiscono quello che è stato definito Core SRI (Eurosif, 2008) e che storicamente rappresentano le forme originarie adottate dall'investimento socialmente responsabile, rappresentano anche in Italia le strategie etiche preferite dai fondi SRI.

Sono stati quindi presi in considerazione complessivamente i quattro

8) Con il termine *engagement* si intende la strategia che mira ad utilizzare l'investimento finanziario al fine di coinvolgere e fare pressione sulle imprese in modo da orientarle verso comportamenti socialmente responsabili.

9) Lo *shareholder activism* (azionariato attivo) costituisce una delle modalità di coinvolgimento delle imprese (si veda la nota precedente); esso mira ad influenzare le politiche di gestione delle imprese attraverso l'esercizio dei diritti che derivano dal possesso della qualifica di azionista.

criteri SRI riportati nella prima colonna della tabella 3. Al fine di fornire una misura del livello di eticità dei fondi considerati nell'analisi si è dapprima valutato il comportamento dei fondi rispetto a ciascun criterio SRI e poi si è proceduto ad aggregare le singole valutazioni; l'idea è che la performance etica complessiva di un certo fondo possa essere ottenuta tenendo conto simultaneamente di performance etiche parziali, cioè del soddisfacimento dei singoli criteri di responsabilità sociale.

Il punteggio di rating etico (score $s(k)$) per un generico fondo k è stato quindi calcolato come somma pesata delle valutazioni assegnate al fondo k per ciascun criterio SRI considerato nell'analisi:

$$s(k) = \sum_{i=1}^n w_i V_i(k) \quad (1)$$

$V_i(k)$ indica la valutazione fatta rispetto al criterio SRI i ($i=1, \dots, n$), mentre w_i indica il peso associato al criterio SRI i e rappresenta l'importanza attribuita a quel particolare aspetto di responsabilità sociale.

Considerando per le questioni associate ai criteri SRI definiti in tabella 3 solamente valori binari, basati su risposte del tipo sì/no, soddisfacimento/non soddisfacimento, presenza/assenza della caratteristica etica considerata, si può calcolare la valutazione $V_i(k)$ in termini di intensità di soddisfacimento dell' i -esimo criterio SRI, considerando il numero di questioni che ha ricevuto risposta positiva da parte del fondo k , sul totale delle questioni considerate:

$$V_i(k) = \frac{n_{ik}}{n_i} \quad (2)$$

n_{ik} rappresenta il numero di questioni associate al criterio SRI i che sono soddisfatte dal fondo k e n_i rappresenta il numero totale di questioni associate al criterio SRI i . Tenendo conto della (2) si può scrivere il punteggio di rating etico per un generico fondo k come:

$$s_k = \sum_{i=1}^n w_i \frac{n_{ik}}{n_i} \quad (3)$$

La scelta di calcolare le valutazioni $V_i(k)$ come in (2) può essere comunque modificata ed adattata al tipo di risposte ottenute nelle que-

stioni che caratterizzano i diversi aspetti di responsabilità sociale. Per come è stato definito, si ha che $s_k \in [0, W]$ (dove $W = 100$ indica la somma totale dei pesi). A parità dei valori assegnati ai pesi, si può osservare come s_k assuma valori più grandi in corrispondenza dei fondi di investimento che considerano politiche di screening comprensive del maggior numero di questioni sociali considerate, che adottano sistemi di controllo e maggiore trasparenza nei confronti degli investitori.

La notazione impiegata in (1), (2) e (3) è schematicamente illustrata in tabella 4.

Tab. 4: Riepilogo della notazione impiegata e valori delle variabili considerate nell'analisi

$s(k)$	Punteggio di rating etico per il fondo k .	
K	Numero totale di fondi di investimento etici analizzati.	$K = 18$
n	Numero totale dei criteri SRI considerati.	$n = 4$
n_i	Numero di questioni associate al criterio SRI i ($i = 1, \dots, n$).	$n_1 = 17, n_2 = 9, n_3 = 2, n_4 = 7$
$N = \sum_{i=1}^n n_i$	Numero totale di questioni considerate.	$N = 35$
$W = \sum_{i=1}^n w_i$	Somma dei pesi.	$W = 100$
w_i	Peso associato al criterio SRI i ($i = 1, \dots, n$).	
a_{qi}^k	Variabile che indica se la questione q ($q = 1, \dots, n_i$) relativa al criterio SRI i ($i = 1, \dots, n$) è soddisfatta dal fondo di investimento k ($k = 1, \dots, K$).	$a_{qi}^k = \begin{cases} 1, & \text{se soddisfatto} \\ 0, & \text{se non soddisfatto} \end{cases}$
$n_{ik} = \sum_{q=1}^{n_i} a_{qi}^k$	Numero totale di questioni associate al criterio SRI i soddisfatti dal fondo k ($k = 1, \dots, K$).	
$V_i(k)$	Valutazione assegnata al fondo k in corrispondenza del criterio SRI i ; $V_i(k) = \frac{n_{ik}}{n_i}$.	

Fonte: ns. elaborazione

La tabella 5 riporta i punteggi ottenuti dai fondi SRI in corrispondenza di diverse scelte per i pesi, rappresentate nelle colonne [a]-[d] della tabella.

Tab. 5: Performance etica. Le colonne [a]-[d] riportano il punteggio di rating etico calcolato in base a diverse scelte dei pesi

	Nome fondo	[a]	[b]	[c]	[d]
f1	Aureo Finanza Etica	63,40	75,60	56,70	57,14
f2	BNL Per Telethon	60,46	73,64	55,23	54,29
f3	BNY Mellon European Ethical	51,63	51,09	38,32	42,86
f4	Dexia Sust Europe	82,35	88,24	84,03	77,14
f5	Ducato Etico Fix	31,05	37,36	28,02	22,86
f6	Ducato Etico Flex Civita	31,05	37,36	28,02	22,86
f7	Ducato Etico Geo	33,99	39,32	29,49	25,71
f8	Eurizon Azionario Intl Etico	32,03	54,68	41,01	34,29
f9	Eurizon Diversificato Etico	45,75	47,17	35,38	37,14
f10	Eurizon Obbligazionario Etico	43,46	62,31	46,73	42,86
f11	Gestiele Etico per ALL	23,53	49,02	47,48	37,14
f12	JPM Global Socially Resp	34,31	39,54	40,37	37,14
f13	NordFondo Etico Obbl Misto	14,71	26,47	19,85	17,14
f14	Pioneer Obbl EurCorp Etico	42,81	61,87	46,41	37,14
f15	UBI Pramerica Azionario Etico	37,58	41,72	31,29	34,29
f16	Valori Responsabili Bilanciato	48,69	65,80	63,63	54,29
f17	Valori Responsabili Monetario	48,69	65,80	63,63	54,29
f18	Valori Responsabili Obbligaz Misto	48,69	65,80	63,63	54,29
	[a] $w_1 = w_2 = W/2 = 50$; $w_3 = w_4 = 0$;				
	[b] $w_1 = w_2 = w_3 = W/3 = 33,33$; $w_4 = 0$;				
	[c] $w_i = W/n = 25$ ($i = 1, \dots, 4$) ;				
	[d] $w_i = (n_i/N)W$ ($i = 1, \dots, 4$) :				
	$w_1 = 48,6$, $w_2 = 25,7$, $w_3 = 5,7$, $w_4 = 20,0$.				

Fonte: ns. elaborazione

La situazione in [a] corrisponde al “solo screening”, con pesi positivi associati allo screening (sia negativo che positivo) e nulli gli altri. La [b] corrisponde alla situazione in cui i fondi etici sono valutati non solamente sulla base del processo di screening adottato, ma anche in base alla presenza o meno di garanzie di controllo, mentre nel terzo scenario tutti e quattro gli ambiti di analisi vengono considerati ugualmente importanti.

Infine, in colonna [d] si è considerato il caso in cui il peso associato ad un certo criterio SRI è proporzionale al numero di questioni contemplate in quel particolare criterio di responsabilità sociale.

In quest’ultimo caso l’articolazione in un numero maggiore di questioni associate ad un dato criterio SRI ha come conseguenza un aumento del peso associato al criterio di responsabilità sociale considerato; nel caso esaminato, data la particolare struttura dei criteri SRI presentata in tabella 3, la situazione [d] porta quindi ad assegnare pesi più elevati agli ambiti di screening: $w_1 = 48,6$, $w_2 = 25,7$, $w_3 = 5,7$, $w_4 = 20,0$ (si veda tabella 5).

Il caso [d] corrisponde alla situazione, implicitamente assunta in alcuni studi, in cui ad ogni singola questione viene associato un uguale peso, che non dipende dall’appartenenza o meno della questione considerata ad un certo criterio di responsabilità sociale¹⁰.

Il punteggio di rating etico, per come è stato definito in (3), può variare da 0 a 100. Si può osservare che i migliori punteggi di rating sono stati ottenuti dal fondo della famiglia Dexia in tutti gli scenari considerati per i pesi e che nessun fondo ha ricevuto il massimo punteggio. Si può inoltre osservare come, per metà dei fondi SRI analizzati, qualora si attribuisca maggior rilevanza agli aspetti di screening (come in [a] e in [d]), il punteggio di rating associato sia più basso rispetto alle situazioni in cui si reputino importanti anche altre questioni relative all’eticità (come in [b] e [c]). Ciò significa che molti fondi potrebbero aumentare la performance etica potenziando ulteriormente le loro strategie di screening. Ciò è in linea con altri studi in cui si evidenzia che i punteggi assegnati ai fondi etici presenti in Italia risentono soprattutto dei valori associati ai criteri di screening, per i quali si regi-

10) Nel caso [d], ad ogni singola questione verrebbe associato un peso uguale a (W/N) .

strano i maggiori margini di miglioramento¹¹.

Naturalmente, se un fondo SRI presenta risposta positiva a tutte le questioni di responsabilità sociale ottiene il punteggio massimo indipendentemente dai valori assegnati ai pesi. Se invece le società di gestione privilegiano alcuni criteri SRI a scapito di altri, come nel caso esaminato, il punteggio finale può variare a seconda dell'importanza attribuita ai diversi criteri e quindi a seconda della scelta dei pesi; per tale motivo può essere utile conoscere quali sono le priorità degli investitori, in modo da ottenere un indice di performance etica che rifletta le loro preferenze¹².

4. Modello di supporto alle decisioni di investimento in fondi socialmente responsabili

Per includere nel processo di valutazione dei fondi socialmente responsabili considerazioni non solo di natura economica e finanziaria ma anche legate all'eticità dei fondi, si utilizza in questo lavoro la metodologia di analisi multicriteriale nota come PROMETHEE [Preference Ranking Organisation Method for Enrichment Evaluations]. L'origine della famiglia di metodi PROMETHEE risale ai lavori di Brans (1982), Brans, Vincke (1985), Brans, Vincke, Mareschal (1986). Sono state proposte in letteratura numerose versioni del metodo; una recensione dei vari metodi appartenenti alla famiglia PROMETHEE è fornita nel recente lavoro di Behzadian et al. (2010), che contiene anche una classificazione per area tematica degli oltre 200 articoli sul PROMETHEE pubblicati su riviste a partire dal 1985. Di questi lavori, ben 195 costituiscono applicazioni del metodo, dimostrando in questo modo la potenzialità della metodologia nel trattare

11) Si vedano ad esempio i risultati dell'analisi condotta in Intonti, Iannuzzi (2010).

12) Nei problemi di decisione multicriteriale, l'interpretazione e la determinazione dei pesi associati ai criteri è una questione molto delicata (si veda ad esempio Choo et al., 1999). In letteratura sono stati proposti vari metodi per la determinazione dei pesi e alcuni di questi, come ad esempio la metodologia Analytic Hierarchy Process (AHP), sono in grado di tenere esplicitamente in considerazione le preferenze dei decisori in quanto derivano i pesi a partire da valutazioni soggettive sull'importanza relativa dei criteri (Saaty, 2005). In Köllner, Weber (2005), la metodologia AHP è stata ad esempio utilizzata, unitamente ad altre tecniche di analisi multicriteriale, per determinare i pesi dei criteri nel processo di valutazione della sostenibilità di fondi comuni di investimento.

specifiche situazioni reali.

Le aree di applicazione sono variegata, vanno dalla gestione aziendale e finanziaria, alla gestione ambientale ed energetica, alla gestione dei sistemi produttivi, alla gestione delle risorse idriche. I problemi di logistica e di trasporto rappresentano una delle prime applicazioni del PROMETHEE, mentre problemi relativi a vari settori della chimica, fra cui la chemiometria, rappresentano l'ambito applicativo più recente (si veda Behzadian et al., 2010). Il metodo PROMETHEE è stato in particolare utilizzato in Cardin et al. (1992) e Pendaraki, Zopounidis (2003) per la valutazione della performance di fondi comuni e in Albadvi et al. (2007) per la selezione di titoli nell'attività di stock trading.

Si supponga di voler confrontare un insieme di fondi SRI sulla base di alcuni criteri di valutazione. Le versioni del metodo note come PROMETHEE I e PROMETHEE II consentono di ottenere rispettivamente un ranking parziale ed un ranking completo dei fondi attraverso una procedura che si basa principalmente sul confronto a coppie dei fondi rispetto a ciascun identificato criterio. Si riportano qui di seguito le principali fasi della metodologia, cui segue la presentazione dei risultati.

4.1 La metodologia

[F1] Sia A un insieme finito di fondi di investimento socialmente responsabili, $A = \{a_1, a_2, \dots, a_K\}$, con K numero totale di fondi SRI analizzati. Sia n il numero totale di criteri di valutazione considerati.

Per ogni criterio di valutazione i ($i = 1, \dots, n$) e per ogni coppia di fondi (a_r, a_s) , si calcola la differenza nelle valutazioni:

$$d_i(a_r, a_s) = v_i(a_r) - v_i(a_s) \quad (4)$$

dove $a_r, a_s \in A$; $v_i(a_r)$, $v_i(a_s)$ indicano i valori del criterio i assunti dai fondi a_r e a_s rispettivamente.

- [F2] Sulla base di una determinata funzione di preferenza, le differenze nelle valutazioni ottenute nella fase [F1] mediante il confronto a coppie vengono tradotte in un indice di preferenza $P_i(a_r, a_s)$ compreso tra 0 e 1:

$$P_i(a_r, a_s) = g_i(v_i(a_r) - v_i(a_s)) \quad i = 1, \dots, n \quad (5)$$

g_i funzione non decrescente della differenza
 $d_i(a_r, a_s) = v_i(a_r) - v_i(a_s)$; $g_i(d_i(a_r, a_s)) \in [0, 1]$.

- [F3] Gli indici di preferenza determinati nella fase [F2] vengono aggregati in un indice globale di preferenza:

$$\pi(a_r, a_s) = \frac{\sum_{i=1}^n w_i P_i(a_r, a_s)}{\sum_{i=1}^n w_i} \quad \forall a_r, a_s \in \mathbf{A} \quad (6)$$

dove w_i rappresenta il peso associato al criterio i -esimo; se $a_s = a_r$ si ha che $\pi(a_r, a_r) = 0$.

- [F4] Per ogni fondo $a_r \in \mathbf{A}$ si calcolano gli indici:

$$\phi^+(a_r) = \frac{1}{K-1} \sum_{a_s \in \mathbf{A}} \pi(a_r, a_s), \quad \phi^-(a_r) = \frac{1}{K-1} \sum_{a_s \in \mathbf{A}} \pi(a_s, a_r) \quad (7)$$

- [F5] Per ogni fondo $a_r \in \mathbf{A}$ si calcola l'indice netto:

$$\phi(a_r) = \phi^+(a_r) - \phi^-(a_r); \quad (8)$$

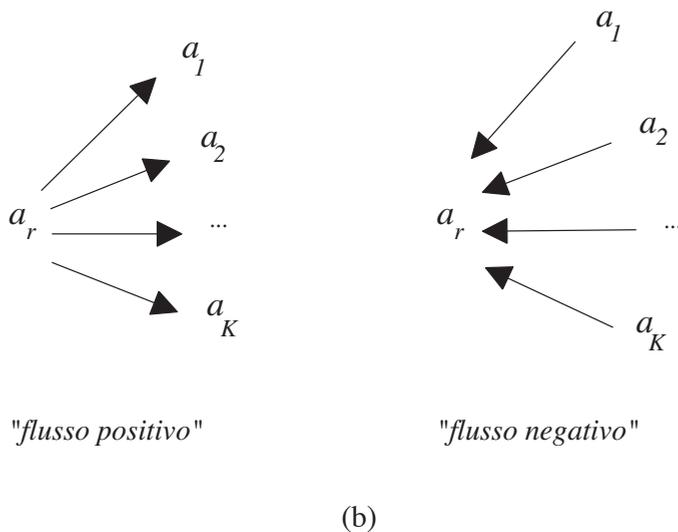
vale la seguente proprietà (Brans, Mareschal, 2005):

$$-1 \leq \phi(a_r) \leq 1, \quad \sum_{a_r \in \mathbf{A}} \phi(a_r) = 0.$$

Nella fase [F2], nel caso in cui a valori maggiori associati al criterio i corrisponda una preferenza più elevata (il criterio i va massimizzato), l'indice $P_i(a_r, a_s)$ in (5) rappresenta la preferenza del fondo a_r sul fondo a_s calcolata sulla base delle differenze osservate nelle loro valutazioni rispetto al criterio i -esimo¹³.

Nella fase [F4] gli indici $\phi^+(a_r)$ e $\phi^-(a_r)$ rappresentano, rispettivamente, la "forza" e la "debolezza" del fondo a_r rispetto agli altri fondi analizzati. Infatti $\phi^+(a_r)$ valuta la preferenza di a_r rispetto agli altri fondi e quindi è espressione di quanto un fondo sia dominante rispetto agli altri, mentre $\phi^-(a_r)$ valuta la preferenza di tutti gli altri fondi rispetto al fondo a_r e quindi è espressione di quanto a_r sia dominato dagli altri (figura 2).

Fig. 2: Nella fase [F4] si calcola il "flusso positivo" e il "flusso negativo" per ogni fondo di investimento [Fonte: ns. composizione]



Naturalmente appare preferibile possedere un elevato ϕ^+ ed un basso

13) Se il criterio va minimizzato si può considerare $P_i(a_r, a_s) = g_i(-d_i(a_r, a_s))$.

ϕ^- , ma non sempre dalla conoscenza di tali indici risulta possibile esprimere un giudizio sulla preferibilità di un'alternativa rispetto ad un'altra¹⁴.

L'uso dell'indice netto ϕ determinato nella fase [F5] consente invece di giungere ad un ordinamento totale dei fondi socialmente responsabili analizzati, per cui ad un più elevato valore di ϕ corrisponde una migliore performance complessiva del fondo.

Nell'implementazione delle diverse fasi della metodologia si richiede di disporre di informazioni aggiuntive (si veda Brans, Mareschal, 2005). Una di queste riguarda l'esplicitazione dell'insieme dei pesi $\{w_i, i = 1, \dots, n\}$ che rappresentano l'importanza relativa attribuita dal decisore ai diversi criteri di valutazione. Inoltre viene richiesta la conoscenza delle funzioni di preferenza che consentono nella fase [F2] di costruire gli indici di preferenza. Potrebbe anche essere necessaria la conoscenza di alcuni parametri dai quali dipendono le funzioni di preferenza scelte (indicate come soglie di indifferenza e di preferenza, legate ai giudizi del decisore). Brans, Vincke (1985) proposero alcune specifiche forme che apparivano sufficienti a trattare le situazioni che avrebbero potuto riscontrarsi nella pratica. In questo lavoro si è impiegato il criterio gaussiano¹⁵ in quanto l'impiego di tale funzione ha condotto in alcuni casi ad una più elevata stabilità nel ranking finale dei fondi di investimento analizzati (si veda Brans, Vincke, Mareschal, 1986; Pendaraki, Zopounidis, 2003).

- 14) Secondo la versione denominata PROMETHEE I, si valutano le alternative sulla base dei valori assunti dagli indici ϕ^+ e ϕ^- ; l'alternativa a_r è giudicata migliore dell'alternativa a_s se il "flusso positivo" ϕ^+ di a_r è maggiore o uguale a quello di a_s e se il "flusso negativo" ϕ^- di a_r è inferiore o uguale a quello di a_s (con almeno una delle due disuguaglianze verificate in senso stretto). Le alternative sono giudicate indifferenti se $\phi^+(a_r) = \phi^+(a_s)$ e $\phi^-(a_r) = \phi^-(a_s)$. Nel caso invece in cui l'indice ϕ^+ indichi che a_r è migliore di a_s , mentre l'indice ϕ^- indichi il contrario, le due alternative a_r e a_s sono considerate incomparabili. La versione del metodo nota come PROMETHEE II utilizza invece l'indice netto ϕ per ottenere un ordinamento totale delle alternative.
- 15) In base al criterio gaussiano si considera una funzione di preferenza $P(d)$ nella fase [F2] di tipo seguente (Brans, Mareschal, 2005):

$$P(d) = \begin{cases} 0, & d \leq 0, \\ 1 - e^{-d^2/2\sigma^2}, & d > 0, \end{cases}$$

con σ un opportuno parametro da cui dipende la funzione di preferenza scelta; nella sezione 4.2 saranno presentati i risultati ottenuti considerando $\sigma = 3$.

4.2 I risultati

La metodologia illustrata nel paragrafo 4.1 è stata impiegata come supporto alle decisioni di investimento in fondi socialmente responsabili. Si è considerato un potenziale investitore con motivazioni etiche che voglia valutare i fondi di investimento SRI non solo sulla base del loro profilo rischio rendimento e dei costi applicati in sede di acquisto e di vendita dei fondi, ma anche in base al profilo etico, sintetizzato nel punteggio di rating etico. Si sono quindi presi in considerazione i seguenti criteri di valutazione:

- C1 Punteggio di rating etico
- C2 Rendimento medio
- C3 Deviazione standard dei rendimenti
- C4 Commissione di ingresso
- C5 Commissione di uscita

si osservi che alcuni di questi è preferibile siano minimizzati (deviazione standard dei rendimenti, commissioni di ingresso e di uscita), altri massimizzati (rendimento medio, punteggio di rating etico).

Il valore assunto dai fondi in corrispondenza di ciascun criterio è illustrato in tabella 6. La colonna C1 riporta il punteggio etico in corrispondenza dello scenario [c] della tabella 5 in cui i diversi ambiti SRI (screening negativo, screening positivo, garanzie di controllo e trasparenza) vengono considerati ugualmente importanti¹⁶. Le informazioni sui valori assunti dai fondi in corrispondenza dei criteri C2-C5 sono tratte dal sito *morningstar.it* e fanno riferimento al triennio 30/06/2006-30/06/2009.

Ovviamente l'investitore vorrebbe individuare il fondo con più elevato profilo etico, che gli assicura i più alti rendimenti, che sia il meno rischioso e che gli costi di meno. Se si osservano i dati contenuti nella tabella 6 si può vedere come non vi sia un fondo con tali caratteristiche ottimali, ma si evidenzia invece un trade-off tra i criteri; ad esempio il fondo con il più elevato punteggio etico (il fondo della famiglia

16) L'analisi è stata effettuata anche nel caso dei punteggi di rating etico indicati con [a], [b] e [d] in tabella 5 e calcolati per diverse scelte dei pesi; alla fine del lavoro si presentano alcuni dei risultati ottenuti.

Dexia) è anche uno dei fondi con minor rendimento, addirittura negativo. La metodologia impiegata può essere di ausilio all'investitore per trovare la miglior soluzione di compromesso.

Per l'implementazione delle fasi [F1]-[F5] del metodo PROMETHEE si è utilizzato il programma *MATLAB*®. Come funzione di preferenza nella fase [F2] si è impiegato il criterio gaussiano (si veda nota 15), mentre nella costruzione dell'indice globale di preferenza, nella fase [F3], si è supposto che l'investitore etico consideri ugualmente importanti i cinque criteri di valutazione C1-C5; a ciascun criterio è stato quindi assegnato un peso uguale a $w_i = 100/5$ ($i=1, \dots, 5$).

La conoscenza dei flussi ϕ^+ e ϕ^- (calcolati come in (7) e illustrati in tabella 7) consente di individuare la "forza" e la "debolezza" di ciascun fondo rispetto agli altri, mentre la conoscenza dell'indice netto ϕ (calcolato come in (8) e riportato nell'ultima colonna della tabella 7), che rappresenta in qualche modo un bilanciamento fra flussi positivi ϕ^+ e negativi ϕ^- , consente di ottenere un ordinamento completo dei fondi SRI analizzati.

Tab. 6: Tabella decisionale: valori dei criteri di valutazione C1-C5 assunti dai fondi SRI

	Nome fondo	Cat	C1	C2	C3	C4	C5
f1	Aureo Finanza Etica	Bl	56,70	1,32	5,07	1,00	0,00
f2	BNL Per Telethon	Bl	55,23	1,92	4,67	2,00	0,00
f3	BNY Mellon European Ethical	Az	38,32	-8,88	20,83	5,00	0,00
f4	Dexia Sust Europe	Az	84,03	-10,80	20,10	2,50	0,00
f5	Ducato Etico Fix	Ob	28,02	0,60	4,66	1,50	0,00
f6	Ducato Etico Flex Civita	Fl	28,02	-3,24	8,27	3,00	0,00
f7	Ducato Etico Geo	Az	29,49	-14,04	17,68	3,00	0,00
f8	Eurizon Azionario Intl Etico	Az	41,01	-9,84	18,15	0,00	0,00
f9	Eurizon Diversificato Etico	Bl	35,38	1,68	3,33	0,00	0,00
f10	Eurizon Obbligazionario Etico	Ob	46,73	3,72	3,83	0,00	0,00
f11	Gestielle Etico per ALL	Ob	47,48	4,08	3,93	0,00	0,00
f12	JPM Global Socially Resp	Az	40,37	-10,92	18,62	5,00	0,00
f13	NordFondo Etico Obbl Misto	Bl	19,85	2,88	3,75	2,00	0,00
f14	Pioneer Obbl EurCorp Etico	Ob	46,41	1,08	7,55	1,20	0,00
f15	UBI Pramerica Azionario Etico	Az	31,29	-6,96	21,58	0,00	0,00
f16	Valori Responsabili Bilanciato	Bl	63,63	1,08	12,15	0,00	0,00
f17	Valori Responsabili Monetario	Ob	63,63	3,72	1,27	0,00	0,00
f18	Valori Responsabili Obbligaz Misto	Bl	63,63	3,48	2,39	0,00	0,00

Fonte: ns. elaborazione

In figura 3 sono rappresentate le relazioni di dominanza fra tutti i fondi SRI analizzati, nella usuale rappresentazione di una rete con nodi e archi; una freccia che collega un fondo ad un altro indica la preferenza del primo fondo al secondo.

In particolare, nella figura 3(a) viene illustrato il ranking PROMETHEE I (ranking I), intendendo il ranking parziale dei fondi (P^I, I^I, R^I) basato sui flussi ϕ^+ e ϕ^- ; le relazioni di preferenza (P^I), indifferenza (I^I) e incomparabilità (R^I) fra coppie di fondi (a_r, a_s) vengono definite come:

$$\left\{ \begin{array}{l} a_r P^I a_s, \quad \text{sse} \quad \phi^+(a_r) > \phi^+(a_s) \quad e \quad \phi^-(a_r) < \phi^-(a_s) \quad o \\ \quad \quad \quad \phi^+(a_r) > \phi^+(a_s) \quad e \quad \phi^-(a_r) = \phi^-(a_s) \quad o \\ \quad \quad \quad \phi^+(a_r) = \phi^+(a_s) \quad e \quad \phi^-(a_r) < \phi^-(a_s); \\ a_r I^I a_s, \quad \text{sse} \quad \phi^+(a_r) = \phi^+(a_s) \quad e \quad \phi^-(a_r) = \phi^-(a_s); \\ a_r R^I a_s, \quad \text{sse} \quad \phi^+(a_r) > \phi^+(a_s) \quad e \quad \phi^-(a_r) > \phi^-(a_s) \quad o \\ \quad \quad \quad \phi^+(a_r) < \phi^+(a_s) \quad e \quad \phi^-(a_r) < \phi^-(a_s) \end{array} \right. \quad (9)$$

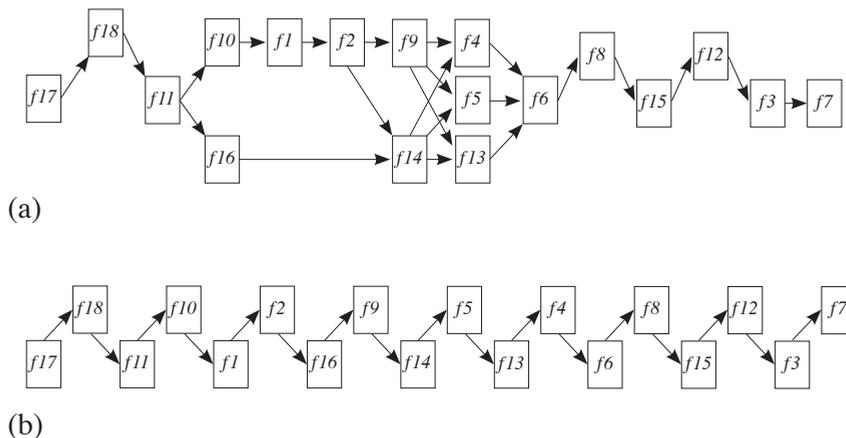
Tab. 7: Risultati della valutazione dei fondi SRI: valori di ϕ^+ , ϕ^- , ϕ

	Nome fondo	Cat	ϕ^+	ϕ^-	ϕ
f1	Aureo Finanza Etica	Bl	0,333	0,080	0,253
f2	BNL Per Telethon	Bl	0,325	0,087	0,238
f3	BNY Mellon European Ethical	Az	0,077	0,513	-0,436
f4	Dexia Sust Europe	Az	0,214	0,329	-0,115
f5	Ducato Etico Fix	Ob	0,196	0,206	-0,011
f6	Ducato Etico Flex Civita	Fl	0,154	0,376	-0,221
f7	Ducato Etico Geo	Az	0,035	0,515	-0,480
f8	Eurizon Azionario Intl Etico	Az	0,131	0,385	-0,254
f9	Eurizon Diversificato Etico	Bl	0,273	0,143	0,130
f10	Eurizon Obbligazionario Etico	Ob	0,341	0,076	0,265
f11	Gestielle Etico per AIL	Ob	0,348	0,076	0,273
f12	JPM Global Socially Resp	Az	0,084	0,501	-0,418
f13	NordFondo Etico Obbl Misto	Bl	0,200	0,226	-0,026
f14	Pioneer Obbl EurCorp Etico	Ob	0,277	0,154	0,123
f15	UBI Pramerica Azionario Etico	Az	0,093	0,441	-0,348
f16	Valori Responsabili Bilanciato	Bl	0,345	0,148	0,197
f17	Valori Responsabili Monetario	Ob	0,439	0,012	0,427
f18	Valori Responsabili Obbligaz Misto	Bl	0,416	0,013	0,403

Fonte: ns. elaborazione

Fig. 3: Valutazione dei fondi SRI: (a) ranking I (b) ranking II

[Fonte: ns. elaborazione]



È facile vedere che il fondo f_{17} , Valori Responsabili Monetario, è preferito a tutti gli altri fondi ed è considerato la miglior soluzione di compromesso.

Si possono osservare anche altre relazioni di preferibilità.

Ad esempio $f_{10} P^I f_1$ cioè il fondo f_{10} risulta preferito al fondo f_1 , in quanto il suo grado di dominanza è maggiore (cioè $\phi^+(f_{10}) > \phi^+(f_1)$) e contemporaneamente il grado con cui il fondo risulta dominato da tutti gli altri è inferiore in f_{10} (cioè $\phi^-(f_{10}) < \phi^-(f_1)$).

Dall'analisi svolta risulta anche che alcuni fondi non risultano confrontabili fra di loro e ciò può accadere quando due fondi SRI hanno un diverso profilo che ne ostacola il confronto; ad esempio: $f_9 R^I f_{16}$ cioè il fondo f_9 Eurizon Diversificato Etico risulta incomparabile rispetto al fondo f_{16} Valori Responsabili Bilanciato: il fondo f_{16} ha infatti un profilo relativamente alto in confronto al fondo f_9 , cioè alta eticità, ma anche alto rischio, a parità di commissioni, mentre il fondo f_9 , al contrario ha una relativamente bassa eticità, ma è anche molto meno rischioso.

Nella parte inferiore della figura (figura 3(b)) viene illustrato il ranking PROMETHEE II (abbreviato in ranking II), intendendo il ranking completo dei fondi (P^{II}, I^{II}) indotto dall'indice netto ϕ ; le relazioni di preferenza (P^{II}) e indifferenza (I^{II}) fra coppie di fondi (a_r, a_s) vengono definite come:

$$\begin{cases} a_r P^{II} a_s, & \text{sse } \phi(a_r) > \phi(a_s) \\ a_r I^{II} a_s, & \text{sse } \phi(a_r) = \phi(a_s) \end{cases} \quad (10)$$

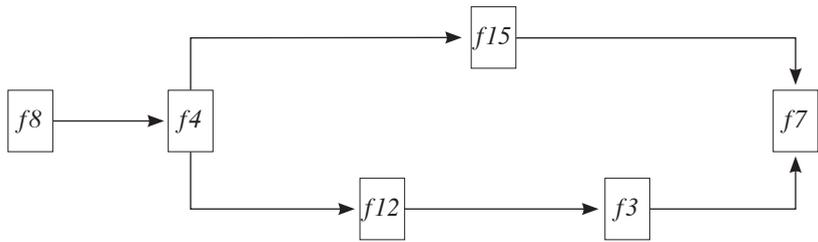
Si può nuovamente evidenziare la preferibilità del fondo f_{17} Valori Responsabili Monetario su tutti gli altri fondi. Considerando il flusso netto ϕ , che combina le informazioni dei due flussi ϕ^+ e ϕ^- , le incomparabilità vengono eliminate, per cui in questo caso si riesce a valutare la preferibilità complessiva del fondo f_{16} sul fondo f_9 , cioè: $f_{16} P^{II} f_9$ anche se occorre osservare che la conoscenza di eventuali incomparabilità fra fondi può rivelarsi un'informazione utile all'investitore.

La valutazione dei fondi SRI è stata effettuata anche all'interno delle varie categorie di riferimento, valutando cioè separatamente i fondi SRI azionari, obbligazionari e bilanciati; i risultati in termini di flussi ϕ^+ , ϕ^- e ϕ sono riportati in tabella 8, mentre le figure 4, 5, 6 illustrano le relazioni di dominanza tra i fondi. Anche in questo caso, l'immagine superiore di ogni figura illustra il ranking parziale (ranking I), mentre l'immagine inferiore illustra il ranking completo dei fondi indotto dall'indice netto ϕ (ranking II).

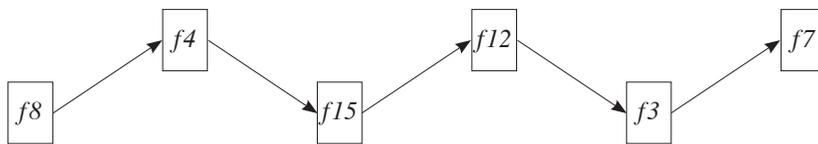
Tab. 8: Risultati della valutazione dei fondi SRI suddivisi per categoria: valori di ϕ^+ , ϕ^- , ϕ

	Nome fondo	ϕ^+	ϕ^-	ϕ
	<i>Fondi SRI Azionari</i>			
f_3	BNY Mellon European Ethical	0,127	0,190	-0,063
f_4	Dexia Sust Europe	0,248	0,079	0,169
f_7	Ducato Etico Geo	0,069	0,326	-0,257
f_8	Eurizon Azionario Intl Etico	0,251	0,057	0,194
f_{12}	JPM Global Socially Resp	0,134	0,157	-0,023
f_{15}	UBI Pramerica Azionario Etico	0,200	0,220	-0,021
	<i>Fondi SRI Obbligazionari</i>			
f_5	Ducato Etico Fix	0,019	0,312	-0,293
f_{10}	Eurizon Obbligazionario Etico	0,126	0,067	0,059
f_{11}	Gestielle Etico Obbligazionario	0,137	0,066	0,070
f_{14}	Pioneer Obbl EurCorp Etico	0,051	0,232	-0,181
f_{17}	Valori Responsabili Monetario	0,346	0,000	0,346
	<i>Fondi SRI Bilanciati</i>			
f_1	Aureo Finanza Etica	0,127	0,120	0,007
f_2	BNL Per Telethon	0,121	0,132	-0,011
f_9	Eurizon Diversificato Etico	0,109	0,172	-0,063
f_{13}	NordFondo Etico Obbl Misto	0,062	0,231	-0,170
f_{16}	Valori Responsabili Bilanciato	0,175	0,214	-0,040
f_{18}	Valori Responsabili Obbligaz Misto	0,276	0,000	0,276

Fig. 4: Valutazione dei fondi SRI azionari: (a) ranking I (b) ranking II
 [Fonte: ns. elaborazione]

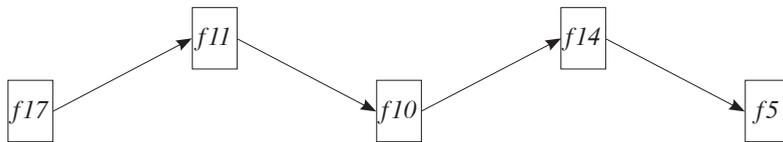


(a)

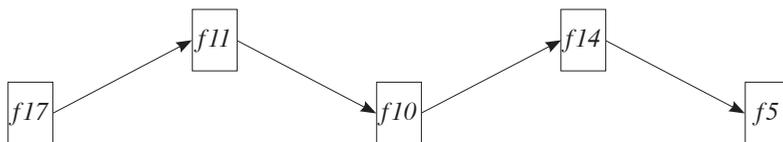


(b)

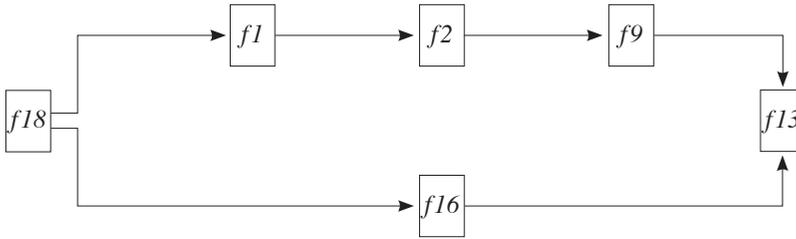
Fig. 5: Valutazione dei fondi SRI obbligazionari: (a) ranking I (b) ranking II
 [Fonte: ns. elaborazione]



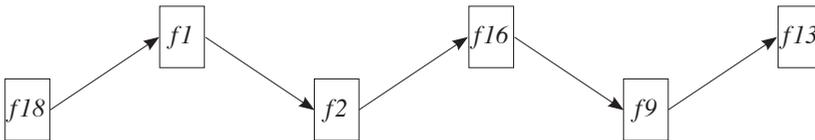
(a)



(b)

Fig. 6: Valutazione dei fondi SRI bilanciati: (a) ranking I (b) ranking II*[Fonte: ns. elaborazione]*

(a)



(b)

Per la categoria dei fondi azionari si può osservare in figura 4 che il fondo dominante è rappresentato da f_8 Eurizon Azionario Internazionale Etico di Eurizon Capital Sgr, seguito da f_4 Dexia Sust Europe, mentre il fondo f_{15} UBI Pramerica Azionario Etico che si trova al terzo posto, risulta ad una più approfondita analisi incomparabile sia con il fondo f_3 BNY Mellon European Ethical, che con il fondo f_{12} JPM Global Socially Resp.

Per quanto riguarda sia i fondi bilanciati che obbligazionari i risultati mostrano come i fondi della famiglia Etica Sgr costituiscano delle buone soluzioni di compromesso che riescono a bilanciare gli aspetti finanziari con quelli relativi all'eticità dei fondi. Nel caso dei fondi bilanciati si può infatti vedere come f_{18} Valori Responsabili Obbligaz. Misto risulti dominare gli altri fondi ed il fondo f_{16} Valori Responsabili Bilanciato, pur essendo al quarto posto dell'ordinamento, risulta in effetti incomparabile con i fondi f_1 , f_2 e f_9 (si veda la figura 6).

Fra i fondi obbligazionari la miglior soluzione di compromesso risulta essere f_{17} Valori Responsabili Monetario, che avevamo peraltro trovato già dominare tutti i fondi analizzati indipendentemente dalla loro categoria; si può in questo caso osservare che le due tipologie di ranking (ranking I e ranking II) coincidono, evidenziando l'inesistenza di situazioni di incomparabilità (si veda figura 5).

Si può infine osservare come, fissati i pesi associati ai criteri di valutazione e fissata l'espressione analitica che descrive la funzione di preferenza, i risultati sulla valutazione dei fondi SRI siano strettamente legati ai valori dei criteri esposti in tabella 6. In particolare i risultati ottenuti dipendono dal valore del punteggio di rating etico assunto dai fondi SRI che, per come è stato definito, è a sua volta legato al sistema valoriale del decisore, ossia all'importanza che il decisore decide di attribuire a ciascun aspetto di responsabilità sociale.

La tabella 9 confronta il valore dell'indice netto ϕ ed il relativo ranking completo dei fondi, per diversi valori del punteggio di rating etico, nel caso di un'analisi dei fondi SRI non disaggregata per categoria di riferimento. Le colonne da [a] a [d] indicano che l'indice netto ϕ è stato calcolato in base a quattro diverse scelte di pesi utilizzati nel calcolo del punteggio di rating etico, corrispondenti alle quattro situazioni analizzate nella tabella 5 nel paragrafo 3.

Il caso [c] corrisponde alla situazione discussa nel lavoro, per cui il ranking ottenuto nel caso [c] è quello visualizzato in figura 3(b). Si può notare come un cambiamento nei valori assunti dai fondi relativamente al punteggio di rating etico comporti in generale un cambiamento sia nel valore assoluto dell'indice netto ϕ , sia nell'ordinamento ottenibile in base allo stesso indice.

Riguardo in particolare al ranking si può notare come, nel caso esaminato, un terzo dei fondi SRI non modifichi la propria posizione nell'ordinamento, nel passaggio dalla situazione indicata con [c] ad una delle altre situazioni; ciò si verifica per i fondi f_4 , f_5 , f_6 , f_{13} e in particolare per i fondi f_{17} e f_{18} che continuano a rimanere i fondi a cui sono associate le migliori performance.

Tab. 9: Risultati della valutazione dei fondi SRI: valore dell'indice netto ϕ e relativo ranking (indicato tra parentesi), al variare dei valori considerati per il punteggio di rating etico

Fondo	ϕ caso [a]		ϕ caso [b]		ϕ caso [c]		ϕ caso [d]	
f_1	0,324	(3)	0,322	(3)	0,253	(5)	0,301	(3)
f_2	0,305	(4)	0,306	(4)	0,238	(6)	0,270	(5)
f_3	-0,281	(15)	-0,407	(16)	-0,436	(17)	-0,348	(16)
f_4	-0,115	(12)	-0,115	(12)	-0,115	(12)	-0,115	(12)
f_5	0,021	(10)	-0,005	(10)	-0,011	(10)	-0,022	(10)
f_6	-0,189	(13)	-0,216	(13)	-0,221	(13)	-0,233	(13)
f_7	-0,430	(17)	-0,469	(17)	-0,480	(18)	-0,486	(18)
f_8	-0,334	(16)	-0,221	(14)	-0,254	(14)	-0,290	(15)
f_9	0,250	(5)	0,160	(7)	0,130	(8)	0,173	(7)
f_{10}	0,248	(6)	0,298	(5)	0,265	(4)	0,272	(4)
f_{11}	0,062	(9)	0,203	(6)	0,273	(3)	0,203	(6)
f_{12}	-0,471	(18)	-0,511	(18)	-0,418	(16)	-0,420	(17)
f_{13}	-0,026	(11)	-0,027	(11)	-0,026	(11)	-0,023	(11)
f_{14}	0,102	(8)	0,154	(8)	0,123	(9)	0,058	(9)
f_{15}	-0,272	(14)	-0,330	(15)	-0,348	(15)	-0,289	(14)
f_{16}	0,123	(7)	0,140	(9)	0,197	(7)	0,170	(8)
f_{17}	0,354	(1)	0,371	(1)	0,427	(1)	0,401	(1)
f_{18}	0,329	(2)	0,346	(2)	0,403	(2)	0,376	(2)

Fonte: ns. elaborazione

La maggioranza dei fondi (circa il 56%) modifica invece la propria posizione nell'ordinamento, nel passaggio dalla situazione indicata con [c] ad una delle altre situazioni, anche se essi non si discostano per più di due posizioni nell'ordinamento rispetto alla situazione inizialmente considerata. Solo nel caso di due fondi, il cambiamento nei valori del punteggio di rating etico dovuto ad un cambiamento nei pesi associati ai diversi ambiti SRI ha provocato una variazione nel ranking tale da far migliorare anche di tre posizioni (nel caso del fondo f_9) o far peggiorare anche di sei posizioni (nel caso del fondo f_{11}) la posizione del fondo nell'ordinamento rispetto alla situazione indicata con [c]. In particolare, il peggioramento della performance relativa associata al fondo f_{11} Gestielle Etico, nel passaggio da [c] ad [a] (passando dalla terza alla nona posizione) è dovuto alla consistente

diminuzione del punteggio di rating etico in cui f_{11} incorre qualora si privilegino gli aspetti relativi al solo screening (caso [a] tabella 5), penalizzando in questo modo il fondo rispetto ad una situazione in cui si tenga conto anche di altri aspetti relativi alla responsabilità sociale dell'investimento.

5. Osservazioni conclusive

Le esperienze internazionali avvalorano l'esigenza di una classificazione dei fondi socialmente responsabili basata su una misura di eticità, ma nello stesso tempo testimoniano una eterogeneità di comportamento nel calcolo di tale misura, che riflette principalmente una diversità nella percezione dell'importanza attribuita ai diversi criteri di responsabilità sociale.

Il punteggio di rating etico calcolato per un insieme di fondi etici presenti sul mercato italiano ha permesso di distinguere i fondi SRI sulla base del loro maggiore o minore coinvolgimento in problemi legati alla responsabilità sociale e di sostenibilità ambientale. Il suo inserimento in un modello integrato di valutazione della performance sviluppato tramite l'impiego della metodologia PROMETHEE ha consentito di ottenere una valutazione della performance complessiva dei fondi SRI analizzati ed ottenere risultati in termini di relazioni di dominanza e preferibilità fra i fondi stessi.

Il modello multicriteriale utilizzato può essere quindi di supporto alle decisioni di investimento in fondi SRI e consente di ottenere la miglior soluzione di compromesso in presenza di una molteplicità di obiettivi perseguiti dagli investitori etici. I risultati ottenuti in questo lavoro dipendono comunque dalla funzione di preferenza scelta e dai valori dei pesi associati ai diversi criteri di valutazione. Può quindi essere interessante studiare il problema della stabilità dei risultati, ossia vedere se variazioni nei parametri e nei pesi producano o meno variazioni rilevanti nel ranking dei fondi analizzati. Considerato poi che parametri diversi che caratterizzano le funzioni di preferenza e sistemi di pesi diversi riflettono preferenze diverse degli investitori etici, la metodologia impiegata risulta flessibile e adattabile a diverse tipologie di investitori etici in quanto è in grado di recepire le loro preferenze non solo riguardo i diversi aspetti di responsabilità

sociale ma anche in relazione alla loro diversa propensione a bilanciare la dimensione etica dell'investimento con quella economica e finanziaria.

Riferimenti bibliografici

- Albadvi A., Chaharsooghi K.S., Esfahanipour A. (2007), *Decision making in stock trading. An application of PROMETHEE*, in European Journal of Operational Research, 177, pp. 673-683.
- Basso A., Funari S. (2003), *Measuring the performance of ethical mutual funds: a DEA approach*, in Journal of the Operational Research Society, 54, pp. 521-531.
- Basso A., Funari S. (2002), *I fondi comuni di investimento etici in Italia e la valutazione della performance*, in Il Risparmio, pp. 85-116.
- Bauer R., Koedijk K., Otten R. (2005), *International evidence on ethical mutual fund performance and investment style*, in Journal of Banking & Finance, 29, pp. 1751-1767.
- Behzadian M., Kazemzadeh R.B., Albadvi A., Aghdasi M. (2010), *PROMETHEE: a comprehensive literature review on methodologies and applications*, European Journal of Operational Research, 200, pp. 198-215.
- Bello Z.Y. (2005), *Socially responsible investing and portfolio diversification*, in The Journal of Financial Research, XXVIII, pp. 41-57.
- Belton S., Stewart T.S. (2002), *Multiple Criteria Decision Analysis. An Integrated Approach*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.
- Benson K.L., Brailsford T. J., Humphrey J.E. (2006), *Do socially responsible fund managers really invest differently?*, in Journal of Business Ethics, 65, pp. 337-357.
- Brans J.P. (1982), *Elaboration dinstruments daide a la decision. Methode PROMETHEE*, in Nadeau, R., Landry M. (ed.) *Laide a la Decision: Nature, Instruments et perspectives Davenir*, Presses de Universie Laval, Quebec, Canada, pp. 183-214.
- Brans J.P., Vincke Ph. (1986), *Preference ranking organization method: the PROMETHEE method for multiple crriteria decision making*, in Management Science, 31, pp. 647-656.
- Brans J.P., Vincke Ph., Mareschal B. (1986), *How to select and how to rank projects: the PROMETHEE method*, in European Journal of

- Operational Research, 24, pp. 228-238.
- Brans J.P., Mareschal B. (2005), *PROMETHEE Methods*, in Figueira J., Greco S., Ehrgott M., *Multiple Criteria Decision Analysis - State of the Art Surveys*, Springer, pp. 163-195.
- Brink T.W.M. van den (2002), *Guide. Screening and Rating Sustainability. How companies are screened and rated on sustainability issues*, University Amsterdam.
- Cardin M., Decima G., Pianca P. (1992), *Un metodo di decisione multicriterio per la valutazione della performance dei fondi comuni*, in *Il Risparmio*, 3, pp. 623-632.
- Choo E. U., Schoner B., Wedley C. (1999), *Interpretation of criteria weights in multicriteria decision making*, in *Computers & Industrial Engineering*, 37, pp. 527-541.
- Cook WD, Hebner KJ. (1993), *A multicriteria approach to mutual fund selection*, in *Financial Services Review*, 2, pp. 1-20.
- Corporate Knights (2009), *Seventh Annual 2009 Responsible Investment Guide*, in www.corporateknights.ca.
- Cowton C.J. (1999), *Playing by the rules: ethical criteria at an ethical investment fund*, in *Business Ethics: A European Review*, 8, pp. 60-69.
- Dal Maso D., Benatti M. (2008), *Lo Studio europeo sugli investimenti socialmente responsabili-Abstract sul mercato italiano*, in www.finanzasostenibile.it.
- Dunfee T.W. (2003), *Social investing: mainstream or backwater?*, in *Journal of Business Ethics*, 43, pp. 247-252.
- Dupré D., Girerd-Potin I., Kassoua R. (2004), *Adding an ethical dimension to portfolio management*, in *Finance India*, 18, pp. 625-641.
- Eurosif (2008), *European SRI Study 2008*, in www.eurosif.org.
- Eurosif (2010), *European SRI Transparency Code*, in www.eurosif.org.
- Ferri G., Lacitignola P. (2009), *Le agenzie di rating - tra crisi e rilancio della finanza globale*, Il Mulino, Bologna.
- Figueira J., Greco S., Ehrgott M. (2005), *Multiple Criteria Decision Analysis - State of the Art Surveys*, Springer, United States of America.
- Finch N. (2005), *A framework for understanding the acceptability of rating agency methodologies*, in *MGSM Working Papers in Management*, MGSM WP 2005-11.

- Kempf A., Osthoff P. (2008), *SRI funds: Nomen est Omen*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 35, pp. 1276-1294.
- Köllner T., Weber O. (2005), *Sustainability Rating. Analysis and Rating of Investment Funds*, in GOE Report n. 1-2005.
- Köllner T., Weber O., Fenchel M., Scholz R. (2005), *Principles for Sustainability Rating of Investment Funds*, in *Business Strategy and the Environment*, 14, pp. 54-70.
- Krahn JP, Weber M. (2001), *Generally accepted rating principles: a primer*, in *Journal of Banking and Finance*, 25, pp. 3-23.
- Intonti M., Iannuzzi A. (2010), *Grado di eticità e pricing dei fondi comuni di investimento etici in Italia*, in *Bancaria*, 4, pp. 30-49.
- Levy H., Sarnat M. (1984), *Portfolio and investment selection: theory and practice*, Englewoods Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Markowitz H. (1959), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley & Sons, Inc., New York.
- Of [Osservatorio finanziario], Ofe [Osservatorio finanza etica] (2009), *Il Rapporto Finanza Socialmente Responsabile e Fondi Etici in Italia*, www.osservatoriofinanzaetica.it/ofe.
- Pendaraki K., Doumpos M., Zopounidis C. (2003), *Assessing Equity Mutual Funds' Performance Using a Multicriteria Methodology: A Comparative Analysis*, in *South Eastern Europe Journal of Economics*, 1, pp. 85-104.
- Pendaraki K., Zopounidis C. (2003), *Evaluation of Equity Mutual Funds Performance Using a Multicriteria Methodology*, in *Operational Research. An International Journal*, 3, pp. 69-90.
- Pendaraki K., Zopounidis C., Doumpos M. (2005), *On the construction of mutual fund portfolios: A multicriteria methodology and an application to the Greek market of equity mutual funds*, in *European Journal of Operational Research*, 163, pp. 462-481.
- Plantinga A. (2007), *Performance measurement and evaluation*, in MPRA Paper n. 5048.
- Saaty T.L. (2005), *The Analytic Hierarchy and Analytic Network Processes for the measurement of intangible criteria and for decision-making*, in Figueira J., Greco S., Ehrgott M., *Multiple Criteria Decision Analysis-State of the Art Surveys*, Springer, pp. 345-407.
- Scholtens B. (2005), *Style and Performance of Dutch Socially Responsible Investment Funds*, in *The Journal of Investing*, Spring, pp. 63-72.

- Schwartz M.S. (2003), *The "ethics" of ethical investing*, in *Journal of Business Ethics*, 43, pp. 195-213.
- Sharpe W.F. (1966), *Mutual fund performance*, in *Journal of Business*, 34, pp. 119-138.
- Signori S. (2006), *Gli investitori etici: implicazioni aziendali - problemi e prospettive*, Giuffrè Editore, Milano.
- Signori S. (2009), *Ethical (SRI) funds in Italy: a review*, in *Business Ethics: A European Review*, 18, pp. 145-164.
- Spronk J., Steuer R.E., Zopounidis C. (2005), *Multicriteria Decision Aid/Analysis in Finance*, in Figueira J., Greco S., Ehrgott M., *Multiple Criteria Decision Analysis - State of the Art Surveys*, Springer, pp. 799-857.
- Treynor J.L. (1965), *How to rate management of investment funds*, *Harvard Business Review*, 43, pp. 63-75.

SCHEDE BIBLIOGRAFICHE
BOOK REVIEWS

a cura di
Elisabetta Boccia

Fabiano Colombini, Andrea Calabrò, “Crisi Finanziarie. Banche e Stati. L’insostenibilità del rischio di credito”, Utet, 2011.

Le gravi crisi finanziarie a carattere globale che sconvolgono l’economia mondiale sono considerate fra le peggiori dopo la grande crisi del 1929-1933 e aprono scenari nuovi.

Gli interventi dei governi per il superamento delle crisi e per gli stimoli economici incrementano il disavanzo pubblico e pongono interrogativi circa la sostenibilità dei livelli di indebitamento, sottintendendo l’origine e le manifestazioni della *sovereign debt crisis*.

Le crisi producono riflessi sui mercati, sugli intermediari finanziari, sugli strumenti finanziari, sugli stati, indicando correlazioni e interdipendenze e instabilità finanziaria.

Irrazionali scelte di creazione, trasferimento e moltiplicazione del rischio di credito degli intermediari finanziari hanno alimentato una finanza innovativa nel tentativo di sostenere il mercato immobiliare statunitense ma finiranno per provocare la crisi finanziaria e il mondo si trova di fronte a sfide senza precedenti per la riduzione dell’instabilità finanziaria. L’intero ‘castello’ è sembrato reggersi proprio sull’espansione e sull’incremento di valore pressoché continuo degli immobili gonfiatosi nella folle stagione del credito facile e del sistematico ricorso all’indebitamento privato.

Spinte da logiche di profitto a breve termine, le banche dimenticano che l’attività di intermediazione presuppone capacità di gestione dei rischi e non il loro sistematico trasferimento ai mercati finanziari. Invece, l’utilizzo della *securitisation* e dei derivati trasferisce all’esterno il rischio di credito sui prestiti alla clientela, provocando da un lato l’ampliarsi dei *subprime e monitoring* e, dall’altro, la moltiplicazione del rischio di credito e, quindi, la creazione di strumenti finanziari di incerto valore.

Quello che stupisce è come una crisi di queste proporzioni sia esplosa pressoché all’improvviso senza che le autorità di controllo abbiano attuato alcun intervento, mettendo così in evidenza la debolezza dei soggetti regolatori rispetto agli interessi dei soggetti regolati. Il risultato è il fallimento della regolamentazione e dei controlli su intermediari e mercati finanziari, del tutto inadeguato rispetto all’innovazione finanziaria.

A ben vedere, il fallimento delle regole e dei controlli delle autorità di vigilanza alimenta attività speculative del tutto insostenibili nel lungo periodo, sfociate in gravose perdite per gli intermediari finanziari e gli investitori. La ridefinizione delle regole e dei controlli costituisce un punto importante del quale si deve ripartire.

Gli interventi pubblici per il salvataggio e il rilancio dell'economia al tempo stesso spostano l'attenzione della comunità finanziaria verso il rischio di credito caratterizzante i titoli governativi e, per conseguenza, aprono un ampio dibattito circa la solvibilità degli stati sovrani. Nella sostanza, sussiste il problema dell'innalzamento del rischio di credito che, sviluppatosi nel settore bancario, raggiunge inizialmente il sistema finanziario e successivamente gli stati perché le modalità di copertura delle connesse perdite introducono peggioramenti nei bilanci statali.

Le risorse pubbliche possono assorbire in larga misura le perdite prodotte dal sistema privato e, in particolare, dalle banche, rappresentando la 'soluzione' al superamento della crisi finanziaria. Così, il rischio di credito viene ad impattare sui bilanci di molti paesi i quali già appesantiti dai debiti per spese pubbliche senza controllo si sono ulteriormente deteriorati, con riflessi negativi sul rischio insito nei sistemi di debito pubblico.

In questa prospettiva, la ricerca di Fabiano Colombini e Andrea Calabrò analizza le cause, le caratteristiche ed i meccanismi generatori delle crisi finanziarie, ripercorrendo le tappe delle recenti crisi finanziarie a carattere globale, mettendo in luce il ruolo giocato dalla *securitisation e dai credit derivatives* sull'ampiezza del trasferimento del rischio di credito e dai titoli statali per i riflessi sulle oscillazioni di valore e, quindi, sulle perdite generate presso intermediari finanziari e investitori nei mutui, negli strumenti finanziari legati ai *subprime mortgages* e negli strumenti finanziari legati agli stati sovrani.

Da ciò emerge l'importanza di una corretta analisi e valutazione del rischio di credito insito nel portafoglio prestiti, nelle *asset-backed securities, nei credit derivatives*, nel portafoglio strumenti finanziari, nei titoli pubblici perché tali rischi costituiscono il filo conduttore per l'analisi e l'interpretazione delle crisi finanziarie inquadrabili nella *subprime mortgage financial crisis e nella sovereign debt crisis*.

(*Ida Ferraro*)

***“L’Europa e oltre: banche e imprese nella nuova globalizzazione”*.
XVI rapporto della Fondazione Rosselli sul sistema finanziario
italiano, introduzione a cura di Giampio Bracchi e Donato Masciandaro,
Bancaria Editrice 2011.**

È stata di recente pubblicata, nella collana Edibank di Bancaria Editrice, la Sedicesima Edizione del Rapporto sul Sistema Finanziario Italiano della Fondazione Rosselli “*L’Europa e oltre - Banche e imprese nella nuova globalizzazione*”, coordinato da Giampio Bracchi del Politecnico di Milano e Donato Masciandaro dell’Università Bocconi.

Il Rapporto, che si avvale del contributo di qualificati esperti del mondo accademico, bancario e delle istituzioni, offre, attraverso un approccio interdisciplinare, un quadro nitido e critico sui temi più attuali del sistema bancario - finanziario italiano e sulle tendenze future. Nella perdurante incertezza del quadro economico, l’analisi delle tendenze in atto sia nei mercati finanziari sia nel sistema produttivo deve procedere in modo sempre più integrato. La globalizzazione sta percorrendo traiettorie inedite, potendo comprendere quale ruolo potrà giocare il nostro sistema finanziario e industriale per avere più forza competitiva.

Parte da quest’osservazione il nuovo Rapporto della Fondazione Rosselli che analizza il legame tra imprese, finanza e regole.

In tema di relazioni banca-impresa, il Rapporto guarda innanzitutto all’evoluzione congiunta dell’internazionalizzazione, in termini di prodotti, funzioni e localizzazione. Emerge che l’Italia ha saputo difendere la propria posizione, ma che intrattiene rapporti economici e finanziari prevalentemente con i paesi occidentali, mentre quelli con i Paesi emergenti sono ancora deboli: occorre dunque saper coltivare una strategia finalizzata a sviluppare le relazioni con le economie più dinamiche. Il Rapporto interviene anche su altri temi-chiave legati alla competitività: innovazione, distretti tecnologici e banche locali; credito alle imprese; gestione del rischio; ruolo dei Confidi e degli operatori di *private equity*.

La prospettiva della nuova globalizzazione tocca anche gli aspetti delle strategie e della *governance*. Le banche devono ampliare l’orizzonte delle possibili alleanze: oltre alle tradizionali fusioni e acquisizioni, le alleanze strategiche e le *joint venture* possono rappresentare

strumenti fondamentali per accrescere l'efficienza complessiva. Va riconsiderata anche l'efficacia dei meccanismi di allocazione della proprietà e del controllo: i casi d'instabilità hanno riguardato realtà che fino a ieri sembravano robuste e affidabili proprio dal punto di vista del disegno delle architetture di *governance*.

Infine, la crisi ha scosso anche i pilastri su cui era fondata la relazione tra efficienza economico-finanziaria e disegno delle regole e delle istituzioni e apre nuovi interrogativi sulle strade da seguire. Il Rapporto indaga anche quest'aspetto e pone l'accento sul nuovo ruolo della vigilanza che occorre valorizzare dopo un periodo in cui un'eccessiva fiducia nei presidi rappresentati dai coefficienti di capitale e dalla disciplina del mercato ha finito per indebolire l'azione di supervisione, soprattutto nel mondo anglosassone.

Dunque, il concetto trainante dell'edizione 2011 è la *Nuova Globalizzazione* economica e finanziaria e tutte le sue derivazioni in termini di mercati, relazione banca-impresa e competitività; strategie, *governance* e organizzazione di banche e imprese finanziarie; funzionamento delle regole e della vigilanza.

Più di 40 Autori – tra cui Michele Bagella, Marina Brogi, Alessandro Carretta, Luigi Donato, Giovanni Ferri, Anna Gervasoni, Paola Schwizer, oltre ai curatori Bracchi e Masciandaro – effettuano le loro analisi partendo da importanti interrogativi comuni: quali saranno gli effetti delle nuove forme di globalizzazione per le banche e le imprese italiane, nella perdurante fase di incertezza economica mondiale? Come cambierà il rapporto con i mercati interni e internazionali? Quali leve spingere per avere più forza competitiva? E come le nostre banche devono ripensare strategie e azioni?

Sul finire degli anni Dieci del nuovo secolo si è però cominciato a constatare una *Nuova globalizzazione*, guardando soprattutto all'economia reale e osservando quello che stava accadendo nei processi produttivi. Lo sviluppo tecnologico – che prima aveva contribuito soprattutto a integrare i mercati – ora può essere pienamente utilizzato per frammentare i processi produttivi dell'impresa, al fine di aumentare la sua capacità di creare valore in mercati che nel frattempo continuano a integrarsi. Lo stesso fenomeno è verificabile nella tendenza al passaggio da banca internazionale a banca multinazionale.

La frammentazione del processo produttivo implica la possibilità per

l'impresa e la banca di fare scelte lungo due diverse direzioni: internalizzare o esternalizzare (il "che cosa"); localizzare o delocalizzare (il "dove"). Inoltre ciascuna impresa o banca può partecipare a un processo di frammentazione della catena produttiva (o del valore) come acquirente o venditore (il "come produttivo"). Infine, la ristrutturazione della catena del valore può avere effetti profondi anche nei rapporti dell'impresa con i mercati finanziari (il "come finanziario"): si veda ad esempio il fenomeno dei cosiddetti mercati dei capitali interni, sia delle imprese, sia delle banche.

In definitiva la *Nuova Globalizzazione* tende a presentarsi in generale come un'opzione strategica a quattro dimensioni (strutturale, geografica, di mercato e finanziaria), da cui può dipendere in ultima analisi la competitività sia delle imprese che delle banche.

Peraltro, come sopra accennato, il quadro di riferimento è divenuto più complesso con la grande crisi del 2008- 2009, alla cui fisionomia può peraltro avere anche contribuito il fenomeno della *Nuova Globalizzazione*. La crisi, oltre alla caduta della crescita economica, ha provocato un aumento tuttora presente nella volatilità e nell'incertezza. Quale sarà ora l'effetto del combinato disposto della *Nuova Globalizzazione* e della perdurante crisi sulla fisionomia del sistema produttivo e finanziario?

Rispetto a questa domanda, il Rapporto cerca di offrire elementi di analisi e conoscenza, legati – com'è nella sua missione – all'Italia, allorché sempre in un'ottica comparata. La prospettiva di analisi che il Rapporto ha scelto riguarda, come negli anni precedenti, le relazioni tra economia reale, finanza e regole. Perciò, nella selezione dei lavori che sono diventati poi capitoli del Rapporto, sono state scelte quelle analisi che si occupassero di tre diverse aree specifiche, alle quali corrispondono le tre parti in cui è articolato il Rapporto: le relazioni tra banche e imprese; la strategia delle banche; l'evoluzione nel disegno delle regole e della vigilanza.

Tanti quindi gli spunti di riflessione contenuti nella nuova edizione del Rapporto che si configura come un importante strumento di approfondimento di temi di grande attualità per il top management delle banche e i professional delle aree Strategie, Studi, Crediti, Finanza, Corporate, Retail, Investment banking, Risk management, Legale, Estero.

(*Ida Ferraro*)

