

IL RISPARMIO

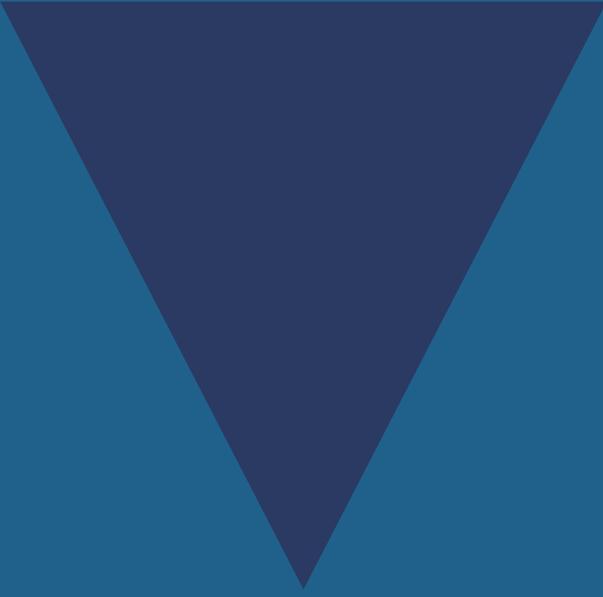
Anno LXV - n. 2/3 Aprile - Settembre 2021

Rivista trimestrale di Acri

Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa



02
—
03



IL RISPARMIO

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

Editorial Board

Gino Gandolfi (University of Parma)

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Antonio Patuelli (ABI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

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

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

Redazione

Via del Corso, 267 - 00186 Roma

Tel. 06 68184387 - Fax 06 68184223

elisabetta.boccia@acri.it

www.ilrisparmioreview.it

www.acri.it

Codice ISSN 0035-5617 (print)

Codice ISSN 1971-9515 (online)

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

INDICE

PROFEZIE, ECONOMIA NORMATIVA E RIFORMISMO IN FEDERICO CAFFÈ

*PROPHECIES, NORMATIVE ECONOMICS AND REFORMISM
IN FEDERICO CAFFÈ*

Nicola Mattoscio

7

CONSIDERAZIONI SUL RISCHIO DELLE OPERAZIONI FINANZIARIE

*CONSIDERATIONS ON THE RISK OF FINANCIAL
TRANSACTIONS*

Roberto Ruozì

27

**FIT AND PROPER:
LA NORMA TRA ASPETTATIVE E APPLICABILITÀ**

*CONSIDERATIONS ON THE RISK OF FINANCIAL
TRANSACTIONS*

Lucilla Bittucci , Stefano Marzioni

41

**L'EVOLUZIONE E LE DETERMINANTI DEI CREDITI
DETERIORATI PRIMA E DURANTE LA PANDEMIA DI
COVID-19**

*THE EVOLUTION AND DETERMINANTS OF NON-
PERFORMING LOANS BEFORE AND DURING
THE COVID-19 PANDEMIC*

Paolo Agnese, Livia Pancotto

55

PROFEZIE, ECONOMIA NORMATIVA E RIFORMISMO IN FEDERICO CAFFÈ

*PROPHECIES, NORMATIVE ECONOMICS AND
REFORMISM IN FEDERICO CAFFÈ*

Nicola Mattoscio

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio", Chieti-Pescara
University of Chieti-Pescara

nicola.mattoscio@unich.it

Il paper vuole verificare l'esistenza o meno di una coerente struttura "normativa" nel pensiero economico di Federico Caffè. Avuto un riscontro favorevole, si passa alla verifica di una sua declinazione per grandi linee. L'approfondimento condotto con "Caffè attraverso Caffè" evidenzia la costante osservanza, con criteri informali e non

dimostrativi, di una rigorosa "logica intuitiva e induttiva". Assunti a priori gli obiettivi etici di piena occupazione e di sufficienti livelli di *Welfare State*, Caffè ne fa desumere le fondamentali categorie di «un'economia per l'uomo comune», dell'«umanesimo della politica economica», nonché dell'«economia *sentimentale* e umanitaria».

Parole chiave: economia per l'uomo comune, *umanesimo* della politica economica, economia *sentimentale* e umanitaria, logica induttiva e abduttiva.

This paper aims to verify the existence of a coherent "normative" structure in Federico Caffè's economic thought. Having assumed such structure is there, we proceed to attempt outlining it in broad terms. The in-depth study conducted with "Caffè attraverso Caffè" (Caffè through Caffè) shows the economist' constant observance, with non-demon-

strative and informal criteria, of a rigorous "intuitive and inductive logic". Assuming a priori the ethical objectives of full employment and sufficient levels of *Welfare State*, Caffè infers his fundamental categories of «an economy for the common man», a «humanism of economic policy», and a «*sentimental* and humanitarian economy».

Keywords: economy for the common man, *humanism of economic policy*, *sentimental and humanitarian economy*, *inductive and abductive logic*.

 1. INTRODUZIONE

Da tempo è acclarato e condiviso che non è semplice pervenire ad un'interpretazione sommaria della figura di Federico Caffè, del suo pensiero, della sua attività poliedrica (cfr., ad es., Faucci R., 2002, pp.363-364)¹. Tuttavia, nel tentativo di individuare un qualche accettabile “criterio ispiratore della trattazione”, usando un lessico dello stesso Caffè (1978, ristampato in *id.*, 1990, pp.14-15), già in altre occasioni ho avuto modo di richiamare l'attenzione sul legame che egli stabilisce tra le sue critiche radicali al pensiero economico, ai suoi tempi dominante, e l'emergere di un suo originale *pensiero normativo*, non facilmente rilevabile e non sempre o solo con fatica apprezzato, nonché le *policies* che coerentemente ne faceva scaturire (cfr., ad es., Mattoscio N., 2014 e 2015)².

Un richiamo di attenzione, naturalmente, può essere solo foriero di approfondimenti e non certo una rappresentazione esaustiva di una complessa economia “per frammenti” a cui dà vita l'ampia attività pubblicistica, didattica e di studioso di Caffè. Pur seguendo, metodologicamente, un qualsiasi «criterio ispiratore della trattazione», allora, è inevitabile che “non si sfugge al rischio di trascurare in ogni caso qualche elemento rilevante” (Ciccarone G., 2007, p. 317).

A circa un terzo di secolo dalla misteriosa scomparsa di scena del “Maestro”, c'è da chiedersi se vale la pena continuare a correre tale rischio, considerando tra l'altro che, nel frattempo, si è ormai consolidata un'organica letteratura di stampo *caffettiano* affatto trascurabile, anche al solo fine di evitare semplici ridondanze in merito³.

1 Faucci sottolinea con particolare efficacia la difficoltà a formulare una valutazione sintetica su Caffè. Pure per la ricerca, Caffè condivideva con P.A. Samuelson l'idea che l'eclettismo nella scienza economica non è tanto qualcosa che si desidera, quanto una necessità (Caffè F., 1986b, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 397).

2 Nell'ambito della scienza economica, lo stesso Caffè distingue tra ramo *positivo* e quello *normativo*; secondo la sua interpretazione, il primo mira allo studio di “ciò che è”, il secondo di “ciò che dovrebbe (o si desidererebbe) che fosse” (Caffè F., 1978, ripubblicato in *id.*, 1990, pp.10-11).

3 Non potendo qui considerare la vastità di tale letteratura, per semplicità si rinvia ai riferimenti bibliografici contenuti in Amari G. (2010), Amari G. e Rocchi N. (2007 e 2009), Roggi P. e Poettinger M. (2015), Rey G. M. e Romagnoli G. C. (2016). In particolare, si segnalano le bibliografie a corredo dei saggi contenuti in Mattoscio N., edited by, (2014).

Infatti, appare ormai vastissima la bibliografia, la numerosità di episodi ricostruiti e persino la ricchezza degli aneddoti narrati che riguardano il nostro personaggio⁴.

Ma già a prima vista appare ineludibile, oltre che utile, tornare nuovamente a riflettere intorno ai paradigmi sui quali Caffè sviluppava la ricerca e la sua attività di divulgazione, essendo le stesse costrette ora a confrontarsi con l'attualità della *pandeconomia* che caratterizza l'inedita fase storica imposta dalla grave e planetaria emergenza sanitaria da COVID-19⁵. In particolare, si constata che il «fallimento del mercato» derivante dallo shock esogeno provocato dal COVID-19 configura non una semplice “fase di fluidità” della storia, per la quale risulterebbero efficaci i tradizionali sostegni keynesiani di breve periodo alla Domanda Aggregata, ma una vera “fase di svolta”.

Questa, comportando cambiamenti nello stesso sistema di riferimento, necessita in aggiunta di significative politiche di sostegno alla riconversione e ristrutturazione dell'Offerta Aggregata. È una tale combinazione, tra «fallimento di mercato» e contestuali politiche di supporto alla *Aggregate Demand* e al profondo cambiamento della *Aggregate Offer*, a caratterizzare la *pandeconomia* e a ispirare il *Recovery Plan* europeo, nonché le sue *politicies*, a favore della transizione accelerata verso un nuovo modello di economia sostenibile e digitale.

Il Pnrr (Piano nazionale di ripresa e resilienza) italiano prevede di destinare il 37% del totale dei finanziamenti europei derivati dal *Recovery Plan* alle azioni a favore della transizione verde e il 25% per la trasformazione digitale. Da sole, dunque, queste linee di intervento sommano quasi i 2/3 dei 199,5 miliardi di euro che l'Italia riceverebbe entro il 2026, dimostrando quanto sia ritenuto strategico il sostegno alla transizione nella loro direzione. L'improvvisa accelerazione della evoluzione verso un nuovo modello di economia sostenibile e digitale, perciò, ripropone con forza i temi cari a Caffè dei «fallimenti dei mercati» e il riemergere del ruolo interventista dello Stato. Ma in che modo e con quali limiti per non ricadere nei casi opposti dei «fallimenti dello Stato» e, quindi, nei rischi degli sprechi e dell'inefficienza?

E ancora, il parallelo affermarsi di inedite forme di sovrastrutture finanziarie pubbliche (come, ad esempio, i Coronabond e i Greenbond, più comunemente chiamati Eurobond o titoli di debito comunitari emessi a sostegno del programma *Next Generation Europe Union* – NGEU), realizzano l'opportunità auspicata da Caffè (1976, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 241) affinché i risparmiatori non vengano “sempre esposti a rischi sproporzionati alle proprie possibilità conoscitive”? La transizione strategica verso l'economia sostenibile e digitale che delinea NGEU favorisce la capacità dell'innovazione tecnologica, di processo e di prodotto di allentare i «vincoli di scarsità» come era negli auspici sempre di Caffè (1986a, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, pp. 360-361)? Quanto influisce la transizione avviata con la *pandeconomia* a rimuovere le “ansie degli ecologi [...che] si traducono in una specie di «politica dell'impossibilità» che esercita un'azione inibitoria, senza pervenire a nulla di costruttivo”? (Caffè, *ib*, p.361).

4 Come sostiene Giuseppe Ciccarone (2007, p. 319), la lettura guidata proposta nel volume antologico di Amari G. e Rocchi N., (a cura di, 2007), aiuta a districarsi nella complessità di tanti riferimenti. Già a margine della grave crisi finanziaria del 2008 si è richiamata l'attualità del pensiero di Caffè (cfr., ad esempio: Amari G., 2014; Becattini G., 2007; Raggi P. e Poettinger M., a cura di, 2015).

5 Sul concetto di *pandeconomia* si veda Mattoscio N., 2020, p.18, e 2021, p.72, n.21.

2. DALLA CRITICA ALLA PROFEZIA, COMUNQUE UN ERETICO

Caffè ha sempre insistito sull'inadeguatezza del libero mercato come semplice ordinamento dei prezzi e sull'insufficienza del ruolo delle istituzioni relegate alla sola funzione regolatrice delle relazioni economiche e, quindi, dei mercati stessi. In questo ambito, inquadrando conseguentemente le denunce del «gioco spregiudicato di tipo predatorio» che si realizza sui mercati finanziari (Caffè F., 1971, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 237). Il punto di partenza è che entrambe le istituzioni protagoniste, il «mercato» e lo «Stato», sono convenzioni maturate nell'esperienza storica dell'umanità e non «stati di natura» esogenamente dati nella realtà, nel tempo refrattari ai cambiamenti delle attività di produzione e di consumo, nonché del complesso sistema relazionale persino affettivo tra le persone.

A fronte, perciò, dei possibili fallimenti di entrambi nei confronti degli obiettivi irrinunciabili di piena occupazione, equità sociale e benessere generale, si possono attivare modifiche alle regolamentazioni del «mercato» e dello «Stato» per provocare più giusti e virtuosi legami tra economia e società. Muovendosi lungo l'incerta e nebulosa frontiera che distingue i fallimenti del mercato da quelli dello Stato, Caffè si caratterizza come un profondo osservatore e, al tempo stesso, come un aspro e radicale critico del mondo contemporaneo.

Nell'avvertire uno speciale «sentimento di urgenza per i problemi umani» (Caffè F., 1970, p. 127), il «Maestro» ha modo di indagare sulla dimensione dell'«uomo comune» e di denunciare il grave contrasto dovuto al divario tra «chi ha» e «chi non ha» (Caffè F., 1986a, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 259). In realtà, l'«uomo comune» è confinato ai margini della società e privato della possibilità di esercitare le proprie libere e consapevoli scelte. Da qui ha origine, da una parte, la sua critica per i soprusi a danno dei lavoratori, a cominciare dal considerarli meri fattori di produzione e, dall'altra, l'assumersi il ruolo di *profeta* delle ragioni dei più deboli. È così che lo studioso, per convinzioni scientifiche e per sensibilità «sentimentale», diventa insofferente verso il pensiero unico dominante, in nome dell'esigenza di far coesistere una pluralità di visioni teoriche, casomai sempre a confronto, con l'obiettivo della costruzione di una «società civile».

Per le medesime motivazioni, egli abbraccia la missione di dare voce con il massimo di autorevolezza ai più umili ed indifesi, ricondotti sinteticamente alla categoria dell'«uomo comune». Nel farsene carico, Caffè evita accuratamente di sdoppiare la sua personalità. Anche nel ruolo di *profeta* ama conservare l'abito del *civil servant*, che rende disponibile al servizio dell'interesse generale e del «bene comune» le proprie competenze professionali, il suo senso civico ed orizzonte morale, senza escludere le sue stesse passioni.

Quando commenta la speciale categoria di *civil servant* appartenente al novero delle personalità resesi protagoniste dell'intervento pubblico in Italia, egli si schiera contro le reiterate enunciazioni degli inaffidabili «profeti dello sfascio» a danno della burocrazia pubblica e sostiene che: «È dall'esempio dei «protagonisti» considerati che si trae una comprensione particolarmente efficace che con le idee, l'impegno personale, la capaci-

tà di scegliere e guidare i collaboratori si costruisce” (Caffè F., il manifesto, 12 gennaio 1984, ristampato in *ib*, 2007, pp. 98-99). Questa chiosa sa tanto anche di autobiografico, prestandosi perfettamente all’interpretazione della stessa esperienza personale del “Maestro”.

D’altronde, nel denunciare la «verbosità inconcludente» dei “profeti dello sfascio”, con l’infondatezza che l’Italia fosse sull’orlo dell’abisso, Caffè afferma: “Sono invece convinto che il nostro sia un paese immemore e che le persone dedicate e benemerite [...] non ricevano il riconoscimento che sarebbe loro dovuto” (*ib*, p. 98). È lampante, oltre che evidente per logica conseguenza, che tra i destinatari di questa amara constatazione ci sia egli stesso, con il suo severo ed infaticabile impegno di *civil servant*.

Si desume pure, da questi riferimenti, che Caffè è insofferente verso le approssimazioni delle critiche e delle profezie, anche quando esse si ergono a favore del cambiamento necessario per realizzare una «società più civile», che egli auspicava come orizzonte comunque irrinunciabile per lo stesso impegno scientifico. In breve, lo studioso non poteva amare le improvvisazioni e il diletterantismo a supporto delle ragioni della critica, che non di rado animavano la stessa parte politica, sindacale e intellettuale più vicina alle sue sensibilità.

È qui che ha maggiore spiegazione la sua sofferente «Solitudine del riformista» (Caffè F., il manifesto, 9 gennaio 1982, ristampato in *id.*, 2007, pp. 81-82). Il tema è tuttora molto imbarazzante, perciò non abbastanza considerato in tutte le sue implicazioni, anche da chi, nel lungo periodo dopo la sua scomparsa, ha portato avanti una sorta di programma di appropriazione ideale delle critiche e delle profezie del “Maestro”. Fatto sta che la pungente denuncia è fin troppo esplicitamente rivolta *in primis* alla rappresentanza organizzata (sindacati e partiti di sinistra) che più ambisce ad intermediare gli «uomini comuni», agenti e beneficiari del necessario cambiamento per una «società più civile».

Nelle sue parole: “Il riformista è ben consapevole di essere costantemente deriso da chi prospetta future palingenesi [...] La derisione è giustificata in quanto il riformista, in fondo, non fa che ritessere una tela che altri sistematicamente distrugge. È agevole contrapporgli che, sin quando non cambi il «sistema», le sue innovazioni miglioratrici non fanno che tappare i buchi [...] Egli è, tuttavia, convinto di operare nella storia, ossia nell’ambito di un «sistema», di cui non intende essere né l’apologeta né il becchino [...] Egli preferisce il poco al tutto, il realizzabile all’utopico, il gradualismo delle trasformazioni a una sempre rinviata trasformazione radicale del «sistema»” (*ib*).

Preoccupandosi da buon riformista di non apparire sbilanciato, nella denuncia aggiunge “lo scherno di chi pensa che ci sia ben poco da riformare, né ora né mai, in quanto a tutto provvede l’opera spontanea del mercato, posto che lo si lasci agire senza inutili intralci; anche di preteso intento riformistico” (*ib*). Che il riformista sia maggiormente amareggiato per le cattive opinioni che ha l’altra parte, ritenuta a lui più vicina, lo si evince dall’affondo conclusivo, quando precisa (*ib*) che tra i suoi compiti “non rientra... di dover occuparsi di palingenesi immaginarie” ed essere ridotto ad un “intellettuale pappagallesco”.

Anche in sede più strettamente scientifica, Caffè era già stato altrettanto chiaro nell’affermare che: “[il] prevalere inevitabile delle idee, alla lunga, sugli interessi costituiti [...] non consente di considerare l’edificazione di una «civiltà possibile» (è ancora un’espressione keynesiana) come frutto di miracolistiche palingenesi. Egli fa affidamento,

invece, nella penetrazione gradualistica ed evolutiva delle idee tendenti al miglioramento sociale e nello sforzo tenace inteso a realizzarlo senza sosta” (Caffè F., 1978, in *id.*, 1990, pp. 14-15). Perciò, è nell'apparente e stridente asimmetria tra la portata «utopica» di alcune sue visioni della «civiltà possibile» e il pragmatismo del suo «riformismo» che, il “Maestro”, evolve verso la figura dallo «spirito profetico», di consigliere del cittadino piuttosto che del Principe, come erano soliti fare i suoi colleghi economisti.

Pure da questo punto di vista, Caffè si conferma una personalità fuori dagli schemi e con un sistema di pensiero non facilmente omologabile e meno che mai riconducibile all'immagine di portabandiera, nonostante le buone intenzioni di chi, involontariamente, si è adoperato per favorire questa stessa immagine. Piuttosto, nelle condizioni storiche del momento, la sua figura appare senza dubbio quella di un eretico inascoltato, del tutto coerente con quella dell'economista «eterodosso e disubbidiente» con cui Ermanno Rea (1992 e 2000, p.274) conclude la sua ricostruzione suggestiva de *L'ultima lezione*.

3. ALCUNI CONTRIBUTI AL PENSIERO ECONOMICO E LA LORO ATTUALITÀ

Con riferimento alle metodologie dell'analisi scientifica, Caffè ripudia entrambi gli eccessi più frequenti nella letteratura economica, consistenti nell'«empirismo» e nel «formalismo». Quanto alla prima tipologia, egli denuncia i limiti di una visione dell'interpretazione dell'attività economica fondata su criteri meramente contabili e ragionieristici, sostenendo che “manifestazione ricorrente di questi antichi errori è la tendenza a voler ridurre l'economia ad una ‘mezza scienza’, considerandone esclusivamente i rapporti tecnologici” (Caffè F., 1981, p. 79).

In questa prospettiva, appaiono ben plausibili gli impliciti rinvii ai limiti di una capacità conoscitiva ed esplicativa, nella dimensione microeconomica, della complessità della vita dell'impresa, assumendo le sole rappresentazioni dei bilanci aziendali, sia nei loro profili civilistici che in quelli fiscali. Ma altrettanto si potrebbe sostenere per la dimensione macroeconomica; qui le ristrettezze cognitive e dimostrative rinvierebbero agli asettici ed inevitabili principi burocratici della contabilità pubblica, che ignora i suoi risultati sociali.

Nelle sue parole, la conseguenza è il manifestarsi del contrasto tra le valutazioni contabili e le esigenze umane: “Al posto degli uomini abbiamo sostituito numeri e alla compassione nei confronti delle sofferenze umane abbiamo sostituito l'assillo dei riequilibri contabili” (Caffè F., 1986a, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 363). Ne deriva che le contestazioni allo Stato assistenziale o al cuore del *Welfare State* “non si superano sul terreno delle verifiche contabili, ma sul piano di una riflessione che investa «il tipo di società»” (*ib.*, p. 358).

Invece, sono più sfumate e a volte persino misteriose le critiche di Caffè all'eccessiva formalizzazione delle teorie economiche o anche dei modelli rappresentativi

dei sistemi fattuali. A proposito degli sviluppi dottrinali dell'«economia del benessere», egli denuncia la “perdita di rilevanza che si accompagna, con notoria frequenza, all'accrescimento del rigore formale” (*ib*, p. 358). Pur dando merito all'ironica osservazione di D.H. Robertson “che si concorre al progresso della scienza anche con il tempo dedicato agli effetti delle innumerevoli *tangenti ed intersezioni*” (Caffè F., 1986b, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 396, c.a.), il “Maestro” affonda la sua critica per “l'uso intenso di indagini di tipo quantitativo, sia che esse mirino a verificare una ipotesi di partenza, sia che talvolta riproducano, consapevolmente o meno, la tendenza ben nota a una misurazione senza teoria” (*ib*). Ne fa seguire un'enunciazione che suona come una difesa dell'apparente “metodologia informale” adottata nelle sue indagini e, al tempo stesso, la spiegazione del rinvio ad una rigorosa “metodologia formale” che la stessa sottende.

È quanto si può credibilmente desumere dalle sue stesse parole: “l'addebito di non aver avvalorato le proprie affermazioni – o prediche – con adeguate analisi, presumibilmente di carattere quantitativo, induce a replicare che si possono affermare cose sensate con plausibili *ragionamenti di logica induttiva*, mentre si possono avvalorare politiche immobilistiche con sofisticati calcoli di *propensioni* e di *indici* di ogni natura (*ib*, c. a.). In altra occasione (Caffè F., 1986c, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007), nel rievocare il “rilievo di Alfredo Marshall sulle nostre limitate facoltà telescopiche” (*ib*, p. 387), Caffè sottolinea come “fatti nuovi e imprevisi rendono fragili persino le indicazioni di tipo deterministico [...e ostacolano la] individuazione delle tendenze economiche con metodi statistici ed econometrici” (*ib*).

Caffè assume abitualmente il privilegiare la sostanza più rilevante alla forma e il preferire aver ragione con criteri dimostrativi non esplicitati, piuttosto che sbagliare nell'attardarsi con quelli analiticamente precisati in modo rigoroso. Dunque, è nello spazio di mezzo dell'intervallo tra i due estremi definiti dagli eccessi dell'«empirismo» e del «formalismo» che Caffè, scienziato sociale controcorrente, trova le modalità “intuitive” a lui più consone per realizzare nel tempo il suo eclettico progetto di ricerca, interlocuzione e divulgazione. In effetti, egli segue una duratura costanza metodologica, «descrittiva» solo nell'apparenza, ben aliena dalle mode di volta in volta prevalenti.

Sarebbe errato, però, concludere che le sue semplici osservazioni o più approfondite indagini fossero non sufficientemente rigorose, poiché condotte con «criteri non dimostrativi» o con semplice «metodologia informale». Piuttosto, lo studioso non amava indulgere sulle dimostrazioni che conducono alla verità, preferendo richiamare l'attenzione direttamente sulla verità stessa e su di essa (che potrebbe apparire anche utopica rispetto alle resistenze del presente) sviluppare la critica, il confronto e le proposte di *policy*. Al riguardo, Caffè condivide la distinzione di de Finetti (1973) sui due momenti osservati dalla metodologia scientifica che porta alla verità: 1) nel primo, le scoperte sono frutto innanzitutto della «fantasia»; 2) nel secondo, ci si preoccupa della «sistemazione logica» delle stesse scoperte.

Del grande matematico, in una testimonianza del 1985 resa a Valentino Parlato, così egli riporta dal saggio di de Finetti (1973) sull'utopia della scienza economica: “Occorre anche l'analisi, lo studio, la *sistemazione logica*, per controllare, correggere, precisare, sviluppare, realizzare ciò che la *fantasia* aveva prospettato soltanto «*in nuce*»; ma ciò viene dopo” (in Rea E., 1992 e 2000, p.178, c.a; e in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 441).

Naturalmente, il “Maestro” privilegiava il momento della «fantasia» a quello delle analisi, soprattutto «formali», necessarie alla «sistemazione logica».

In ogni caso, Caffè rispettava il metodo dei «plausibili ragionamenti di logica induttiva». E si deve presumere, in proposito, che egli non solo avesse studiato il *Treatise on Probability* di Keynes (1921), ma che avesse famigliarizzato abbastanza anche con la ricerca ad indirizzo più strettamente «formale» sempre del collega di Ateneo e suo amico Bruno de Finetti. È molto attendibile che Caffè abbia condiviso pure le suggestioni dell'ortodossia dei risultati conseguiti da quest'ultimo sulla teoria “soggettiva” delle probabilità, basata proprio sulla «logica induttiva», che costituisce un'evoluzione della stessa teoria keynesiana, nonché una convergenza con l'impostazione “soggettiva” di F. P. Ramsey che, con Keynes ed altri, negli anni venti del Novecento animava la scuola neopositivista di Cambridge.

Non a caso, Mario Tiberi (2016, p. 18, n. 67) ha rilevato come: “nel suo *Un matematico e l'economia* [...] de Finetti fa numerosi riferimenti al libro, curato da Federico Caffè, *Saggi sulla moderna «economia del benessere»*, Einaudi, Torino, 1956”. A sua volta, nella parte dedicata a Pareto, dalle sue *Lezioni di Politica Economica* (1990, p.30), Caffè cita de Finetti attribuendogli il merito della chiara comprensione che la condizione di ottimo paretiano non significa che sia ‘buono’. Per questa ulteriore condizione, aggiunge Caffè, si dovrebbe infatti tener conto dell'approvabilità o meno della situazione distributiva. Pure gli appare rilevante l'ulteriore precisazione di de Finetti, nell'ambito della teoria delle scorte, sulle distinte conseguenze “immediate” e “mediate” delle decisioni inerenti la loro gestione, in termini di costi e benefici, diretti, indiretti e differiti (cfr. Caffè F., *ib*, p. 60).

Ma assume particolare rilevanza il significato della ricordata testimonianza che Caffè rilascia a Valentino Parlato, a proposito di de Finetti: “Lo ammiro molto, la moderna teoria delle probabilità è in larga parte figlia sua... Ha avuto parecchia influenza su di me. Penso di poter dire che siamo stati amici” (in Rea E., 1992 e 2000, p.177). A sua volta, de Finetti esprime condivisione ed ammirazione per i contenuti di critica radicale che Caffè evidenzia nel saggio *Economia di mercato e socializzazione della sovrastruttura finanziaria*, editato nella raccolta da lui stesso curata, dall'eloquente titolo *Requisiti per un sistema economico accettabile in relazione alle esigenze della collettività* (de Finetti B., 1973)⁶. Questa breve ricostruzione dimostra che tra i due personaggi non vi erano solo stima ed amicizia reciproche, ma anche conoscenza e condivisione profonda dei principali contenuti dei loro pensieri.

Con anche questi ingredienti sullo sfondo, si compone con sufficiente chiarezza il quadro dell'epistemologia assunta da Caffè nell'elaborazione del suo pensiero: i suoi studi critici dei limiti della conoscenza economica a lui contemporanea, delle sue stesse strutture logiche e metodologiche, hanno sicuramente condiviso la proclamazione di de Finetti (1973) circa “la necessità di fondare la scienza economica sull'utopia”, che a sua volta “non è altro che l'affermazione di una *civiltà possibile* contro le strettoie del presente” (Caffè F., 1985, in Rea E., 1992 e 2000, pp.178-179, c. a.).

Si evidenzia, in tal modo, una stretta combinazione tra l'«utopia» della scienza economia di de Finetti e l'economia di una «civiltà possibile» di Caffè e, di conseguenza,

⁶Un'altra versione del saggio di Caffè era stata pubblicata sul “Giornale degli economisti”, sett-ott. 1971, che verrà poi ripubblicata in *Un'economia in ritardo* (Caffè F., 1976).

l'interpretazione di quest'ultima nell'ambito dell'economia come scienza «normativa». D'altronde, la «civiltà possibile» è un orizzonte (utopico?) verso cui tendere ed impegnarsi a costruire «ciò che dovrebbe essere», elevandosi dalle «strette del presente» e di «ciò che è», oggetto di analisi dell'economia come scienza «positiva».

È naturale che la scienza economica ricomprenda entrambi i rami, differenziati solo nel grado di astrazione. Nel senso che l'«economia positiva» si basa soprattutto sull'analisi delle relazioni causa-effetto tra i “fatti” economici, mentre l'«economia normativa» è fondata sui giudizi di valore morale ed etico con i quali si esaminano e si spiegano gli stessi “fatti” economici reali. Nel rivendicare che bisogna condividere una preliminare cornice di valori per qualunque analisi economica, Caffè assume indubbiamente la prospettiva dell'«economia normativa» per le sue riflessioni, in particolare sugli obiettivi di piena occupazione, di *Welfare State* e della «civiltà possibile».

Tuttavia, nelle sue analisi e, soprattutto, nelle sue critiche e denunce profetiche, il “Maestro” non ignora «ciò che è» nella realtà il sistema socioeconomico e istituzionale (come il mercato imperfetto e il capitalismo non ancora dal volto umano) ponendolo in continua relazione dialettica con «ciò che dovrebbe essere» (com'è l'orizzonte della «civiltà possibile»). Egli afferma, così, una sorta di sillogismo tra le due dimensioni, a partire dal fatto che le “concatena” in uno stesso ragionamento. Ad esempio, si potrebbe dare la seguente raffigurazione (aristotelica?) della sua “struttura”:

- La «società possibile» è virtuosa (Premessa maggiore);
- L'«uomo comune» può essere virtuoso (Premessa minore);
- L'«uomo comune» può essere all'origine della «società possibile» (Conclusione).

Si evidenzia che la natura categorica della «Premessa maggiore» la renda un'affermazione vera, mentre, la «Premessa minore» è solo probabile, con la conseguenza che la «Conclusione» si qualifica anch'essa come solo probabile; sia pure, anche per ragione “sentimentale”, nell'accezione di Caffè questa probabilità potrebbe essere molto significativa. Ne deriva che la «logica intuitiva e induttiva» di Caffè può sconfinare facilmente nell'ambito dell'«abduzione» a cui si fa ricorso in recenti linee di ricerca nell'ambito dell'economia sperimentale che parte da dati empirici (cfr., ad esempio, Bucciarelli E. e Mattosco N., 2021)⁷. Nel senso che la conclusione che l'«uomo comune» sia all'origine della «civiltà possibile» non è certa, ma per il “Maestro” può essere altamente probabile, oltre che sentimentalmente auspicabile persino nei suoi risultati utopici.

Mai trascurando il presupposto *framework* della «logica intuitiva e induttiva», nel senso appena precisato, è possibile quindi enucleare con sufficiente rigore l'insieme dei principali e più rilevanti contributi di Caffè al pensiero economico contemporaneo, anche nell'attualità del loro significato, che per grandi linee si potrebbero riassumere: 1) nell'economia per l'«uomo comune»; 2) nell'“umanesimo” della politica economica; 3) nell'economia “sentimentale” ed umanitaria.

3.1 Un'economia per gli «uomini comuni»

L'espressione “un'economia per gli *uomini comuni*” è il titolo del primo capitolo della parte prima della citata raccolta antologica a cura di Amari G. e Rocchi N. (2007).

⁷ Sulle relazioni e integrazioni tra l'«induzione» e l'«abduzione» si vedano Flach P.A. e Hadjiantonis A.M., edited by, (2000).

Gli «uomini comuni», come specifica categoria di agenti economici, sono introdotti da Caffè alla fine degli anni sessanta nel saggio *Gli aspetti sociali dell'automazione*. Nella circostanza, non a caso, egli precisa che è sua intenzione limitare l'analisi ai soli “problemi più modesti, ma non meno assillanti dal punto di vista sociale, che si pongono al livello dei timori degli *uomini comuni*, per la conservazione del proprio posto di lavoro, per le prospettive di avanzamento, per le possibilità di inserimento nel mondo del lavoro aperte ai propri familiari” (Caffè F., 1967, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 192, c.a.).

Un'altra importante fonte nella produzione di Caffè sul tema di “un'economia per gli *uomini comuni*” si rinviene nell'introduzione a *In difesa del 'Welfare State' ecc.* (Caffè F., 1986b, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007) e che, insieme a *Umanesimo del Welfare* (Caffè F., 1986a, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007), potrebbe essere considerato un suo vero e proprio testamento. Il suo ragionamento si avvia precisando i «punti fermi» (Caffè F., 1986b, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 395) di una visione progressista dell'economia e della società che assume come irrinunciabili: 1) i controlli condizionatori delle scelte individuali; 2) gli obiettivi dell'egualitarismo e dell'assistenza; 3) l'intervento pubblico in una funzione fondamentale nella condotta economica.

Senza dimenticare che già nel ricordato saggio *Gli aspetti sociali dell'automazione*, Caffè indica come “obiettivi accettati della politica economica contemporanea il pieno impiego e la continuità dello sviluppo in condizioni di ragionevole stabilità” (Caffè F., 1967, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 192). Si configura, in tal modo e nell'insieme del suo percorso intellettuale, un modello di economia al «servizio dell'uomo», rifiutando ogni prospettiva che, al contrario, assoggetti al «servizio dell'economia» stessa soprattutto gli «uomini comuni». In tal modo, il “Maestro” prende le distanze anche da un astratto «buonismo» di una influente cultura liberale di stampo progressista, come era quella dello stesso Luigi Einaudi, quando ripropone “il suo «ideale» di un'organizzazione economica più «umana», implicante cioè limitazioni all'imperante dominio della macchina e, con essa, della grande fabbrica «colosso fumigante fatigante rombante»” (Caffè F., 1969, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 298).

Contestualmente, non può sfuggire un'annotazione niente affatto neutrale di carattere metodologico, che evidentemente rinvia ancora una volta al ricorrente presupposto della «logica intuitiva e induttiva». Così si esprime Caffè: “la fedeltà ai «punti fermi» risulta, in definitiva, più affidabile dell'indulgere alle mode” (1986b, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 395). L'insieme dei «punti fermi», dunque, costituisce pure un sistema di valori che, se non ignorato, comporta che «un'economia per gli *uomini comuni*» si possa declinare con più facilità e coerenza tramite la «logica intuitiva e induttiva», piuttosto che con i soli invaghimenti per l'astrattezza della «razionalità deduttiva» con cui si indaga il funzionamento del mercato di perfetta concorrenza, assunto anch'esso con altrettanto invaghimento come asettico e *oggettivo* ‘stato di natura’.

Tutto questo, comunque, non porta automaticamente il “Maestro” a rifiutare *tout court* il «liberalismo»⁸. Non gli sfugge, infatti, che quanto continua ad essere la fonte del “miracolo occidentale” dal punto di vista politico, ha consentito di abbattere qualsi-

8 Storicamente il «liberalismo» è una dottrina politica che accompagna l'ascesa sociale delle classi borghesi a danno di quello aristocratico *dell'ancien regime*. Diverso è il «liberismo» che è una dottrina economica fondata sulla totale libertà di mercato, che ammette l'intervento dello Stato solo nei casi in cui la libera intraprendenza privata non riesce a soddisfare i bisogni espressi della collettività.

asi forma di dispotismo di origine interna o derivante da suggestioni dell'“integralismo orientale” tutt'ora significativamente presente e, nell'ambito economico, ha permesso la tumultuosa fuoriuscita di tante popolazioni dalle condizioni del sottosviluppo, anche se non con poche contraddizioni.

Anzi, Caffè appare ben consapevole che una democrazia animata da «uomini comuni» e incardinata al suffragio universale (come immaginato da Rousseau in combinazione con il contratto sociale), in condizioni di sofferenza e marginalità, cozza con la concezione di libertà nel senso classico, cioè vivificata con il suffragio censitario da cittadini *in primis* adeguatamente proprietari. I nuovi ed evidenti contrasti tra «liberalismo» e «democrazia» nei sistemi politici contemporanei portano Caffè a condividere l'idea che bisogna affidare ai variegati modelli di *Welfare State* il compito di favorire il superamento di tale contrasto, contribuendo a tenere insieme le due dimensioni.

Da qui si sviluppa il ruolo strategico dell'«uomo comune» nel portare avanti il suo programma rivendicativo di diritti sociali, quali l'istruzione, i servizi sanitari, l'affrancamento dalla povertà e dai puri bisogni di sopravvivenza, nonché dalla paura per il futuro. È così che l'amorfa moltitudine di «uomini comuni» emarginati, sofferenti e in preda al «mal di vivere», con l'accedere ai benefici dello «stato sociale», si trasforma in comunità consapevole, ricucendo in un processo virtuoso il «liberalismo» con la «democrazia», sempre in direzione di una «civiltà possibile».

In tal modo, il riconoscimento di un ruolo positivo anche al «liberalismo» poco avrebbe in comune con l'individualismo metodologico e il paradigma degli esponenti della “Scuola austriaca” (nelle massime figure di Friedrich von Hayek e Ludwig von Mises), che affida al solo «liberismo» del mercato la garanzia delle libertà individuali e quella dei diritti sociali. Con, come corollario, l'idea che la riduzione al minimo di qualsiasi interferenza nel libero funzionamento del mercato consentirebbe significativi tagli fiscali (naturalmente ai ricchi), che a loro volta avvantaggerebbero l'accumulazione (inevitabilmente sempre dei più ricchi) necessaria a finanziare gli investimenti. Così sarebbero soprattutto i più abbienti i maggiori protagonisti e il vero motore dello sviluppo economico e del progresso civile, proprio l'opposto della prospettiva affidata da Caffè al ruolo dell'«uomo comune».

Non si può, allo stesso tempo, trascurare che il “Maestro” fa risalire la sua diversa visione, anche se non proprio in forma esplicita, ad una sua altrettanto e alquanto originale interpretazione della *General Theory* di J. M. Keynes. Al riguardo, così egli si esprime: “nel pensiero Keynesiano non vi è soltanto un apparato di analisi, un insieme di suggerimenti per la politica economica [...] ma una visione del mondo che affida alla *responsabilità dell'uomo* la possibilità del miglioramento sociale” (*ib*, p. 397, c.a.).

In questo modo, Caffè vuole mettere al riparo dalle possibili critiche di eccessiva approssimazione la centralità della sua «un'economia per l'uomo comune» codificata con «criteri non dimostrativi». La sua evidenziata radice nel poderoso apparato analitico del pensiero keynesiano, per quanto anche questo non rimasto esente da numerosi rilievi per evidenziarne i limiti più o meno presunti ed importanti, riconoscerebbe ad «un'economia per l'uomo comune» sufficiente autorevolezza sia nei contenuti sia nel rigore metodologico.

In breve, «un'economia per l'uomo comune» è il normale svolgimento dell'attività umana di consumo e di produzione nell'ambito di un articolato e mutevole apparato di

regole e di controlli che, nel favorire la piena occupazione e il raggiungimento di soglie adeguate di assistenza, persegue coerentemente l'edificazione di una «civiltà possibile». Ne consegue che, la microfondazione di «un'economia per l'uomo comune», va oltre i noti paradigmi neoclassici delle scelte razionali del consumatore e del produttore.

L'agente «uomo comune», infatti, non si rassegna a realizzare i meri equilibri del «consumatore» o quelli del «produttore», bensì mira *in primis* a preservare (o ad ottenere) il posto di lavoro (oggi dovremmo con più semplicità parlare di lavoro *tout court*) e la «prospettiva di avanzamento», che altro non è che l'aspirazione ad una società aperta tramite il funzionamento dell'ascensore sociale. Questo orizzonte ideale scientificamente coerente, se basato sulla microeconomia della dignità umana, diventa un'utopia nella realtà storica? La risposta è nelle stesse parole di Caffè: «L'utopia non è altro che l'affermazione di una civiltà possibile contro le strette del presente» (in Rea E., 1992 e 2000, pp. 178-179).

3.2 L'«umanesimo» della politica economica

Nell'introduzione a *L'economia della piena occupazione*, Caffè sostiene la necessità di un progetto alternativo di politica economica: «la straordinaria chiarezza di idee dei keynesiani della prima generazione [...fornisce] un apporto tuttora vitale e stimolante per la formulazione di quel *progetto alternativo, di politica economica*, di cui si cerca faticosamente di delineare i contorni, di fronte all'impensata, rude reviviscenza della fiducia in una fondamentale stabilità del settore privato dell'economia: con conseguente tradizionale richiesta ai poteri pubblici di mirare a migliorare le cose soprattutto con l'astenersi dall'intervenire» (Caffè F., 1979, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, pp. 203-204, c.a.).

Tuttavia, si precisa come sia da escludere che nella ricerca di tale *progetto alternativo* ai «contributi di politica economica possono richiedersi «regole di azione che siano sempre valide», come se tutti i problemi che la storia pone nel suo costante fluire potessero essere risolti una volta per tutte. Quello che può ragionevolmente chiedersi sembra essere la validità di un *criterio ispiratore*, che va poi adattato alle particolari circostanze di tempo e di luogo» (*ib.*, p. 206, c.a.).

La politica economica ha il compito di proporre la soluzione dei problemi concreti che la storia dell'umanità rappresenta di volta in volta, secondo un assunto «criterio ispiratore». Poiché, sotto il profilo etico, i problemi più rilevanti sono quelli che vivono gli «uomini comuni», i «punti fermi» di una visione progressista dell'economia e della società diventano anche, per ogni «particolare circostanza di tempo e di luogo», specifiche linee di azione della stessa politica economica.

È così che «un'economia per l'uomo comune», codificata come paradigma scientifico *normativo*, nell'ambito della dimensione *positiva* della politica economica evolve nella categoria concettuale di «economia dei controlli», a cui Caffè (*ib.*, p. 208) attribuisce come compiti principali da perseguire: 1) la stabilità del livello dei prezzi; 2) il controllo dei movimenti dei capitali; 3) la regolamentazione del volume complessivo dell'investimento privato; 4) la programmazione dei processi di localizzazione industriale (o più semplicemente produttivi).

Assumere come «criterio ispiratore» dell'azione della politica economica un obiettivo etico di giustizia sociale comporta di piegare le sue strategie ad un ideale; e «l'afferma-

zione di un'ideale costituisce il progetto di una società da costruire, non la mera diagnosi del funzionamento di un esistente assetto sociale" (*ib*, p. 209). Conseguenza ovvia di questa impostazione è la denuncia dell'acritico «ritorno al mercato» come una pavida fuga dalle responsabilità che comporterebbe la condivisione del progetto di una nuova società più giusta da costruire.

Avendo a mente la lezione che non si possono costruire lo sviluppo economico e il benessere sociale parteggiando astrattamente per il «liberismo» o per la «democrazia», che finiscono con il confliggere tra di loro in assenza di un autentico stato di diritto e di efficaci modelli di *Welfare State*, Caffè rivendica alla politica economica il compito di indicare l'obiettivo «politico» della «civiltà possibile», al fine di evitare il deleterio conflitto. Ne deriva che l'obiettivo stesso non si realizza affidandosi alle sole e sfrenate libertà economiche, per giunta basate sulle impersonali leggi del mercato non rispondenti a preliminari e condivisi principi etici, arricchiti inevitabilmente anche da «sentimenti».

Perciò: «al «fatalismo delle impossibilità», occorre contrapporre il recupero della concezione (o speranza) di un capitalismo in grado di liberarsi delle sue tare maggiormente pregiudizievoli [...] Sono tare antiche e la loro denuncia in termini keynesiani è ormai remota" (*ib*, p. 214). E va rilevato, ancora una volta, che questa conclusione del «Maestro» rinvia alla stessa ispirazione del più generale e prestigioso pensiero keynesiano, che si prefigge costantemente di controllare o riformare il capitalismo, piuttosto che la sua eliminazione.

Il riformismo come metodo della politica economica tende ad escludere non solo l'adozione di regole permanenti, ma anche l'esistenza stessa, *a priori*, di qualsiasi verità assoluta e definitiva. D'altronde, se il «criterio ispiratore» assume al centro della sua attenzione l'uomo come valore in sé, ne deriva pure che: «Nella sua «coscienza critica», l'economia del benessere non ha una funzione apologetica né di un particolare paradigma, né di una specifica forma di organizzazione sociale" (Caffè F., 1986a, in Amoroso G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 362). La mutevolezza delle condizioni umane e dei suoi problemi respinge ogni certezza nella definizione e negli esiti delle azioni della politica economica, obbligandola alla precarietà di una sorta di continuativo *working in progress* che inevitabilmente si accompagna al suo «umanesimo».

In tal senso, risulterebbe davvero condivisibile e rafforzato il sostenere che «uno dei principali contributi offerti da Caffè al pensiero economico non risiede tanto nella generica attenzione prestata ai problemi sociali ed economici degli «uomini comuni», quanto nella definizione di una generale nozione di «umanesimo» nella politica economica" (Ciccarone G., 2007, p. 320). Solo che, alla luce di quanto emerge dalle ricostruzioni fin qui avanzate, l'attenzione del «Maestro» alle criticità sociali e al ruolo dell' «uomo comune» non è affatto una «generica attenzione», ma è generatrice di fattori fondativi dello stesso «umanesimo» nella politica economica.

Infatti, si è visto che l'attenzione all' «uomo comune » è foriera della «civiltà possibile», nel senso che è il principale protagonista del processo che si sviluppa nella direzione della sua costruzione, favorendo la convergenza piuttosto che il conflitto tra le opzioni del «liberalismo» e quella della «democrazia». Preservando l'insieme di istituzioni di tipo «liberale» nel contesto di un solido sistema di regole, si consente ai singoli individui e, tra loro, agli «uomini comuni», di essere liberi di esplorare ogni possibilità considerabile, dando modo alle potenzialità di ciascuno di potersi esprimere e realizzarle. Il risultato è che, da questo ulteriore efficientamento dal basso del

processo che scruta come obiettivo la «civiltà possibile», si alimenta in modo duraturo la formazione di nuova ricchezza.

La stessa comunità degli «uomini comuni» interiorizza efficacemente l'idea evolutiva e progressista delle sorti umane, finendo con l'assumere e praticare in modo irreversibile la fede laica della società aperta. L'idea che si possa migliorare la propria condizione anche attraverso l'ascensore sociale, in aggiunta ai livelli di benessere garantiti dallo stato sociale o *Welfare State* e, quindi la fede nel progresso suscitato pure dal proprio impegno personale, delinea in ultima analisi il cuore e la sostanza di ogni «umanesimo», compreso quello della politica economica per come la si è rappresentata.

3.3 L'economia «sentimentale» e umanitaria

Nel passaggio da «un'economia per gli uomini comuni» all'«umanesimo» della politica economica, si ricorre ad un qualche «criterio ispiratore» che potrebbe essere un principio etico che si fa carico dei più deboli o l'obiettivo per la costruzione di una «civiltà possibile». In entrambi i casi, rispettando il metodo della «logica intuita e induttiva», si realizzerebbero processi comportamentali «razionali» (naturalmente «limitati» nel senso di H.A. Simon), sia in capo ai singoli agenti «uomini comuni» sia in capo al soggetto extra mercato che è lo Stato. Perciò, sarebbe riduttivo relegare il contributo di Caffè al pensiero economico al semplice sforzo di arricchirlo di una generica premura per i problemi delle fasce sociali più deboli. Ma altrettanto avverrebbe anche se ci si limitasse alla pura evidenza della definizione di una generale regola «empirica» di politica economica.

In effetti, accanto al vincolo rappresentato dagli alti principi etici e all'obiettivo della «civiltà possibile», Caffè introduce nel contesto analitico la rilevanza dei «sentimenti» umani (cfr. Mattoscio N., 2015, p. 65). Questa ulteriore nozione non si esaurisce con quella di «umanesimo» (che, nella visione del «Maestro», mette al centro dell'attenzione del pensiero e del funzionamento economico i problemi e la dignità dell'«uomo comune») e di «umanitario» (che, sempre dal suo punto di vista, assume come regola della politica economica il miglioramento della condizione umana, in particolare di quella dell'«uomo comune», come il benessere economico, sociale ed etico).

La sfera dei «sentimenti» obbliga ad andare oltre e attiene alla dimensione affettiva dell'uomo che, in uno «stato di natura», si contrappone alla «ragione» e dunque alla razionalità, oppure sollecita la «ragione» a purificare gli stessi «sentimenti» (nel senso gramsciano). Attraverso i «sentimenti», si supera la delimitazione di tutto ciò che è pubblico e ci si inoltra nel complesso mondo interiore ed emotivo della persona, non escluso quello dell'«uomo comune».

Secondo attendibili testimonianze (ad esempio quella di Archibugi nel docufilm *Federico Caffè. Dalla parte dei più deboli*, a cura di Stefano Falco, 2014), lo stesso «Maestro» è vittima di una ricorrente «sofferenza sentimentale» dovuta forse ad una negativa percezione della sua piccola statura o, soprattutto nell'ultima fase della sua vita, al dolore crescente per le malattie o la scomparsa immatura delle persone a lui più care, compresa quella di alcuni affezionati allievi, come Ezio Tarantelli (ucciso dalle Brigate Rosse nel 1985), Franco Franciosi (per un tumore nel 1986) e Fausto Vicarelli (per un incidente stradale nel 1986).

Come ricordato (cfr. la precedente sezione 2), il valore dell'uomo e la sua dignità portano Caffè, già agli inizi degli anni settanta, ad avvertire uno specifico «sentimento di

urgenza per i problemi umani» (Caffè F., 1970, p. 127). Perciò, non ci si può limitare ad avere solo attenzione per i problemi dell'«uomo comune», per pura ragionevolezza o per istintiva propensione, ma si deve provare emotivamente un «sentimento di urgenza», che scaturisce da una *pietas* avvertita nell'intimo e vissuta con pienezza e in modo consapevole, nel percepirla e nel realizzarne le risposte da dare.

L'entrata in gioco della sfera sentimentale spinge di conseguenza a travalicare lo stesso perimetro ricostruito e basato pur sempre sulla razionalità, per quanto «limitata» e declinata osservando una mera «logica intuitiva ed induttiva». Come già sostenuto altrove (Mattoscio N., 2015, p. 66), la dimensione umanista di «un'economia per l'uomo comune» e delle regole generali della politica economica rinvia ad una «prospettiva sentimentale» *tout court* dell'attività economica stessa, con l'assumere l'«uomo come valore in se» (cfr. Caffè F., 1986a, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 362) ed una visione dell'economia sottomessa «al servizio dell'uomo» medesimo (Caffè F., 1986b, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 395).

La «prospettiva sentimentale» va oltre e, nell'indagare sui sistemi sociali, non potrebbe ignorare i numerosi disagi esistenziali “privati” che sopravvivono alle soglie di protezione pur assicurate dai differenziati modelli di *Welfare State*. Ne sono esempi estremi, secondo Caffè (*id*, 1986a, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, p. 363), le persone morte in ignorata solitudine o i suicidi eccessivi (che all'epoca si verificavano nelle caserme). Nell'occuparsene, non si esercita semplice filantropia, per quanto del tutto rispettabile ove sia fatta.

In realtà, quando sono numerosi, i disagi “privati” diventano sociali. Sopravvivendo oltre le garanzie di protezione sociale, più o meno significative, nella visione di Caffè essi sottolineano “che «nel mondo in cui viviamo», esiste un margine elevato di «efficienza X» recuperabile a costo nullo, o pressoché nullo. Ma, per rendersene conto, occorre accentrare l'attenzione sulle innumerevoli manifestazioni del «male di vivere», anziché ricorrere al ritornello delle «aspettative crescenti» degli esseri umani” (*ib*, p. 363).

Con il «male di vivere», Caffè esplicita una delle principali categorie concettuali della «prospettiva sentimentale» dell'economia. Ed appare inevitabile che essa diventi uno dei più naturali complementi alla categoria della «felicità», che tanto appassiona di recente molti studiosi. Questa, dopo Jeremy Bentham, non è nuova nelle trattazioni della scienza economica. In questi cenni di Caffè, la «prospettiva sentimentale» dell'economia, associata alla considerazione della «infelicità/felicità», schiude a quella dell'«economia sentimentale e umanitaria» (Mattoscio N., 2015, p. 66).

Fin qui è tutto rinvenibile negli scritti di Caffè, applicando il suo stesso «criterio non dimostrativo». È a partire da questa nebulosa frontiera, rappresentata dall' «economia sentimentale e umanitaria», che ci si deve interrogare su qual è la sua rilevanza pratica e negli sviluppi del pensiero economico. Senza addentrarsi sull'inattendibile contrapposizione tra il FIL (Felicità Interna Lorda) e il PIL (Prodotto Interno Lordo), dovuta soprattutto alle controverse suggestioni della decrescita felice di Serge Latouche (ad esempio: *id*, 2007; Bonaiuti M., 2013), appare promettente invece la proiezione delle principali categorie paradigmatiche desunte dal vasto apparato «narrativo» di Caffè sui dettami del pensiero di Amartya Sen (e di John Rawls), cominciando dalle sue idee su *Etica ed Economia* (1987) pubblicate quasi contemporaneamente alla scomparsa del “Maestro”.

In estrema sintesi, è nel confronto con il tema dello «sviluppo umano» (e del suo HDI – *Human Development Index* dell'ONU) temperato con le categorie di Sen (ad esempio, *id.*, 1999; e Persico T. E., Mattoscio N. e Bucciarelli E., 2018, per il concetto di *Human Integral Development*) di «capacità/attribuzioni» e di «funzionamenti», che si irradiano nell'attualità del pensiero economico e della ricerca applicata (anche quantitativa) tante delle «intuizioni» di Caffè, a cominciare da quella per cui il *Welfare State* assicura progressivamente una sostanziale uguaglianza di «possibilità» a tutto vantaggio dell'«uomo comune».

Quelle intuizioni risulterebbero più difficilmente implementabili, invece, sia in direzione dell'IFP – Indice di Felicità del Pianeta (in inglese HPI – *Happy Planet Index*) di mera impronta ecologista e introdotta dalla NEF – *New Economics Foundation*, sia in quella del FIL – Felicità Interna Lorda (in inglese GNH – *Gross National Happiness*), di stretta ispirazione di Lautoche e dagli esiti a dir poco discutibili, sia dell'ulteriore WHI – *World Happiness Index*, pubblicato in un report annuale dalle Nazioni Unite (*Center for Sustainable Development*).

La stessa transizione verso l'economia sostenibile e digitale, come nuovo orizzonte prefisso nel programma *Next Generation Europe Union*, potrebbe rappresentare una frontiera sperimentale nell'ambito della visione dello «sviluppo umano». Con specifico riferimento all'Italia, la costruzione di questa prospettiva realizzerebbe una fase più avanzata del processo costituzionale argutamente auspicato da Caffè. Ecco le sue e sempre attuali parole: “Così, oggi, ci si trastulla nominalisticamente nella ricerca di «un nuovo modello di sviluppo». E si continua ad ignorare che esso, nelle ispirazioni ideali, è racchiuso nella Costituzione; nelle condizioni tecniche, è illustrato, nell'insieme degli studi, della Commissione economica per la Costituente” (Caffè F., 1978, in Bagiotti T. e Franco G., p.189). Ai lavori di questa commissione, com'è noto, il “Maestro” aveva attivamente partecipato.

Dunque, un «nuovo modello di sviluppo» non consiste nella definizione, una volta per tutte, di obiettivi oggettivi e parametricamente precisati, bensì l'avvio di un processo sottoposto ad una costante manutenzione nell'ambito della disciplina costituzionale. In tal modo, con originale capacità e visione, Caffè ricomprende in un unico processo “storico” e “logico” la «civiltà possibile», lo «sviluppo umano» e l'«economia sentimentale».

Nel farlo, egli ha ben in mente la gerarchia delle fonti rinvenibile nelle costituzioni moderne, compresa quella della neo Repubblica italiana della cui elaborazione era stato più di un semplice testimone. Considerando la Costituzione americana, è noto come al vertice di tale gerarchia c'è proprio l'obiettivo della “felicità” contenuto nella Dichiarazione di Indipendenza (1770, Il capoverso): “Tutti gli uomini sono stati creati uguali [...] dotati [...] di alcuni Diritti inalienabili [...] fra i quali] la ricerca della Felicità”. Ed è diritto del popolo dar vita ad un Governo che “organizzi i suoi poteri nella forma che al popolo sembri più probabile possa apportare Sicurezza e Felicità”. Ne consegue che, per garantire tale felicità, il Governo americano deve penetrare nei “sentimenti” dei cittadini e delle loro comunità, poiché ha l'obbligo di perseguire il miglioramento del benessere di tutta la collettività nazionale.

La Costituzione italiana non fa esplicito riferimento alla “Felicità” ma, nei suoi primi quattro articoli, enuncia i diritti che assicurano al cittadino le condizioni di benessere e di piena libertà. Fra loro, vi è il “compito della Repubblica [di] rimuovere gli ostacoli di

ordine economico e sociale [...] che impediscono il pieno sviluppo della persona umana” (art. 3), nonché che “la Repubblica riconosce a tutti i cittadini il diritto al lavoro e promuove le condizioni che rendono effettivo questo diritto” (art. 4). In questi principi affondano le radici gli obiettivi costantemente enunciati da Caffè della piena occupazione e delle soglie minime di *Welfare State* che contribuiscono a realizzare una «civiltà possibile». Al tempo stesso, è in questo vertice delle gerarchie delle fonti costituzionali italiane che trovano motivazione, tutela e prospettiva il suo avvertire un «sentimento di urgenza per i problemi umani», con cui combattere il «male di vivere» e poter consentire alla «compassione nei confronti delle sofferenze umane» di evolvere positivamente in direzione di una «felicità possibile» della stessa persona umana.

4. CONCLUSIONI

Caffè si serviva delle parole degli altri, con le sue frequenti ed erudite citazioni, non di rado per addebitare loro l'autorevole responsabilità del suo *umile* e personale punto di vista. Altrettanto spesso, la sua narrazione con la combinazione delle parole degli altri era finalizzata a far emergere un *proprio* pensiero originale, eclettico e poco ortodosso. Questo, lo si è potuto verificare, solo in apparenza era uno 'strano' modo per 'rimediare' ai suoi «criteri non dimostrativi».

Qui si è voluto applicare lo stesso metodo: provare a far emergere la cornice robusta di un originale, e solido pensiero economico di «Caffè attraverso Caffè» stesso. Ne sono emersi rilevanti e in parte inediti profili metodologici *normativi* e *positivi* nelle precisazioni - e loro concatenazioni - delle categorie concettuali di «un'economia per gli *uomini comuni*», dell'«umanesimo» della politica economica e della più generale «economia 'sentimentale' e umanitaria». L'insieme dell'apparato di pensiero di Caffè che ne emerge potrebbe preludere e contribuire coerentemente e con efficacia all'autorevole indirizzo di ricerca sullo «sviluppo umano», rimuovendo il «male di vivere» nella prospettiva di una «civiltà possibile» coniugata ad una «felicità possibile». L'inevitabile cornice di riferimento è costituito da un sistema etico, politico ed istituzionale che supera la contrapposizione tra «liberalismo» e «democrazia» attraverso la costruzione e il rinnovamento continuo di favorevoli modelli di *Welfare State*.



BIBLIOGRAFIA CITATA

- Acocella N. – Rey G.M. – Tiberi M., a cura di, (1990-99), *Saggi di politica economica in onore di Federico Caffè*, 3 voll., Franco Angeli, Milano.
- Amari G. – Rocchi N., a cura di, (2007), *Federico Caffè. Un'economista per gli uomini comuni*, Ediesse, Roma.
- Amari G. – Rocchi N., a cura di, (2009), *Federico Caffè. Un'economista per il nostro tempo*, Atti del Convegno di Roma, 16-17 maggio 2007, Ediesse, Roma.
- Amari G., a cura di, (2010), *Attualità del pensiero di Federico Caffè nella crisi odierna*, Atti del Convegno di Roma, 9 giugno 2009, Ediesse, Roma.
- Amari G. (2014), *Federico Caffè: The freedom of utopia for the courage of reformism*, in Mattoscio N., edited by, 2014, cit., pp. 47-77.
- Becattini G. (2007), “Attualità del pensiero di Federico Caffè”, in Amari G. e Rocchi N., a cura di, cit., pp.678-683.
- Bonaiuti M. (2013), *La grande transizione. Dal declinio alla società della decrescita*, con Prefazione di Serge Latouche, Bollati Boringhieri, Torino.
- Bucciarelli E. – Mattoscio N. (2018), *Reconsidering Herbert A. Simon's Major Themes in Economics: Towards an Experimentally Grounded Capital Structure Theory Drawing from His Methodological Conjectures*, “Computational Economics”, 1-25.
- Caffè F. (1967), *Gli aspetti sociali dell'automazione*, in “Economia internazionale”, novembre, pp. 678-692, in Amari G. – Rocchi N., a cura di, 2007, cit., pp. 191-202.
- Caffè F. (1969), “Un riesame dell'opera svolta dalla Commissione economica per la Costituente”, in *Studi per il ventesimo anniversario dell'Assemblea Costituente*, vol. III, Vallecchi, Firenze (in Amari G. e Rocchi N., a cura di, 2007, pp. 297-305).
- Caffè F. (1970), *Teorie e problemi di politica sociale*, Laterza, Bari.
- Caffè F. (1971), *Di un'economia di mercato compatibile con la socializzazione delle strutture finanziarie*, in “Giornale degli economisti”, settembre-ottobre, pp. 237-253.
- Caffè F. (1976), *Un'economia in ritardo*, Bollati Boringhieri, Torino.
- Caffè F. (1978), “Storia e impegno civile nell'opera di Giovanni Demaria”, in Baglioni T. e Franco G., a cura di, *Pioneering Economics: International Essays in Honour of Giovanni Demaria*, Cedam, Pavia, pp. 184-189.
- Caffè F. (1981), “Keynes Oggi”, in Id., *L'economia contemporanea. I protagonisti e altri saggi*, Edizioni Studium, Roma.
- Caffè F. (1985), “Intervista a Valentino Parlato”, in Rea E., 1992-2000, *L'ultima lezione ecc.*, cit., pp.173-179.
- Caffè F. (1986a), *Umanesimo del welfare*, in “Micromega”, n. 1, pp. 116-127, in Amari G. – Rocchi N., a cura di, 2007, cit., pp. 355-367.
- Caffè F. (1986b), “Introduzione” a *In difesa del welfare state. Saggi di politica economica*, Rosenberg & Sellier, Torino, in Amari G. – Rocchi N., a cura di, 2007, cit., pp. 395-398.
- Caffè F. (1986c), *Il falso dell'unità economica. Il rifiuto di essere ricchi*, in “Rocca – Rivista della Pro Civitate Christiana Assisi” ed in Amari G. – Rocchi N., a cura di, 2007, cit., pp. 387-394.
- Caffè F. (1990), *Lezioni di Politica economica*, Bollati Boringhieri, Torino.

- Caffè F. (1999-2000), *Intervista a Valentino Parlato*, in Rea E., 1992-2000, *L'ultima lezione ecc.*, cit., pp.173-179.
- Caffè F. (2007), *Scritti quotidiani*, con prefazione di Pierluigi Ciocca, il manifesto-manifestolibri, Roma.
- Ciccarone G. (2007), "Recensione" al volume di Amari G. - Rocchi N., a cura di, 2007, cit., in "Rivista di politica economica", luglio-agosto, pp. 315-328.
- de Finetti B. (1973), "L'utopia come presupposto necessario per ogni impostazione significativa della scienza economica", in id., a cura di, *Requisiti per un sistema economico accettabile in relazione alle esigenze della collettività*, Franco Angeli, Milano, pp. 13-87.
- Flach P.A. e Hadjiantonis A.M., edited by, (2000), *Abduction and Induction: Essays on their Relation and Integration*, Springer, Dordrecht.
- Faucci R. (2002), *L'Economia per "frammenti" di Federico Caffè*, in "Rivista italiana degli Economisti", vol. 7, n. 3, pp. 363-410.
- Keynes J. M. (1921), *A Treatise on Probability*, Macmillan, London (ed. it. Traves, Milano, 1932, ristampato da Feltrinelli, Milano, 1979 e Cleub, Bologna, 1994).
- Keynes J. M. (1934), *The General Theory of Employment Interest and Money*, Macmillan, London (ed. it., 1947, *Occupazione interesse e moneta: teoria generale*, Utet, Torino).
- Latouche S. (2007), *Petit traité de la décroissance sereine*, Edition Mille et une Nuits, Paris (ed. it. 2008, *Breve trattato sulla decrescita serena*, Bollati Boringhieri, Torino).
- Mattoscio N., edited by, (2014), *Federico Caffè and the "Humanism" in Economics and Economic Policy*, GLER n. 2, MacGraw Hill Education, Milano.
- Mattoscio N. (2015), *L'economia sentimentale e umanitaria nella visione di Federico Caffè*, in "Il Risparmio", nn. 3-4, pp 39-72.
- Mattoscio N. (2020), *Dall'economia pandemica ad un nuovo Rinascimento europeo*, in "Liberi", nn. 5-6, pp. 15-19.
- Mattoscio N. (2021), *Equilibri storici italiani, Recovery Plan europeo e nuovi paradigmi economici*, in "Il Risparmio", n. 1, pp. 61-88.
- Persico T. E. - Mattoscio N. - Bucciarelli E. (2018), "Economics and Humanity: Theory of Development in A. Sen and the Concept of Human Integral Development", in Ege R., Igersheim H., *The Individual and the Other in Economic Thought: An Introduction*, Routledge, Taylor & Francis Group, Abingdon (UK).
- Rea E. (1992 e 2000), *L'ultima lezione. La solitudine di Federico Caffè scomparso e mai più ritrovato*, Einaudi, Torino.
- Rey G. - Romagnoli G., a cura di, (2016), *Federico Caffè a cento anni dalla nascita*, Atti del Convegno di Roma, 12 novembre 2014, Franco Angeli, Milano.
- Roggi P. - Poettinger M., a cura di, (2015), *Federico Caffè nel pensiero economico italiano*, Fabrizio Serra Editore, Pisa-Roma.
- Tiberi M. (2019), "Il profilo di un intellettuale erasmiano", in Id., a cura di, *Riflessioni sull'opera di Bruno De Finetti. Probabilità, economia, società*, Atti del Convegno di Roma, 6 aprile 2016, Sapienza Università Editrice, Roma, pp. 1-38.

CONSIDERAZIONI SUL RISCHIO DELLE OPERAZIONI FINANZIARIE

CONSIDERATIONS ON THE RISK OF FINANCIAL
TRANSACTIONS

Roberto Ruozi

Università Commerciale Luigi Bocconi - Milano
Commercial University Luigi Bocconi - Milano

apbsrl@gmail.com

Il rischio delle operazioni finanziarie è contemporaneamente oggettivo e soggettivo. Dal primo punto di vista alcune operazioni sono obiettivamente più o meno rischiose di altre. Dal secondo punto di vista le singole operazioni, anche quando hanno rischi molto limitati possono essere trasformate in operazioni a rischio alto o

altissimo dal negativo comportamento degli intermediari che le effettuano. Nell'articolo viene esaminato il caso del reverse factoring praticato da Greensill Capital recentemente fallito e si conclude che in molti casi i suddetti comportamenti sono ben più importanti delle caratteristiche oggettive delle singole operazioni.

Parole chiave: Contratti finanziari, intermediari finanziari, rischio, reverse factoring, Greensill capital, supply chain finance, concentrazione di portafoglio, analisi e selezione dei rischi.

The risk of financial transactions is at once both objective and subjective. From the first point of view, some transactions are objectively more or less risky than others. From the second point of view, individual transactions, even when they have very limited risks, can be turned into high or very high risk transactions by the negative

behavior of the intermediaries who carry them out. The article examines the case of the reverse factoring practiced by the recently failed Greensill Capital and concludes that in many cases the aforementioned behaviors are much more important than the objective characteristics of the individual transactions.

Keywords: *Financial contracts, financial intermediaries, risk, reverse factoring, Greensill Capital, supply chain finance, portfolio concentration, risk analysis and selection.*

 1. PREMESSA

Il rischio è da sempre una delle componenti fondamentali dell'attività bancaria e finanziaria, nelle cui operazioni si presenta intrinsecamente in modi diversi. Alcune sono obiettivamente più o meno rischiose di altre. A puro titolo di esempio ricordo che acquisti di *bitcoin* e di altre criptovalute sono, almeno per il momento, particolarmente rischiosi vista la mancanza di sottostante reale e l'estrema variabilità dei prezzi ai quali quelle valute possono essere scambiate. In questo caso il rischio assume tuttavia due facce, cioè quella di perdita e quella di guadagno, la quale ultima in verità più che rischio dovrebbe essere definita un'opportunità. Chi effettua operazioni del genere dovrebbe sapere il rischio che corre e le conseguenze che le stesse operazioni possono produrre sulla sua economia. Anche i prestiti hanno dei rischi, connessi alla probabilità che il debitore non li rimborsi integralmente alle scadenze convenute. Lo stesso acquisto di azioni presenta dei rischi essendo i corsi azionari variabili per definizione secondo l'andamento di alcune variabili riguardanti la vita della società emittente o la situazione generale del mercato mobiliare. Tutto questo e quant'altro si potrebbe dire in argomento dovrebbe essere noto ai più e riguarda l'intera gamma di operazioni bancarie e finanziarie, che continua ad espandersi per soddisfare sempre meglio le esigenze degli operatori.

Accanto a rischi come quelli citati negli esempi precedenti che definirei obiettivi, tipici cioè delle singole operazioni a prescindere dalle caratteristiche degli intermediari che le effettuano, le operazioni bancarie e finanziarie hanno rischi soggettivi, dipendenti proprio dalle caratteristiche di tali intermediari. Anche qui qualche esempio banale, ma istruttivo. Un prestito concesso da una banca a un'impresa contiene un determinato rischio, dipendente dalla qualità della selezione effettuata dalla banca concedente e dalla qualità del cliente beneficiario. Se un insieme di prestiti che rappresentano una parte consistente dell'attivo di una banca è ben valutato e i clienti beneficiari hanno una buona situazione economica, patrimoniale e finanziaria e sono quindi in grado di rispettare gli impegni presi, tutto va bene, ovviamente a parità di altre condizioni. Se, viceversa, un insieme di prestiti finisce male e origina conseguenze negative sulla liquidità, sul patrimonio e sul conto economico della banca concedente, le cose per quest'ultima possono essere pesanti. In tale situazione i depositi della banca, considerati oggettivamente privi di rischio per il depositante, possono subire conseguenze negative ed anzi quest'ultimo

può subire perdite collegate al fatto che, in presenza di una situazione economica, patrimoniale e finanziaria negativa della banca creata dalle insolvenze dei suoi debitori, può non essere più in grado di rimborsarli trasferendo così le sue perdite ai suoi creditori. L'esperienza è piena di operazioni oggettivamente non rischiose o poco rischiose diventate rischiosissime per il distorto utilizzo che di esse è stato fatto da alcuni intermediari. Esempi clamorosi sono quelli delle operazioni cosiddette di cartolarizzazione, nate come fiore all'occhiello di banche innovative con bassissima propensione al rischio e successivamente trasformate in operazioni rischiosissime che hanno creato gravi danni a chi le ha finanziate. Altri esempi clamorosi sono i *futures* e i derivati, sorti con la precipua finalità di limitare i danni di determinate operazioni a termine non infrequentemente trasformate in giochi da casinò, che provocano in non pochi casi danni più o meno irreparabili.

Molte operazioni bancarie e finanziarie oggettivamente poco rischiose possono quindi diventare rischiose o rischiosissime a seconda del comportamento degli intermediari. L'aspetto soggettivo della questione finisce così per essere ancor più importante di quello oggettivo.

Le conseguenze di queste affermazioni riguardano anche l'annoso problema della normativa legale e di vigilanza, redatta solitamente in modo da rendere tali operazioni chiare e trasparenti al massimo anche per consentire di identificare più o meno agevolmente i rischi in esse insiti e di fissare dei limiti entro i quali questi dovrebbero essere contenuti. Ciò non significa che tali rischi possano automaticamente essere eliminati o ridotti al minimo. Significa invece che al pubblico possono essere offerte operazioni con rischi diversi lasciando al pubblico stesso la scelta fra di esse secondo le proprie esigenze, possibilità e propensioni. Dato tuttavia che non tutti i potenziali clienti sono capaci di comprendere le caratteristiche delle operazioni bancarie e finanziarie, le norme tendono anche a proteggerli inducendo gli intermediari ad adoperarsi per far conoscere ai terzi tali caratteristiche e per cercare di realizzare un incontro ragionevole fra le controparti onde evitare danni soprattutto in modo involontario.

Nonostante tutto ciò, le possibilità operative degli intermediari in sede di definizione, negoziazione e vendita dei prodotti e dei servizi offerti rimangono sempre molto ampie e quindi può benissimo accadere che alcuni di essi procedano a strutturare tali prodotti e servizi rispettando formalmente le norme in vigore, ma stravolgendone la natura e gli obiettivi e anche ingannando la clientela con il chiaro scopo di lucrare margini più alti.

Ne consegue che la valutazione dei rischi delle operazioni bancarie e finanziarie è molto difficile e che soprattutto la clientela meno preparata deve stare estremamente attenta, ricordando che non esistono operazioni a rischio zero e che il rischio relativo deve essere valutato tenendo contemporaneamente conto dei suoi aspetti oggettivi e soggettivi.

In questo contesto i comportamenti e gli obiettivi degli intermediari che negoziano tali operazioni sono essenziali per determinare i rischi effettivi di queste ultime. Nelle scelte dei potenziali clienti, a parità di altre condizioni, quelle che più contano divengono così le caratteristiche degli intermediari con cui dialogare, esercizio diventato sempre più difficile perché tali caratteristiche sono sempre più complesse, ampie e diversificate. In effetti gli intermediari non sono per nulla uguali anche quando appartengono alle medesime categorie giuridiche. Questo è vero, ad esempio, per le banche, ma lo è anche per gli intermediari finanziari non bancari. In quest'ultimo caso le differenze sono

addirittura maggiori anche perché il quadro normativo entro il quale essi operano non è omogeneo, come accade per le banche e, in particolare, perché in alcuni paesi (ma non in Italia, dove la regolamentazione è equivalente a quella delle banche) possono anche non essere sottoposti ad alcun tipo di vigilanza.

2. IL REVERSE FACTORING

Chercherò di spiegare meglio il discorso analizzando le vicende di un intermediario finanziario non bancario inglese specializzato nel *reverse factoring* e fallito nei primi mesi di quest'anno e ricordando che cosa è il *reverse factoring* e quali sono i suoi rischi oggettivi.

Si tratta di un'operazione che negli ultimi tempi ha avuto, anche in Italia, un grande sviluppo poiché è molto gradita dalle imprese specie di non piccola dimensione. In essa l'iniziativa parte non dal creditore, come nelle classiche operazioni di *factoring*, bensì dal debitore, il quale solitamente alimenta le sue produzioni acquistando dai fornitori, spesso con pagamento dilazionato, le merci e i servizi di cui ha bisogno. Egli può quindi rivolgersi ad un *factor* per chiedere che esso compri i crediti che tali fornitori vantano nei suoi confronti cedendo la sua garanzia su di essi. Detti crediti vanno quindi rimborsati dai suddetti compratori e, nel caso in cui questi ultimi fossero inadempienti, i *factor* sarebbero rimborsati per loro conto dalle imprese fornitrici (se pro solvendo) che si sono rivolte ad essi per facilitare il loro finanziamento, trasformando pagamenti dilazionati in pagamenti per contanti.

Questa attività inizia quindi con la valutazione del merito creditizio del compratore, responsabile in prima istanza del buon fine dei suoi debiti che con l'operazione sono diventati crediti dei *factor*. La capacità di credito dei fornitori di quel compratore avrà quindi un'importanza secondaria. Proprio per questo motivo e anche per le limitate dimensioni dei loro crediti ceduti al *factor*, la relativa valutazione è quindi effettuata tramite appositi algoritmi che la rendono molto snella e veloce. Gli aspetti tecnologici dell'attività di *reverse factoring* sono conseguentemente essenziali.

Fatto per gestire al meglio il capitale circolante delle imprese, il *reverse factoring* si è sviluppato molto perché, in sostanza, nonostante che si tratti di un'operazione piuttosto complicata soprattutto quando assume aspetti internazionali, riduce il materiale cartaceo, rende automatiche le procedure per la relativa esecuzione, accelera i tempi per l'ottenimento dei finanziamenti, riduce le frodi, aumenta la trasparenza, riduce i costi e così via¹.

Rimane un aspetto non del tutto chiaro, la rappresentazione contabile del *reverse factoring*. Il dilemma riguarda soprattutto il comportamento che i *factor* dovrebbero seguire per far sì che il debito contratto dal compratore verso di essi corrisponda al valore delle forniture da pagare a scadenza secondo i termini concordati e sia opportunamente evidenziato nel loro bilancio. In proposito, sembra non ci siano regole contabili precise

¹ Vedi R. Ruozi, L'avvenire del *factoring*, *Bancaria* n. 11, 2018.

e la decisione di indicare i suddetti crediti in modo distinto dalle altre attività aziendali al fine di rendere più trasparente e chiara la situazione finanziaria dei *factor* viene lasciata alla responsabilità di questi ultimi. Determinate decisioni in argomento possono mascherare comportamenti opportunistici per far ottenere ai *factor* mezzi finanziari rispettivamente migliori e maggiori di quelli che avrebbero avuto con un posizionamento diverso dei crediti verso i compratori nel loro bilancio. Su questa tema c'è attualmente un dibattito internazionale nel quale ci si chiede se il debito del compratore nel *reverse factoring* sia ancora un debito commerciale oppure, visto che interviene il *factoring*, sia un debito finanziario. In linea di massima per i *factor* il loro trattamento dovrebbe essere uguale a quello delle altre operazioni di *factoring*, salvo casi estremi in cui di fatto si tratti di un semplice finanziamento ai fornitori (quasi in bianco), sostenuto da *collateral* vaghi (crediti futuri e via dicendo).

Finora mi sono limitato a considerare solo il ruolo dei *factor* nella concessione e nella gestione del *reverse factoring*. Devo completare il discorso dicendo che anche le banche effettuano operazioni di quel tipo e che queste due categorie di intermediari rappresentano le fonti pressoché esclusive del relativo mercato. Da un po' di tempo in qua, tuttavia, sono entrati in quest'ultimo anche le SGR, gli *hedge funds*, le compagnie di assicurazione, i fondi pensione e altri tipi di intermediari, i quali hanno via via assunto anche la veste di finanziatori del *reverse factoring* sia finanziando direttamente le banche e i *factor*, sia acquistando presso questi intermediari pacchetti di crediti verso i fornitori di determinate aziende con l'utilizzo di formule proprie e improprie di cartolarizzazione. Le compagnie di assicurazione sono inoltre entrate nel *reverse factoring* per garantire i relativi pacchetti di crediti, i cui rischi possono quindi essere garantiti tre volte².

In conclusione e senza entrare in dettagli che qui servirebbero a poco, si tratta di un'operazione abbastanza complessa, ma gradita alle imprese compratrici, cui risolve problemi di gestione di buona parte del circolante risolvendo nel contempo analoghi problemi dei fornitori le cui vendite avvengono di fatto per contanti. Anche i *factor* vedono di buon occhio il *reverse* perché è un'operazione che impegna poco lavoro, generalmente fraziona il rischio (in specie se le operazioni sono pro solvendo e hanno limitate dimensioni unitarie) e consente di instaurare rapporti durevoli con i clienti. È vero che rende poco, ma costa anche poco. I suoi rischi sono chiari e quasi totalmente concentrati sulla capacità di rimborso delle parti coinvolte nell'operazione.

3. IL CASO GREENSILL CAPITAL

La stragrande maggioranza degli intermediari coinvolti nella concessione di *reverse factoring* non ha avuto problemi nel corso degli ultimi anni, salvo quelli causati dal collasso della compagnia energetica spagnola Abengoa nel 2015, del gruppo bri-

² Vedi F. Querci, Supply chain finance e reverse factoring: catene e liquidità delle imprese dopo la pandemia, *Bancaria* n. 1, 2021.

tannico Carillon impegnato nei grandi lavori infrastrutturali e entrato in crisi nel 2018 e del gruppo ospedaliero NMC Healthcare protagonista in Abu Dhabi di una grave frode occorsa nel 2019. Tutte le difficoltà dovute all'insolvenza di questi grandi operatori sono state superate dai *factor* coinvolti con relativa facilità.

All'inizio di quest'anno si è viceversa presentato nel Regno Unito un caso complesso, che ha portato all'insolvenza un gruppo finanziario di origini australiane sorto appositamente per effettuare operazioni di *reverse factoring*.

Il suo fondatore, Lex Greensill, ha 44 anni ed è figlio di un produttore australiano di meloni. Trapiantato a Londra ha lavorato diverso tempo in alcune grandi istituzioni finanziarie, coltivando bene le relazioni pubbliche nel mondo politico britannico. I suoi legami con quel mondo sono diventati sempre più stretti e gli hanno consentito di ottenere il titolo di Commander of the Order of the British Empire, le cui insegne gli sono state consegnate personalmente dal Principe Carlo. Inoltre, gli hanno anche permesso di acquisire la collaborazione dell'ex Primo Ministro David Cameron, la quale ha suscitato molto scalpore, anche se le norme britanniche consentono agli ex *premier* di fare consulenze private dopo la fine dei loro mandati. L'oggetto dello scalpore non è quindi stato una violazione normativa bensì una questione di opportunità, che è esplosa quando si è appreso che Cameron si era parecchio adoperato per far ammettere Greensill fra i beneficiari dei fondi governativi per il Covid³ e per cercare di fargli ottenere da un membro della casa reale dell'Arabia Saudita un importante incarico finanziario in quel paese³.

Lex Greensill nel 2011 decise di mettersi in proprio e fondò un gruppo contenente, fra l'altro, la *holding* in Australia, la sede operativa in Londra e una banca in Germania. L'attività della società londinese era fortemente, per non dire esclusivamente, concentrata sul *reverse factoring*, per svolgere il quale ha utilizzato piattaforme informatiche molto avanzate godendo anche dell'appoggio di SoftBank, colosso giapponese entrato nel capitale di Greensill e diventato anche suo finanziatore. L'influsso finanziario di SoftBank sulla società è stato così forte da condizionare il *business model* del gruppo. SoftBank ha peraltro già svalutato in bilancio il valore della partecipazione in Greensill Capital, il cui valore, prima del *crack* era di circa 7 miliardi di euro, mentre oggi è stato quasi azzerato.

La società non ebbe problemi fino a qualche tempo fa, quando cominciarono a girare voci negative sulla reale consistenza del suo attivo di bilancio. Si iniziò a dubitare di tale consistenza anche perché non era chiara la contabilizzazione dei crediti di Greensill Capital, che si ritenevano anche troppo concentrati. L'allora City Minister Lord Myners chiese informazioni sulla sua situazione, ma il governo rifiutò di rispondergli adducendo questioni di *privacy* e confermando nei fatti la forza politica del finanziere.

Greensill finanziava la propria attività emettendo titoli che venivano sottoscritti soprattutto da investitori istituzionali. Essi incorporavano i crediti della società, più o meno come accade nelle normali operazioni di cartolarizzazione, e tali crediti erano in buona

3 Sui legami fra Lex Greensill e il mondo politico britannico vedi: C.O'Murchu, J. Pickard, A. Massoudi, R. Smith, Greensill's demise shines light on ties to government, Financial Times, 5.3.2021; R. Smith, M. Pooler e O. Storbeck, The rise and fall of Lex Greensill, Financial Times, 6/7.3.2021 e R. Smith, A. Massoudi, C.O'Murchu e J. Pickard, Greensill, Cameron and tale of an Arabian night, Financial Times, 31.3.2021. Le critiche e le polemiche sull'attività di Cameron in favore di Greensill continuano nonostante siano passati diversi mesi da quando essa si è svolta. Vedi O.Storbeck, R. Smith e S. Payne, Cameron pitched Greensill's services to german official, Financial Times 17.04.2021

parte assistiti dalla garanzia di primarie compagnie di assicurazione, ciò che avrebbe dovuto ridurre fortemente i loro rischi. Il *rating* di quei titoli era in effetti elevato.

Nel frattempo le cose peggiorarono e le voci sulla potenziale crisi della società furono confermate e cominciarono a venire alla luce una serie di insolvenze che neppure le sofisticate piattaforme informatiche erano riuscite ad evitare. Del resto si notò che diverse di quelle insolvenze erano riferite a persone e società dell'*entourage* di Lex Greensill⁴.

Le prime reazioni furono perciò decisamente negative. In *primis* il Credit Suisse annunciò che non avrebbe rinnovato il finanziamento di 10 miliardi di dollari concesso a Greensill. Anche il fondo svizzero GAM bloccò un finanziamento di 2 miliardi di dollari. In seguito agli eventi in questione sia Credit Suisse sia GAM sospesero i relativi responsabili e il primo annunciò di aver messo allo studio l'opportunità di alcune modifiche organizzative per evitare che diverse sue unità continuassero ad occuparsi di aspetti diversi degli stessi problemi originando pericolosi conflitti interni⁵. Inoltre, le tre principali compagnie di assicurazione che garantivano i crediti ceduti, cioè Tokio Marine, BCC Trade Credit e Insurance Australia decisero di sospendere il loro intervento, che riguardava 4.6 miliardi di sterline. La società Greensill si rivolse allora al *broker* assicurativo Marsh, il più grande del mondo, per rimpiazzare tali compagnie, ma non ne fu trovata nessuna disponibile. Il fatto è che Marsh sembrava aver assunto un impegno a garantire comunque un'adeguata copertura assicurativa al gruppo e il non averlo assolto gli originò seri problemi di reputazione. In ogni caso la situazione precipitò e Greensill Capital fu costretta a chiedere il fallimento.

Nello stesso tempo la banca tedesca del gruppo ebbe problemi simili e subì un'ispezione dell'autorità di vigilanza sul sistema finanziario (Bafin), al termine della quale la sua attività fu bloccata. Nel corso dell'ispezione è emerso un credito di oltre 5 miliardi di dollari nei confronti di un solo cliente, il gruppo Gupta, *leader* europeo nel settore dell'acciaio con stabilimenti anche in Italia e con circa 50.000 dipendenti. Le difficoltà della banca hanno prodotto sul gruppo Gupta un influsso nefasto e la finanza britannica, ma per quanto di competenza anche quella italiana, si stanno domandando come finirà la storia e, in particolare, si chiede se il gruppo in questione troverà qualche soluzione o sarà costretto al ridimensionamento o addirittura alla chiusura dell'attività⁶. Oltre ai finanziamenti diretti a quel gruppo sono del resto emersi anche quelli concessi ad una serie di altre imprese apparentemente indipendenti, ma invece strettamente collegate al gruppo Gupta, il che ha aggravato la posizione di Greensill sollevando seri problemi di conflitto di interessi e di correlazione fra le parti⁷.

L'insolvenza della banca ha messo in crisi anche numerosi comuni tedeschi, che vi avevano depositato somme ingenti attratti dai buoni tassi di interesse offerti, i quali sono però gradualmente scesi fino a circa lo zero, il che li ha indotti a chiederne il rimborso. La banca non è stata in grado di rimborsarli. Mentre infatti buona parte dei depositi dei

4 Vedi D. Mavin e J Steinberg, Behind Greensill's collapse, Detour into risky loans, Wall Street Journal, 19.3.2021.

5 Sullo sviluppo dei rapporti fra Greensill e Credit Suisse vedi S. Morris, T. Kinder, O.Walker e R. Smith, Credit Suisse bitten in "swim with sharks", Financial Times 21.04.2021

6 Vedi: M. Poorer, R. Smith e S. Pfeiffer, Gupta's GFG withhold its payments to Greensill, Financial Times, 5.3.2021; E. Alberto, La faillite de Greensill fragilise l'acier en France, Le Monde, 10.3.2021; M. Bussi, Greensill inguaina anche Gupta, MF, 11.3.2021; S. Bellomo e M. Meneghello, Sull'acciaio l'ombra del crack di Greensill. Timore per l'operatività di Liberty Magona, Il Sole 24 ore, 20.3.2021.

7 Vedi R. Smith, C. O'newck e M. Poorer, Greensill Saga Shines Spotlight on "Friends of Sanjeev", Financial Times 24/25.04.2021

privati sono coperti dal fondo di assicurazione nazionale, quelli dei comuni non lo sono e quindi corrono tutti i rischi di una potenziale insolvenza delle banche⁸.

Anche la *holding* australiana ha chiesto il fallimento per gestire l'insolvenza, che a livello di gruppo non è stata comunque giudicata sistemica per la sua relativamente limitata dimensione.

La crisi di Lex Greensill non sembra destinata a risolversi in tempi brevi. Come accade in casi del genere è quasi indispensabile l'arrivo di un cavaliere bianco, che rilevi tutto il gruppo o parti di esso. Il cavaliere bianco per il salvataggio del gruppo avrebbe potuto essere il fondo americano Apollo, che ha effettivamente analizzato la questione, ma che purtroppo si è tirato indietro soprattutto perché ha visto che la piattaforma usata da Greensill era fornita da Taulia, un'azienda americana di tecnologia finanziaria che si occupa di gestione del capitale circolante, fatturazione elettronica, finanziamento della *supply chain* e via dicendo. E ha capito anche che Taulia aveva già parzialmente interrotto il servizio a favore di Greensill girando ad altri intermediari, fra i quali JP Morgan, parte della sua clientela e iniziando a svuotarne il contenuto. A questo punto Apollo ha preso atto che l'operazione sarebbe stata troppo rischiosa e si è ritirato⁹. Che cosa accadrà prossimamente non è al momento dato sapere.

4. ALCUNI INSEGNAMENTI DEL CASO GREENSILL CAPITAL

L'analisi delle vicende del gruppo Greensill pone in evidenza una serie di problemi e di rischi generali e specifici del *reverse factoring*.

Tra i primi non si può non notare per l'ennesima volta che l'intervento delle autorità di vigilanza è stato tardivo. Ciò è avvenuto sia a Londra sia in Germania sia infine in Australia. Eppure i segnali della potenziale crisi del gruppo erano sorti con largo anticipo rispetto al relativo scoppio. Non si può non notare inoltre che il binomio politica/finanza è quasi sempre deleterio e induce spesso a coprire situazioni delicate e a realizzare intrecci di interessi che possono portare a situazioni pericolose. Si trova poi conferma di alcuni classici principi di gestione degli intermediari finanziari la cui non applicazione può essere fatale, come quelli dell'accurata e accorta valutazione dei rischi dei prestiti e dell'eccessiva concentrazione del portafoglio. Essi sono ben noti e, se non sono seguiti, originano drammi che coinvolgono molti *stake holder* come azionisti, creditori e anche debitori. Pure questi ultimi, con il venir meno di finanziamenti per loro determinanti, possono infatti finire in una critica situazione di liquidità¹⁰.

8 Vedi O. Storbeck, German towns braced for Greensill blow, Financial Times, 15.3.2021.

9 Vedi Greensill/Apollo: The X Factor, Financial Times, 11.3.2021 e Apollo abandoned talks to buy partnership of Greensill Capital, Financial Times 13/14.3.2021.

10 Sulla necessità che i portafogli dei factor che esercitano il reverse siano diversificati il più possibile, vedi

Questi aspetti della questione non sono né tipici né tanto meno esclusivi del *reverse factoring*, ma in tale operazione assumono una rilevanza particolare, come del resto avviene anche nelle banche quando affidano la selezione della clientela agli algoritmi che rendono il processo poco costoso e veloce, ma non considerano alcune peculiarità delle imprese richiedenti credito, che solo l'occhio attento dell'uomo può valutare adeguatamente. Il fatto è acuito nel *reverse factoring* in cui ci sono due tipi di debitori, quello rappresentato dalle imprese compratrici che è cruciale e quello dei suoi fornitori, molto più frazionati e quindi più adatti ad essere valutati con gli algoritmi. L'esperienza in proposito dice che l'uso di questi ultimi si sta diffondendo rapidamente e, in linea di massima, i risultati che si stanno ottenendo sono buoni, ma casi come quello qui considerato dimostrano che essi devono essere utilizzati con grande attenzione. È vero che anche con le valutazioni tradizionali si possono ottenere cattive sorprese, come ha largamente insegnato la complessa vicenda degli NPL che ha tormentato il mondo bancario e finanziario in questi ultimi anni, ma questa considerazione non solo non elimina il problema, ma lo allarga e ci ricorda che tutti i crediti, anche se ben valutati e con adeguate garanzie, possono trasformarsi in insolvenze.

A proposito dei conflitti di interesse, si può invece dire che sono sempre potenzialmente possibili in quasi tutte le attività bancarie e finanziarie compreso il *reverse factoring*, in cui – come già detto – le valutazioni dei relativi crediti sono effettuate quasi esclusivamente con l'utilizzo degli algoritmi. In tal caso, infatti, l'individuazione dei conflitti di interesse è difficile per non dire impossibile e il problema va quindi gestito a monte solitamente con l'intervento degli analisti, che hanno fonti informative più complete comprendenti anche molti aspetti qualitativi difficilmente gestibili dagli algoritmi.

Un altro elemento di carattere generale, che peraltro nel caso Greensill ha svolto una funzione non trascurabile, è quello dell'opacità dell'evidenziazione contabile del *reverse factoring* dovuta all'aggiramento o alla violazione di norme vigenti o al pieno rispetto formale delle medesime, ma accompagnato dallo stravolgimento della loro sostanza. Nelle vicende prima esaminate pare che le norme siano state formalmente rispettate, tanto è vero che nessuna accusa per il momento è stata al proposito fatta a Greensill né dalla magistratura né dalle autorità di vigilanza.

Nel caso del *reverse factoring*, tuttavia, l'opacità può essere maggiore e più diffusa perché le relative operazioni si basano sulla stipula di una convenzione con un'impresa compratrice, in base alla quale i fornitori di quest'ultima con pagamento dilazionato possono essere pagati per contanti dal *factor*, al quale l'impresa compratrice fornirà alla scadenza dei loro crediti i mezzi finanziari per estinguere i loro debiti. Mentre tali debiti/crediti devono essere obbligatoriamente iscritti nei bilanci dei *factor*, le esposizioni teoriche alle quali possono giungere gli utilizzi delle convezioni con i compratori, non essendo crediti nel senso formale e letterale del termine, non devono obbligatoriamente essere registrate in contabilità. Analizzando i bilanci degli intermediari che praticano il *reverse factoring* risulta quindi difficile valutare il rischio globale del loro portafoglio crediti e questo può alterare il significato di tutti i *ratios* calcolati in vario modo sulle poste dei loro bilanci. Il problema è più o meno simile a quello che si poneva fino a non molti anni fa nella concessione delle aperture di credito in conto corrente delle banche

I.Smith, Diversify exposure to prevent repeat of Greensill failure, Financial Times 15.04.2021

ed è stato risolto con le modificazioni intervenute nelle segnalazioni alla Centrale dei Rischi che esse sono ora tenute ad effettuare periodicamente. In effetti il tema delle linee di credito, se non formalizzate con il cliente, è valido più in generale, quindi anche al di fuori del *reverse*. In questo senso è evidente che tale operazione può essere considerata più rischiosa dei fidi bancari, evidentemente a parità di altre condizioni e prescindendo da eventuali coperture assicurative, anch'esse del resto difficilmente inseribili nella normale contabilità.

L'analogia con i fidi bancari e specialmente con quelli formalmente a breve, come le aperture di credito valide fino a revoca, è forte anche perché essi si trasformano spesso di fatto in finanziamenti durevoli creando squilibri fra le scadenze delle fonti di raccolta degli intermediari che praticano il *reverse factoring*, le quali sono a breve, e le scadenze dei loro finanziamenti che, essendo *revolving*, di fatto sono a medio o a lungo termine. Infine, si nota che il credito concesso ai fornitori nel *reverse factoring* non è certo per importo e scadenza, riguardando anche crediti futuri, sulla cui consistenza si possono unicamente fare previsioni più o meno attendibili. Francamente non credo si tratti di problemi particolarmente preoccupanti, ma rilevo il fatto che essi sono venuti alla ribalta solo oggi dopo lo scandalo Greensill, mentre negli anni scorsi non avevano mai preoccupato nessuno, tanto è vero che, come avevo già ricordato, il *reverse factoring* ha avuto un grande sviluppo caratterizzato da incidenti di percorso molto limitati¹¹.

Il fatto è che purtroppo tali incidenti capitano a dispetto delle norme sempre più complesse e rigide che regolano l'attività dei loro protagonisti. È peraltro inquietante registrare che non infrequentemente in tali occasioni non si rilevano precise violazioni normative. Anche nel caso Greensill qui esaminato non si sono, almeno per il momento, riscontrati elementi tali da giustificare, ad esempio, l'intervento della magistratura. Sono invece state violate le regole di quella che nelle banche italiane chiameremmo la "sana e prudente gestione", regole semplici e chiare nei principi ma anch'esse estremamente difficili da giudicare in termini legali veri e propri. Del resto i vertici delle società che si comportano al limite della legalità o che ne vanno ben oltre, soprattutto più dal punto di vista sostanziale che da quello formale, sanno come manovrare le loro leve. E spesso agiscono con grande lungimiranza, ad esempio iniziando a costruire una rete di società estere per preparare la strada alla fuoriuscita di fondi che sarebbero andati a indebolire la casa madre¹². Anche Greensill sembra aver instaurato rapporti del genere non solo con Softbank, ma anche con il fondo americano General Atlantic. Da parte sua, Gupta si diede qualche anno fa molto da fare per costituire una banca a Panama, quando la legislazione britannica non gli consentì di aprirne una a Londra, che avrebbe avuto peraltro obiettivi e strutture molto diversi. Anche qui, fondare una banca a Panama non viola di per sé nessuna norma e del resto anche sul Canale ci sono banche amministrare secondo i principi di sana e prudente gestione, ma in termini di opportunità reputazionale il

11 Su questi aspetti si vedano: I. Smith, R. Smith, J. Pickard e J. Smith, *Underwriter's Greensill role in spotlight*, Financial Times, 17.3.2021 e T. Braithwaite, *Greensill's demise leaves someone "holding the bag"*, Financial Times 20.21/3/2021.

12 Vedi: R. Ruozi *Alcune utili indicazioni dal fallimento di Wirecard*, Dirigenza Bancaria, n. 205, 2020; R. Ruozi, *Uno sguardo di insieme sul caso Wirecard*, E&M Plus, 10.11.2020, e O. Storbeck, *Wirecard fraud started more than a decade ago*, Financial Times, 24.3.2021.

fatto è stato interpretato come possibile premessa per possibili distorti utilizzi che solo Panama e pochi altri paesi al mondo consentono ancora e che non sono certo esempi di correttezza e di rispetto delle norme di stampo europeo¹³.

Tali comportamenti dei vertici di un intermediario producono risultati ben diversi da quelli che, nel rispetto delle norme legali e di vigilanza, produrrebbero se le stesse norme fossero state osservate nella sostanza oltre che nella forma. A prescindere dai rischi oggettivi delle operazioni negoziate e concluse, quelle che più contano ai fini di una loro eventuale insolvenza e delle conseguenze che questa avrebbe sui loro *stake holder* sono infatti soprattutto quelli soggettivi, che possono anche essere prodotti da un uso distorto delle stesse operazioni.

5. CONCLUSIONI

Non vorrei che queste conclusioni fossero interpretate come un gioco di parole e cercherò quindi di sintetizzare meglio il mio pensiero nel modo seguente. L'analisi dell'utilizzo del *reverse factoring* da parte di Greensill ci ha posto di fronte ad un'operazione tradizionalmente considerata a basso rischio oggettivo che è stata trasformata, nel rispetto formale delle norme vigenti, in un'operazione rischiosissima¹⁴. Considerazioni simili avremmo tratto dall'analisi di altre operazioni bancarie e finanziarie, il cui rischio oggettivo è solo una parte, e spesso neppure la più importante, del loro rischio globale, dipendendo in effetti più dal comportamento dei soggetti che le confezionano, le negoziano e le concludono che dalle loro caratteristiche tecniche.

Quando un operatore economico (individuo, famiglia, impresa, *onlus* o ente pubblico) si ritiene avverso al rischio o ha una propensione al rischio piuttosto bassa, dovrebbe quindi, almeno quando è dotato di una relativamente buona cultura finanziaria e ha la possibilità di scegliere, andare alla ricerca di operazioni con limitati rischi oggettivi, affidandosi peraltro a intermediari il cui comportamento sia allineato alla storia di quelle operazioni e attività nel rispetto non solo formale ma più che altro sostanziale delle norme contrattuali e più in generale di quelle legali e di vigilanza alle quali la sua attività è sottoposta.

L'analisi di questi aspetti della vita degli intermediari dovrebbe ormai essere effettuata ufficialmente e sostanzialmente all'interno dagli stessi intermediari soprattutto

13 Vedi: R. Smith, K. Wiggins e C. O'Murchu, Greensill's fall leaves General Atlantic shaken, Financial Times, 29.3.2021, e C. O'Murchu e R. Smith, Metals mogul Gupta explored setting up Panama bank, Financial Times, 27.3.2021. L'occasione è propizia per giustificare il continuo riferimento al Financial Times. Il fatto è che quel giornale è la fonte principale di notizie su Greensill. Si pensi che nei primi mesi di quest'anno ha pubblicato sull'argomento più di quaranta articoli.

14 Questo fatto è stato messo in evidenza anche da alcuni importanti rappresentanti delle società di *factoring* impegnate nel *reverse*, che hanno difeso a spada tratta la categoria ribadendo che il fallimento di Greensill non è stato per nulla dovuto alle caratteristiche storiche di questa operazione. Vedi in proposito: M. Tarroni e P. Cioni, Il caso Greensill sembra un film di Nolan ma la colpa non è degli strumenti, Econopoly, 20.3.2021, e Factors Chain International comments on Greensill bankruptcy, Fci News, 10.03.2021

attraverso le attività cosiddette di *compliance*, i cui risultati dovrebbero essere noti ai terzi, ma l'esperienza insegna che anche questa attività ha di solito dei limiti e che più di tanto essa non può (quando addirittura non vuole) fare.

La morale è semplice. Chi ha un'alta propensione al rischio non ha problemi. Le sue scelte sulle operazioni e sugli intermediari che le effettuano dovrebbero essere consapevoli, così come dovrebbero essere per essi chiare le conseguenze che sulle loro economie potrebbero produrre le scelte effettuate. Talvolta può darsi che essi subiscano perdite più o meno pesanti ma in quei casi, come dice il vecchio proverbio, "chi è colpa del suo mal pianga sé stesso". Per coloro che, viceversa, hanno una propensione opposta, solo le operazioni a basso rischio oggettivo costruite, negoziate e concluse da intermediari i cui vertici seguano seri principi etici e si preoccupino effettivamente non solo dei loro interessi immediati, ma anche di quelli dei loro *stake holder*, salvo casi eccezionali che possono sempre accadere anche quando ci sono le migliori intenzioni e comunque quasi a prescindere dalle caratteristiche oggettive e tecniche delle operazioni effettuate - possono essere considerate a rischio limitato e possono soddisfare le loro esigenze. Si tratta in genere degli intermediari più solidi, che operano con una visione di non breve periodo e quindi non speculativa, la quale si estrinseca nella già citata sana e prudente gestione, che non è stata certamente attuata da Greensill dimostratosi anche piuttosto propenso alle frodi. Ai suddetti intermediari può quindi essere ragionevole riservare quella fiducia che, nonostante il passare dei secoli e malgrado tutte le modificazioni subite dall'attività bancaria e finanziaria, rimane ancora il bene più importante per le relazioni tra intermediari e clienti, i quali ultimi chiedono ai primi tante cose, ma soprattutto quella di non essere traditi.

FIT AND PROPER: LA NORMA TRA ASPETTATIVE E APPLICABILITÀ

Lucilla Bittucci

Università di Roma "La Sapienza"

lucilla.bitucci@uniroma1.it

Stefano Marzoni

CASMEF – LUISS Guido Carli

smarzoni@luiss.it

A partire dal 1° luglio 2021 entreranno in vigore i nuovi requisiti per gli esponenti bancari e per i responsabili delle funzioni aziendali principali. Alla luce di questo nuovo framework, e dei relativi criteri di correttezza annunciati dal decreto MEF 169/2020, l'obiettivo di questa ricerca è di indagare l'andamento delle sanzioni pecuniarie amministrative irrogate da Banca d'Italia e CONSOB verso membri del Consiglio di Amministrazione e membri del Collegio Sindacale dal 2008 al 2020. In particolare, si vuole verificare se negli anni successivi all'introduzione del Meccanismo Unico di Vigilanza e della CRD IV vi sia stata una diminuzione del numero delle sanzioni verso gli

esponenti aziendali. Secondo un'analisi per forma giuridica, negli anni appare probabile una riduzione dell'utilizzo della sanzione personale, infatti nel periodo post-riforma appare utilizzato meno che in precedenza, fino a scomparire del tutto per alcune categorie di soggetti come i membri dei CdA e dei collegi sindacali delle BCC. Tale studio si pone come base per successive ricerche che mireranno ad indagare sia sulle motivazioni che hanno spinto le Autorità a sanzionare le persone giuridiche piuttosto che gli esponenti sia a prendere in considerazione anche le misure di natura non patrimoniale introdotte dalla Capital Requirement Directive.

Parole chiave: Fit-and- proper, sanzioni personali, CdA, collegio sindacale, governance bancaria

Starting from 1 July 2021, the new requirements for banks' main officers and managers will come into force. Such a new framework is associated with fairness criteria defined by the Ministry of Finance through the Decree 169/2020. The purpose of this research is to investigate the trend of administrative fines imposed by the Bank of Italy and CONSOB against members of the Board of Directors and members of the Board of Statutory Auditors from 2008 to 2020. In particular, we want to check whether in the years following the introduction of the Single Supervisory Mechanism and CRD IV there has been a decrease in the number of sanctions against corporate

officers. According to an analysis by legal form, over the years a reduction in the use of the personal sanction appears likely. In fact, in the post-reform period it appears to be used less than previously, up to completely disappearing for some categories of subjects such as members of the Board of Directors and of the boards of statutory auditors of the mutual banks. This study is the basis for subsequent research that will aim to investigate both the reasons that led the Authorities to sanction legal persons rather than exponents and to take into consideration the measures of a non-equity nature introduced by the Capital Requirement Directive.

Keywords: *Fit-and- proper, personal administrative fines, board of directors, boards of statutory auditors, bank governance*

 INTRODUZIONE

L' idoneità degli esponenti aziendali ha assunto negli anni un ruolo centrale negli assetti di governo societario e da sempre contribuisce in modo determinante alla sana e prudente gestione delle aziende. Tale affermazione trova particolare attenzione nel settore finanziario, dove la *corporate governance* assume un ruolo ancor più determinante poiché gli istituti bancari, per loro natura, si collocano al centro del processo d'intermediazione fra risparmio e investimento e si espongono meccanicamente ad una serie di rischi, di cui la *governance* deve esserne necessariamente consapevole. Tuttavia, è opinione condivisa che negli anni prima della crisi le carenze nel governo societario, e in particolare un' inadeguata sorveglianza da parte della funzione di vigilanza dell'organo di direzione, hanno contribuito a un'eccessiva e imprudente assunzione di rischi nel settore finanziario, che ha portato sia al *default* di singole istituzioni ma anche ad una serie di significativi problemi di natura sistemica. Già nel 2009, l'OECD pubblicava le sue *lessons learned* e affermava che “*the financial crisis can be to an important extent attributed to failures and weaknesses in corporate governance arrangements*” (Kirkpatrick, 2009). In questo contesto, con l'introduzione della Direttiva 2013/36/EU (*Capital Requirements Directive IV - CRDIV*) si è cercato di rafforzare il ruolo e le responsabilità degli organi di vigilanza sia per garantire una gestione sana e prudente, sia per garantire l'integrità del mercato e proteggere l'interesse dei consumatori (EBA, 2017). Con il tempo, il peso attribuito dalle Autorità di Vigilanza internazionali alla *governance* è cresciuto in via esponenziale e, in particolare, dopo una serie di interventi del Comitato di Basilea (BCBS, 2015; BCBS, 2017), con gli articoli 88-96 della CRDIV (Sezione III-Governance) si affermava che la *governance* avesse assunto un ruolo centrale nell'attività bancaria (Frigeni, 2016) e si condivideva il principio secondo il quale un'unica regolamentazione “*capitale-centrica*” sarebbe stata insufficiente ad evitare crisi future (Tutino, 2014). La CRD IV ha posto particolare attenzione non solo alla *governance* in sé ma anche agli stessi esponenti aziendali, introducendo per essi una serie di requisiti da rispettare per poter svolgere l'attività garantendo conoscenze, professionalità e tempo a disposizione. Di conseguenza, tale aspetto ha determinato anche che le rispettive Autorità di Vigilanza (Autorità Competenti Nazionali o Banca Centrale Europea) siano tenute a valutare nel continuo tali requisiti e a svolgere un c.d. “*fit and proper assessment*”. Da un punto di

vista nazionale, l'Italia si è allineata alle disposizioni internazionali – meglio affrontate nel paragrafo successivo – solo di recente, con il decreto attuativo del Ministero dell'Economia e Finanze 169 del 2020 che ha dato il via all'attuazione dell'art. 26 del T.U.B. denominato appunto “esponenti aziendali”. A tal proposito, a partire dal 1° luglio 2021 i soggetti che svolgono attività di amministrazione, direzione e controllo dovranno rispettare una serie di requisiti oggettivi in riferimento a esperienza, onorabilità, conflitti di interesse, disponibilità di tempo e idoneità complessiva. In questo articolo la nostra attenzione si focalizza in particolare sul requisito di onorabilità e sui relativi criteri di correttezza enunciati dal MEF, secondo cui un elemento che può inficiare quest'ultimo requisito è la presenza di “*sanzioni amministrative irrogate all'esponente per violazioni della normativa in materia societaria, bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa, antiriciclaggio e delle norme in materia di mercati e di strumenti di pagamento*”. A tal riguardo, l'obiettivo di questa ricerca è di verificare l'andamento delle sanzioni pecuniarie amministrative irrogate da Banca d'Italia e CONSOB verso membri del Consiglio di Amministrazione e membri del Collegio Sindacale dal 2008 al 2020, verificando se negli anni successivi all'introduzione del Meccanismo Unico di Vigilanza e della *Capital Requirements Directive IV (CRD IV)* – che ha determinato l'ampliamento dei destinatari delle sanzioni amministrative, comprendendo non solo le persone fisiche ma anche le società o gli enti responsabili della violazione – vi sia stata una diminuzione del numero delle sanzioni verso gli esponenti aziendali rispetto alle sanzioni erogate sulle persone giuridiche. In particolare, si vuole indagare se l'introduzione della CRD IV possa aver da un lato rafforzato il potere sanzionatorio e dall'altro distolto l'attenzione dalle persone fisiche.

I NUOVI REQUISITI DEGLI ESPONENTI BANCARI ALLA LUCE DEL FIT & PROPER ASSESSMENT

Prima di procedere all'analisi, in questo paragrafo si riassume il *framework* normativo di riferimento, partendo dalle linee guida della Banca Centrale Europea sino al decreto attuativo del MEF. A seguito dell'introduzione della CRD IV che introduceva una specifica sezione dedicata alla *governance*, nel maggio 2017 la BCE pubblicava le linee guida per la verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità degli esponenti aziendali, dove si avvalorava il principio che l'organo di amministrazione di un ente creditizio doveva essere idoneo ad assolvere le proprie responsabilità ed essere composto in modo tale da contribuire (i) ad una amministrazione efficace dell'ente e (ii) a processi decisionali equilibrati. Questa affermazione ha segnato l'inizio di un più ampio *framework* regolamentare volto al rafforzamento dei requisiti degli organi aziendali.

In particolare, oltre le Linee Guida della Banca Centrale Europea ulteriori rilevanti indicazioni sono state fornite nel 2017 congiuntamente dall'*European Banking Authority* (EBA) e dall'*European Securities & Markets Authority* (ESMA) sulla valutazione della *suitability* dei membri del *management* e dei *c.d. key function holders*, le quali miravano anch'esse al rafforzamento e alla specificazione dei requisiti già previsti dalla BCE.

Per quanto riguarda le banche significative, l'articolo 4, paragrafo 1, lettera e) del regolamento sul Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU) precisa che la verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità forma parte della vigilanza della BCE sulla *governance* complessiva degli enti creditizi. A tal proposito, con le Linee Guida la BCE ha introdotto – sulla base dei criteri di proporzionalità e armonizzazione – una serie di criteri di *assessment*: (i) esperienza, (ii) onorabilità, (iii) conflitti di interesse, (iv) disponibilità di tempo, (v) idoneità complessiva.

Tabella 1: Criteri di valutazione degli esponenti aziendali

Esperienza	<i>Valutazione delle competenze e della esperienza necessaria per ricoprire il ruolo</i>
Onorabilità	<i>Valutazione di eventuali precedenti penali, irregolarità amministrative o fiscali, procedimenti penali in corso</i>
Conflitti di interesse	<i>Valutazione di eventuali conflitti di interesse o influenze esterne</i>
Disponibilità di tempo	<i>Valutazione di altri incarichi o di eventuali altri impegni</i>
Idoneità complessiva	<i>Valutazione dell'inserimento del componente nella situazione complessiva</i>

Fonte: BCE, 2017.

Ripercorrendo la struttura delle linee guida, per quanto riguarda il criterio di esperienza, i componenti dell'organo di amministrazione devono possedere le conoscenze, le competenze e l'esperienza necessaria per l'esercizio delle loro funzioni, ed in particolare l'esperienza è valutata sulla base delle posizioni precedentemente occupate tenendo conto della durata dell'incarico, delle dimensioni dell'ente, delle funzioni ricoperte, del numero dei collaboratori subordinati, della natura delle attività svolte nonché dell'effettiva pertinenza dell'esperienza maturata. In secondo luogo, i componenti dell'organo di amministrazione devono e dovranno sempre rispettare i requisiti di onorabilità in modo da garantire la sana e prudente gestione dell'ente vigilato. Particolare attenzione meritano i procedimenti giudiziari (penali e amministrativi) che sono ancora in corso i quali, anche se la nomina avvenga in un paese diverso da quello in cui si sono verificati gli eventi, potrebbero incidere sul criterio di onorabilità. Di conseguenza, è necessario che le autorità competenti siano sempre portate a conoscenza dei procedimenti giudiziari al momento dell'istanza o della notifica. Per quanto riguarda il requisito dei conflitti di interesse, il soggetto vigilato e l'esponente nominato sono tenuti a comunicare all'autorità competente tutti i conflitti di interesse effettivi, potenziali o percepiti (BCE, 2017). L'Autorità di Vigilanza è tenuta a supervisionare sull'adeguatezza delle misure poste in essere dal soggetto nominato e sulla rilevanza del conflitto di interesse di tipo politico, professionale, finanziario o politico. In accordo con la CRD IV, le linee guida introducono un limite al numero di incarichi che possono

essere assunti e definiscono una serie di criteri quantitativi (numero di incarichi) e qualitativi (dimensione dell'ente, paese dell'ente) per assicurare che tutti i componenti dell'organo di amministrazione siano in grado di dedicare tempo sufficiente all'esercizio delle loro funzioni all'interno dell'ente. In ultimo, la Guida BCE stabilisce che la banca sia chiamata a valutare anche in che misura il singolo esponente aziendale contribuisca all'idoneità complessiva dell'Organo, annoverando la valutazione di tale contributo tra i criteri da valutare in sede di verifica iniziale dei requisiti di professionalità e onorabilità dell'esponente aziendale (BCE, 2017).

La procedura di valutazione coinvolge enti vigilati, ACN, BCE, Consiglio di Vigilanza e il Consiglio direttivo, e si verifica nel caso di una nuova nomina o qualsiasi altro problema come la procedura relativa a rilascio di autorizzazione all'attività bancaria o a partecipazioni qualificate.

Sulla stessa linea, le linee guida congiunte EBA-ESMA si allineano a quanto descritto dalla BCE rafforzando e declinando la definizione di *suitability* in base ai criteri di (i) *sufficient time*, (ii) *calculation of the number of directorships*, (iii) *adequate knowledge, skills and experience*, (iv) *collective suitability criteria*, (v) *reputation honesty and integrity* e (vi) *independence of mind and independent members*.

In ambito nazionale, per la valutazione degli esponenti aziendali, si prendono in considerazione l'art. 26 del Testo Unico Bancario (T.U.B.) – appunto denominato esponenti bancari – e il decreto attuativo del MEF del 23 novembre 2020, n. 169 recante disposizioni regolamentari in materia di requisiti e criteri di idoneità per lo svolgimento dell'incarico degli esponenti delle banche e degli intermediari finanziari. Il decreto è composto da 9 sezioni ed è strutturato alla stregua delle disposizioni della banca centrale.

Nella Sezione II del decreto “requisiti di onorabilità e criteri di correttezza”, si afferma che non possono essere ricoperti incarichi da coloro che per un delitto contro la pubblica amministrazione o colposo si trovano in stato di interdizione legale o sono stati condannati con sentenza definitiva ad una pena detentiva, o a misure di prevenzione o alla reclusione, per un tempo non inferiore a un anno o due anni¹. A tali requisiti si aggiungono quelli in riferimento ai criteri di correttezza, ovvero tale requisito può venire meno al verificarsi di una serie di situazioni pregiudizievoli, tra cui: (i) condanne anche non definitive, (ii) presenza di sanzioni amministrative, (iii) provvedimenti disciplinari (radiazione o la sospensione da albi professionali), (iv) lo svolgimento di incarichi in banche o altri intermediari cui sia stata comminata una sanzione pecuniaria, (v) indagini e procedimenti penali in corso, (vi) informazioni negative contenute nella centrale dei rischi. Vale la pena sottolineare che il verificarsi di una di queste situazioni non comporta automaticamente l'esclusione del componente ma l'Autorità di Vigilanza è tenuta ad una valutazione soggettiva in merito alla gravità dei fatti compiuti, alla loro frequenza, grado del procedimento penale, grado di responsabilità, eventuali azioni riparatorie.

La Sezione III prende in riferimento i requisiti di professionalità e competenza inserendo particolari requisiti di professionalità per i membri del Consiglio di Amministrazione, Membri del Collegio Sindacale e requisiti di professionalità specifici per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione in banche di minori

¹ Il divieto oggettivo si estende anche a chi all'atto dell'assunzione dell'incarico, si trova in stato di interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese ovvero di interdizione temporanea o permanente dallo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo.

dimensioni o complessità operativa costituite in forma di banche di credito cooperativo (BCC). A questi si aggiungono una serie di valutazioni riguardo la conoscenza teorica e l'esperienza pratica in tema di mercati finanziari e di una serie di altre materie tra cui risk management, controlli interni, pianificazione strategica, contabilità e governo societario.

Sulla base delle situazioni indicate dalla BCE, in riferimento ai conflitti di interesse, nella Sezione IV – Requisiti di indipendenza – il decreto individua una serie di situazioni specifiche per i consiglieri appartenenti al CdA, in primo luogo, e successivamente per i membri del Collegio Sindacale.

Infine, dagli articoli 16 al 19 della Sezione V si descrivono le condizioni necessarie per garantire che gli esponenti aziendali non abbiano un sovraccarico di incarichi e che possano dedicare la giusta disponibilità di tempo allo svolgimento delle cariche assunte. In particolare, viene richiesto all'esponente di comunicare all'organo competente, all'atto della nomina e in caso di fatti sopravvenuti, gli incarichi ricoperti altrove e le altre attività, situazioni o fatti che possono incidere significativamente sulla disponibilità di tempo, specificando il tempo che questi incarichi richiedono. Limiti oggettivi vengono infine introdotti al cumulo degli incarichi in considerazione della complessità operativa e della grandezza dell'intermediario (banca *significant* o *less significant*).



LA DINAMICA DELLE SANZIONI PERSONALI

Nel corso degli anni l'erogazione di sanzioni personali non è stata uniforme. In relazione alle problematiche sollevate dall'applicazione della normativa c.d. “*fit-and-proper*” possiamo prendere in esame le sanzioni personali che hanno riguardato i Consigli di Amministrazione e i Collegi Sindacali. In particolare, vengono considerate le sanzioni comminate a membri ed ex membri del CdA, così come a presidenti ed ex presidenti del CdA. Anche per quanto riguarda i collegi sindacali consideriamo la passata appartenenza, quindi i dati analizzati includono sanzioni a membri ed ex membri del collegio sindacale, così come ai presidenti e agli ex presidenti del collegio sindacale.

Viene preso in esame l'insieme delle sanzioni comminate dal 2008 da parte di tutte le autorità,² i cui dati sono tratti dai bollettini di vigilanza.

Ciò che emerge è una chiara tendenza alla riduzione delle sanzioni personali dal periodo pre-riforma (2008-2014) al post-riforma (2015-2020). Nella Tabella 2 è mostrato il numero medio di sanzioni personali per anno nei due periodi. Il decremento complessivo del numero medio di sanzioni è stato pari al 70%, con un calo più marcato delle sanzioni comminate a membri del CdA (-72%) rispetto a quelle comminate a membri del collegio

² È emerso nelle analisi che le uniche Autorità ad aver erogato sanzioni di questo tipo sono state Banca d'Italia e CONSOB.

sindacale (-52%). Questa tendenza può anche essere osservata dalla proporzione di sanzioni personali a membri del CdA, la quale passa dall'85% nel periodo 2008-2014 al 77% nel periodo 2015-2020, con un decremento di otto punti percentuali.

Tabella 2. Numero medio di sanzioni personali per anno (i totali possono non corrispondere per effetto degli arrotondamenti).

	2008-2014	2015-2020
CdA	494	138
CS	85	41
TOT	579	178

È importante sottolineare come questa tendenza mostrata dai valori medi non sia ascrivibile a un generale declino delle sanzioni comminate agli istituti bancari. Il numero medio di sanzioni per anno, dal periodo pre-riforma al periodo post-riforma è diminuito del 42%. Ne consegue che le sanzioni personali comminate alle due categorie di soggetti presi in esame sono diminuite più di quanto siano diminuite le sanzioni agli enti creditizi. Questo aspetto della dinamica delle variabili considerate esprime una specificità della dinamica delle sanzioni personali, le quali potrebbero risentire di elementi esogeni connessi con la normativa in vigore.

Al sostanziale declino del numero medio annuo delle sanzioni personali a membri del CdA, si associa un incremento del loro valore medio. In Tabella 3 sono riportati gli importi medi (in euro) delle sanzioni erogate nei due periodi considerati, disaggregati per appartenenza dei soggetti. Il dato più evidente è che la sanzione media cresce del 90%, passando da 19'891.3€ a 37'802.4€. Tale incremento è determinato da aumenti medi per entrambe le categorie di soggetti. L'incremento della sanzione media per membri del CdA è stato del 98%, mentre l'incremento per membri del collegio sindacale è stato del 60%. Tuttavia, è utile sottolineare come l'incremento mostrato per le sanzioni verso membri del CdA sia stato tale da renderle relativamente maggiori rispetto alla sanzione media verso membri del collegio sindacale. Infatti, se nel periodo pre-riforma il valore medio della sanzione verso membri del CdA era inferiore rispetto a quello delle sanzioni verso membri del collegio sindacale, nel periodo post-riforma si verifica il contrario.

Tabella 3. Ammontare medio della sanzione personale a membri del CdA e del collegio sindacale.

	2008-2014	2015-2020
CdA	19'761.5	39'192.4
CS	20'642.6	33'072.0
TOT	19'891.3	37'802.4

Un indicatore che segue la dinamica evidenziata nella Tabella 2, cioè la più marcata riduzione del numero di sanzioni personali verso i membri del CdA rispetto a membri del collegio sindacale, è il peso della sanzione personale sul totale della sanzione comminata alla banca. Nella Tabella 4 sono riportati i valori medi del peso della sanzione

personale nei due periodi considerati, disaggregati per categorie di soggetti. Il rapporto tra ammontare della sanzione personale e totale della sanzione esprime il grado di condivisione dell'illecito riscontrato dall'Autorità tra più soggetti. Un maggiore valore di tale rapporto indica che un numero minore di soggetti è in media implicato negli illeciti riscontrati e sanzionati. Sulla base dei dati disponibili è possibile osservare che tale rapporto diminuisce in relazione ai membri del CdA, passando dal 7.3% al 6.6%, mentre aumenta marginalmente per i membri del collegio sindacale, passando dal 6.5% al 6.6%. Emerge che il grado di diffusione potrebbe aver raggiunto una convergenza, con un ammontare medio sulla sanzione complessiva pari al 6.6% per entrambe le categorie.

Tabella 4. Incidenza della sanzione personale sul totale della sanzione.

	2008-2014	2015-2020
CdA	7.3%	6.6%
CS	6.5%	6.6%

Per quanto riguarda l'origine della sanzione, tra il periodo pre-riforma e il periodo post-riforma si può osservare un rilevante mutamento del peso relativo delle due autorità coinvolte, cioè la Banca d'Italia e CONSOB. In particolare, come è possibile osservare in Tabella 5, nel periodo pre-riforma la principale autorità comminante è Banca d'Italia con il 96% delle sanzioni personali comminate sul totale. Nel periodo post-riforma, invece, la percentuale di sanzioni comminate dalla Banca d'Italia è il 55%. Le sanzioni comminate dalla Banca d'Italia a membri dei consigli di amministrazione sono diminuite dell'84%, una contrazione maggiore di quella evidenziata dalle sanzioni personali verso membri dei collegi sindacali (-72%). Negli stessi periodi si rileva una maggiore attività sanzionatoria, a livello personale, da parte della CONSOB. Infatti, le sanzioni personali erogate dalla CONSOB crescono, tra il periodo 2008-2014 e il periodo 2015-2020 del 236%, con una crescita di quelle comminate a soggetti membri di consigli di amministrazione del 265%, e di quelle a membri dei collegi sindacali del 167%.

Tabella 5. Sanzioni personali comminate a membri del CdA e del Collegio Sindacale per autorità.

	2008-2014		2015-2020	
	BANCA D'ITALIA	CONSOB	BANCA D'ITALIA	CONSOB
CdA	478	17	76	62
CS	79	7	22	19
TOT	557	24	98	81

La dinamica mostrata dalle sanzioni personali non è stata uniforme neppure dal punto di vista della forma societaria. La Tabella 6 mostra le sanzioni personali per ogni anno aggregando per forma giuridica (S.p.A., banche di credito cooperativo e banche popolari). Un primo eclatante fenomeno, anticipato dalle medie nei periodi pre- e post-riforma, è dato dal declino nell'utilizzo di questo strumento sanzionatorio. Infatti, tra il 2019 e il 2020 sono state erogate solamente 20 sanzioni personali a

membri del CdA. Lo stesso fenomeno si riscontra con riguardo alle sanzioni personali verso membri del consiglio sindacale (si veda la Tabella 7), verso cui, tra il 2019 e il 2020, sono state erogate solo 9 sanzioni.

Le sanzioni personali alle S.p.A. mostrano un picco nel 2017, sia per quanto riguarda le sanzioni a membri del CdA (233), sia per quanto riguarda sanzioni a membri del collegio sindacale (57). Nonostante questo picco, l'andamento decrescente viene ripristinato già dall'anno successivo, fino ai vistosi cali dell'ultimo biennio di dati disponibili.

Tabella 6. Sanzioni personali comminate a membri del Consiglio d'Amministrazione.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
SPA	96	114	138	177	63	128	167	24	59	233	57	10	0
BCC	221	373	454	453	228	212	199	113	106	59	17	9	0
BANCA POPOLARE	64	72	73	42	21	80	86	25	31	51	32	0	1
TOT	381	559	665	672	312	420	452	162	196	343	106	19	1

Al di là dell'impatto della pandemia da COVID19 che può essersi manifestato dal 2020, il trend decrescente è evidente anche prendendo in considerazione il 2019 come ultimo anno. Mentre il periodo pre-riforma si chiude con un valore non distante dalla media del periodo (452 contro una media di 494) e comunque in crescita rispetto all'anno precedente, il 2019 si colloca ampiamente sotto la media del periodo post-riforma (19 contro 138) e in forte declino rispetto all'anno precedente.

Tabella 7. Sanzioni personali comminate a membri del Collegio Sindacale.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
SPA	30	36	46	50	23	38	60	11	17	57	20	6	0
BCC	70	49	71	2	2	3	0	35	27	19	6	3	0
BANCA POPOLARE	19	26	17	12	5	12	27	9	8	16	9	0	0
TOT	119	111	134	64	30	53	87	55	52	92	35	9	0

La Tabella 1 offre una visione dell'andamento delle sanzioni personali scesca dalla scala. Tutte le osservazioni contenute nella Tabella 6 e nella Tabella 7 sono state indicizzate rispetto al dato iniziale, quello del 2008. Le variazioni mostrate in Figura descrivono quindi l'andamento del numero di sanzioni personali in termini indicizzati all'anno base (il 2008). Al netto del picco del 2017 per le S.p.A. è evidente un trend decrescente di sanzioni personali per questa forma societaria. Inoltre, tale picco sembra rientrare in una forma di ciclicità che potrebbe, tra altri fattori, essere dovuta a fattori operativi delle istituzioni preposte all'attività di indagine, e quindi non costituire una anomalia rispetto ai dati precedenti. Per quanto riguarda le sanzioni a membri del CdA, come mostrato in Figura 1, già nel 2018 i valori per tutte le forme societarie sono al di sotto del valore iniziale della serie

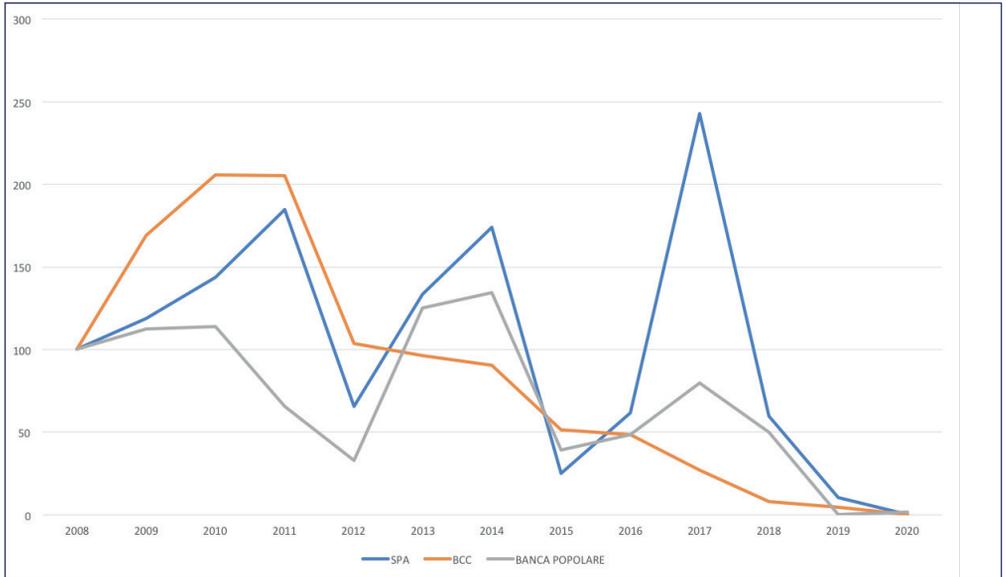


Figura 1. Andamento delle sanzioni personali a membri del CdA (2008 = 100).

Per quanto riguarda le sanzioni personali a membri del collegio sindacale, in Figura 2 è possibile osservare come sia replicata la tendenza declinante, così come la ciclicità delle sanzioni personali comminate a S.p.A. Anche in questo caso, gran parte del periodo post-riforma si colloca al di sotto del valore iniziale dell'anno base, mentre il periodo pre-riforma si colloca pressoché interamente (con la sola eccezione del 2012) al di sopra del periodo iniziale.

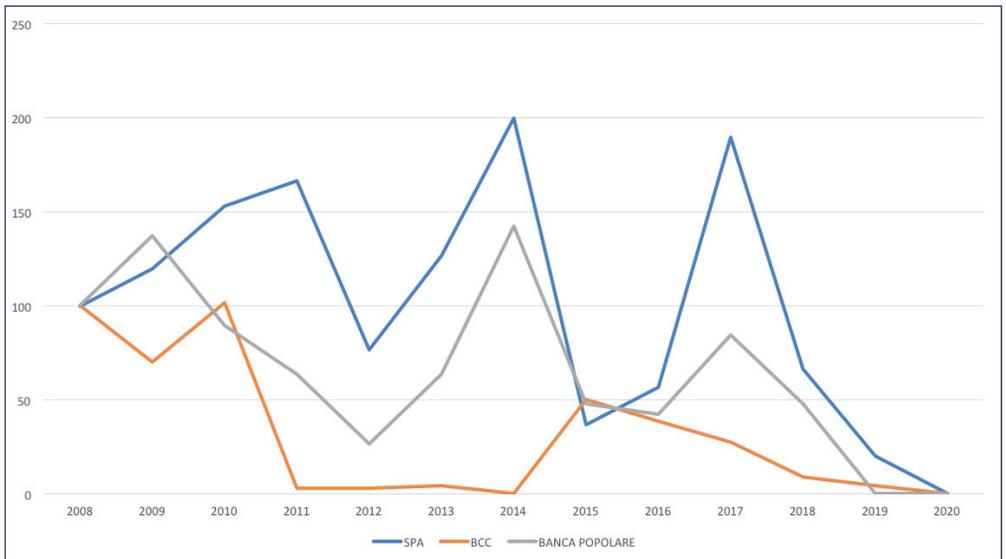


Figura 2. Andamento delle sanzioni personali a membri del collegio sindacale (2008=100).

CONCLUSIONI

Sulla base delle evidenze empiriche analizzate, negli anni appare probabile una sistematica riduzione dell'utilizzo della sanzione personale. Tale strumento, ampiamente utilizzato nel periodo pre-riforma (2008-2014) e sostanzialmente in crescita per tutto tale periodo, nel post-riforma appare utilizzato meno che in precedenza, fino a scomparire del tutto per alcune categorie di soggetti come i membri dei CdA e dei collegi sindacali delle BCC già nel 2019. Oltre a una riduzione complessiva nell'uso dello strumento, anche in relazione all'attività sanzionatoria verso istituti bancari, si è assistito a un mutamento significativo di alcune caratteristiche della sanzione personale. In particolare, il calo è stato più accentuato per membri del CdA rispetto ai membri dei collegi sindacali, laddove l'importo medio della sanzione è incrementato per i membri del CdA più che per i membri dei collegi sindacali. Inoltre, nel periodo post-riforma la preponderanza delle sanzioni erogate dalla Banca d'Italia rispetto a quelle erogate dalla CONSOB si è ridotta sostanzialmente, fino a raggiungere una sostanziale parità. Sulla base di queste riflessioni, ulteriori ricerche verranno poste in essere per indagare se effettivamente l'introduzione della CRDIV possa aver distolto l'attenzione dalle persone fisiche nonostante la volontà di inasprimento dell'ammontare delle sanzioni (pari al massimo al 10 per cento del fatturato per gli enti e a 5 milioni di euro per le persone fisiche) e l'introduzione di una serie di misure di natura non patrimoniale. In particolare, al generale andamento delle sanzioni, dovrà essere associata una analisi dei provvedimenti di misure non patrimoniali e ulteriori approfondimenti dovranno essere ripercorsi sulle motivazioni che hanno spinto le Autorità di Vigilanza ad irrogare sanzioni verso persone giuridiche piuttosto che sulle persone fisiche. Un aspetto da considerare è anche se la diminuzione del numero di sanzioni è stata comunque affiancata da specifiche valutazioni qualitative nell'ambito del *Supervisory Review and Evaluation Process* (SREP). A tal proposito, gli ultimi risultati SREP del 2020 suggeriscono che vi è stata comunque una grande attenzione verso la *governance* aziendale per la quale, la maggior parte delle raccomandazioni di tipo qualitativo hanno riguardato in misura prevalente le aree di *internal governance* per il 25% e l'area del rischio di credito (25%). Lo stesso interesse veniva confermato anche nel 2019, dove la maggior parte delle misure qualitative (30%) riguardava la *governance* ed in particolare (i) le funzioni di controllo interno, (ii) gli organi di gestione e l'infrastruttura dei rischi, (iii) i dati e il *reporting*.³ Aldilà dell'aspetto sanzionatorio, si può affermare che comunque lo sforzo da parte delle Autorità di Vigilanza è stato notevole, in quanto attraverso l'inasprimento delle sanzioni, l'ampliamento verso misure di natura non patrimoniale, l'introduzione della valutazione *fit & proper* e le analisi svolte in fase SREP, hanno contribuito negli anni a migliorare la qualità della *governance* e ad assicurare di conseguenza una maggiore stabilità del sistema finanziario. Inoltre, a livello europeo, tale approccio *case by case*

3 Nell'anno 2020 la percentuale riservata alla *governance* è pari al risultato ottenuto per le misure qualitative del rischio di credito ed entrambi superano le percentuali riservate agli altri rischi (*business model*, *liquidity risk*, *capital*, *market risk*, *IRRBB*, *operational risk*). Nel 2019 la percentuale delle misure qualitative riservate all'*internal governance* è maggiore delle altre riservate agli altri rischi

della valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza assicura un maggiore livello di dettaglio ma allo stesso tempo pone per la BCE sfide significative a causa del recepimento della direttiva in ben 19 Stati Membri (BCE, 2021). L'integrazione di questo nuovo tassello, che si aggiunge al più ampio progetto regolamentare posto in essere a seguito della crisi finanziaria, segna comunque una tappa decisiva per il rafforzamento della *governance* che, come detto in precedenza, assume un ruolo chiave nella gestione e soprattutto nella prevenzione delle crisi. Infine, vale la pena ricordare che le attenzioni per la *governance* non sono finite: il fattore "G" riconducibile al più ampio fenomeno della finanza sostenibile (ESG) rinoverà l'attenzione su tale aspetto, introducendo, oltre ai requisiti di natura prudenziale, anche requisiti legati allo sviluppo sostenibile.

BIBLIOGRAFIA

- Basel Committee on Banking Supervision, (2015) *Corporate governance principles for banks*.
- BCE (2017), *Guida alla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità*.
- BCE (2019), *Risultati SREP 2019*.
- BCE (2020), *Risultati SREP 2020*.
- EBA, ESMA, (2017), *Joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU*.
- Frigeni C., (2016) *La governance bancaria come risk governance: l'evoluzione della regolamentazione internazionale ed europea dopo la crisi*, Osservatorio Monetario 1/2016, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa – Università cattolica del Sacro Cuore.
- Kirkpatrick G., (2009) *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OECD, 2009.
- Ministero Economia e Finanze, (2020), *Decreto 3 Novembre 2020 n. 169, Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti*.
- Tutino F., (2014) *Vigilanza unica europea e squilibrio di rischiosità delle banche: verso nuove regole di limitazione dei rischi?*, Bancaria editrice n. 3/2014.

L'EVOLUZIONE E LE DETERMINANTI DEI CREDITI DETERIORATI PRIMA E DURANTE LA PANDEMIA DI COVID-19

*THE EVOLUTION AND DETERMINANTS OF
NON-PERFORMING LOANS BEFORE AND
DURING THE COVID-19 PANDEMIC*

Paolo Agnese

Università Telematica Internazionale UNINETTUNO

paolo.agnese@uninettunouniversity.net

Livia Pancotto

Strathclyde Business School, University of Strathclyde, Glasgow

livia.pancotto@strath.ac.uk

In questo articolo analizziamo l'evoluzione e le determinanti esogene dei crediti deteriorati (NPL) in Italia negli ultimi anni, includendo l'attuale fase pandemica. L'indagine empirica conferma la natura anticiclica degli stock di NPL e l'esistenza di una relazione diretta tra tasso di disoccupazione e volumi di crediti deteriorati. Emerge un'associazione inversa tra livello di debito pubblico e NPL ratio. Inoltre, il recente schema di garanzia pubblico

(GACS - Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze) sembra essere efficace nell'agevolare la cessione di crediti deteriorati da parte delle banche. Nonostante i recenti sviluppi positivi in Italia e la forte spinta finalizzata a "ripulire" i bilanci delle banche, i cambiamenti strutturali e il miglioramento delle strategie finanziarie sono fondamentali nel prevenire un prevedibile riaccuirsi del problema, soprattutto alla luce della crisi generata dal Covid-19.

Parole chiave: crediti deteriorati; cartolarizzazione; sistema bancario italiano; stabilità finanziaria; Covid-19

In this paper, we analyse the evolution and exogenous determinants of Non-performing loans (NPLs) in Italy in recent years, including the current pandemic phase. The empirical analysis confirms the counter-cyclical nature of NPL stocks and the direct relationship between unemployment rate and volumes of impaired assets. An inverse association between public debt and NPL ratio is revealed. In addition, the

newly introduced government-backed scheme (GACS) appears to be effective in facilitating the banks' disposal of NPLs. Despite recent positive developments in Italy, including the efforts to clean-up banks' balance sheets, structural changes and improved financial strategies are crucial to prevent a foreseeable reignition of the problem, especially in light of the crisis generated by the Covid-19.

Jel codes: G21; G28

Keywords: Non-performing loans; securitization; Italian banking system; financial stability; Covid-19

1. INTRODUZIONE

Il sistema bancario italiano, indebolito da volumi elevati di crediti deteriorati (NPL), è stato al centro del problema della qualità degli attivi in Europa. La qualità del credito delle banche italiane ha avuto riflessi sulle performance di mercato, sulla redditività e sulla capacità di concedere credito all'economia reale.

Al fine di supportare il sistema bancario nel ridurre i livelli di crediti deteriorati, i policymaker hanno intrapreso varie iniziative, inclusa la “Garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze” (GACS), che prevede il rilascio di una garanzia statale, concessa sui titoli “senior” emessi nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione, finalizzata ad agevolare lo smobilizzo dei crediti in sofferenza dai bilanci degli istituti di credito. Ulteriori misure finalizzate sempre al contenimento degli NPL sono state poi adottate, in ambito europeo, dalla Banca Centrale Europea (BCE), dalla Commissione Europea (CE) e dall’Autorità Bancaria Europea (EBA).¹

Una regolamentazione più incisiva imposta dalle autorità europee competenti, che preveda garanzie di elevata qualità e maggiori accantonamenti, rappresenta un passo necessario per affrontare una delle questioni più complesse del sistema finanziario dell’Eurozona. Inizialmente previste per essere applicate anche ai volumi in essere di NPL, le norme che introducono un requisito minimo comune di copertura sono state successivamente “diluite”, al fine di evitare forti impatti negativi sui sistemi bancari delle economie europee più vulnerabili. Nel nostro Paese, ad esempio, sono state espresse preoccupazioni circa i potenziali effetti sfavorevoli in termini di redditività bancaria e di concessione di nuovi prestiti. Tuttavia, la nuova definizione di default (ossia la sostanziale revisione dei criteri di definizione del default), l’approccio *calendar provisioning* (relativo alle coperture obbligatorie dei crediti deteriorati), nonché i nuovi orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti, accrescono la pressione sulle banche italiane, influenzando sia le strategie di gestione degli NPL che le pratiche commerciali.

¹ Nel marzo 2017 la BCE ha pubblicato le linee guida non vincolanti per le banche sugli NPL. Nell’ottobre 2017, per integrare e rafforzare le linee guida nel promuovere prassi di accantonamento e cancellazione tempestive, è stato pubblicato un addendum. Nel marzo 2018, la Commissione Europea ha presentato un pacchetto di misure per far fronte agli elevati tassi di crediti deteriorati in Europa. Nell’ottobre 2018, l’EBA ha fornito una serie di orientamenti sulla gestione di esposizioni deteriorate e oggetto di concessioni.

La riduzione degli elevati volumi di crediti deteriorati nel settore bancario italiano rappresenta una priorità assoluta per i policymaker e per le autorità di vigilanza, con l'obiettivo di rompere il circolo vizioso, di lunga durata, tra banche più esposte al rischio e crescita economica debole. Pertanto, gli organi competenti dovrebbero continuare a supportare quelle strategie tese a migliorare la qualità degli attivi bancari (IMF, 2020).

Numerosi studi hanno dimostrato come i volumi di NPL siano influenzati da fattori sia sistemici che specifici della banca (si vedano, in particolare: Salas e Saurina, 2002; Louzis et al., 2012; Klein, 2013; Garrido et al., 2016). Solo alcuni studi hanno analizzato l'impatto di fattori esogeni sull'andamento degli NPL nel settore bancario italiano (Bofondi e Ropele, 2011; Anastasiou, 2017).

Il questo articolo forniamo un'analisi dell'evoluzione e delle determinanti esogene dei crediti deteriorati in Italia durante un intervallo temporale pluriennale, che va dal 2014 all'attuale fase pandemica di Covid-19. Ciò al fine di poterne comprendere alcuni dei fattori determinanti, potenzialmente utili alla formulazione delle risposte provenienti sia dai policymaker che dalle autorità competenti.

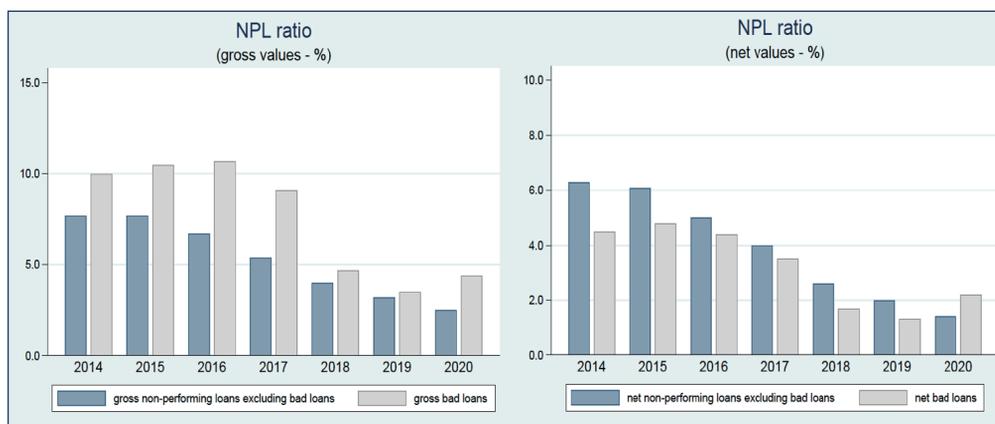
2. L'EVOLUZIONE DEL PROBLEMA DEGLI NPL NEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO

A seguito della crisi finanziaria e di quella dei debiti sovrani, il lungo periodo di recessione ha messo a dura prova la resilienza delle imprese e delle famiglie italiane. Ciò ha creato le condizioni per un aumento significativo del volume degli NPL, con il conseguente deterioramento dei bilanci delle banche. Tra il 2009 e il 2015, l'ammontare totale degli NPL lordi iscritto nei libri delle banche italiane è cresciuto in modo sostanziale, da 133 miliardi di euro a un picco di 341 miliardi di euro a fine 2015, con sofferenze lorde concentrate principalmente nel settore corporate, che rappresenta la quota maggiore (EY, 2019). Una profonda revisione dei modelli operativi delle banche, nonché un ampio processo di riduzione della leva finanziaria supportato da iniziative di policy, hanno contribuito ad un miglioramento del quadro generale.

Un contesto economico europeo più favorevole, insieme a una moderata ripresa italiana, che ha avuto un picco nel 2017, hanno contribuito ad un miglioramento della qualità degli attivi delle banche. Nel 2016, infatti, le banche italiane hanno registrato il primo calo degli NPL lordi, dopo otto anni di volumi costantemente crescenti. Il trend positivo è proseguito negli ultimi cinque anni. A fine 2016 lo stock di NPL, al netto degli accantonamenti, era pari al 9,4% dei prestiti in essere (a fine 2015 era del 10,9%). Al lordo degli accantonamenti, nel 2016 lo stock di NPL è stato del 17,4% dei prestiti in essere, in calo rispetto all'anno precedente. Nel 2017 i valori dei ratio hanno continuato a diminuire. Tuttavia, grazie ai notevoli sforzi multilaterali, la riduzione maggiore si osserva a partire dal 2018, con valori pari, rispettivamente, al 4,3% e all'8,7% (3,3% e

6,7% nel 2019). Un lieve aumento si osserva nel 2020, con uno stock totale al netto delle rettifiche del 3,6% e uno stock lordo del 6,9% (figura 1). Il tasso di copertura dei crediti deteriorati (NPL coverage ratio), ossia l'ammontare degli accantonamenti rispetto all'intero stock di crediti deteriorati, è aumentato di 7,0 punti percentuali dal 2015 al 2019 (dal 45,4% al 52,4%). A dicembre 2020, il tasso di copertura è diminuito del 1,2%, rispetto al 2019, trainato soprattutto dalle banche considerate come "less significant". Mentre nel 2019 le sofferenze rappresentavano la quota maggiore dell'intero stock di NPL (3,5% dell'ammontare lordo, circa 77 miliardi di euro), a fine 2020 le inadempienze probabili (*Unlikely To Pay - UTP*) superano le sofferenze, sia in termini di valore lordo contabile (*Gross Book Value - GBV*), ovvero 53 miliardi di euro contro 47 miliardi di euro, che in termini di valore netto contabile (*Net book value - NBV*), 30 miliardi di euro rispetto a 18 miliardi di euro delle sofferenze, rappresentando dunque una "sfida" per il sistema bancario italiano.

Figura 1. Evoluzione dell'NPL ratio in Italia (2014-2020)



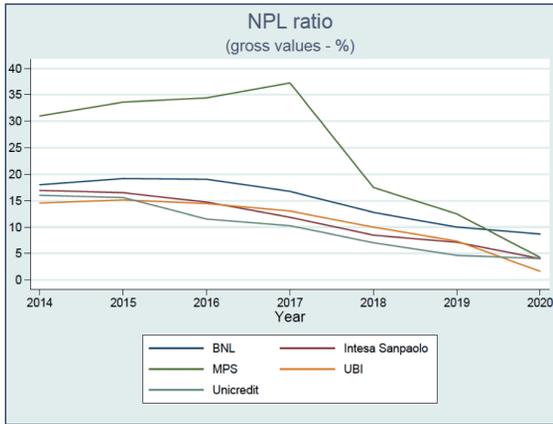
Fonti: Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, anni vari. Nostre elaborazioni.

Descrizione: questa figura mostra l'evoluzione dell'NPL ratio (lordo e netto).

Note: oltre alle sofferenze (*bad loans*), l'indicatore NPL include anche le inadempienze probabili (*unlikely to pay exposures*) e le esposizioni scadute e/o sconfinanti (*overdrawn and/or past-due exposures*), nel periodo 2014-2020.

La figura 2 mostra come gli indicatori NPL delle maggiori cinque banche italiane diminuiscano notevolmente dal 2017, raggiungendo, per la maggior parte di esse, valori al di sotto del 10% (ad eccezione di MPS, che ha registrato un valore al di sotto del 10% solo nel 2020).

Figura 2. Evoluzione dell’NPL ratio delle maggiori banche italiane (2014-20)



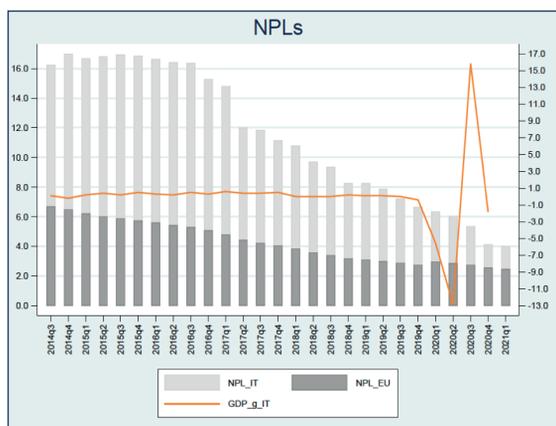
Fonte: S&P Global Market Intelligence. Nostre elaborazioni.

Descrizione: questa figura mostra l’evoluzione dell’NPL ratio (valori lordi) delle maggiori cinque banche italiane nel periodo 2014-20 (in base al totale dell’attivo, al 2017).

Nota: ad aprile 2021 è stata perfezionata la fusione di UBI Banca in Intesa Sanpaolo.

Nonostante le molteplici e significative misure adottate dai policymaker, dalle autorità di vigilanza e dagli istituti di credito per affrontare attivamente il problema della qualità degli attivi bancari, il sistema bancario italiano continua a registrare volumi ingenti di crediti deteriorati (108 miliardi di euro, in termini lordi, a giugno 2020, secondo l’EBA). Le banche italiane, nel loro sforzo di risolvere l’annoso problema, hanno ampiamente utilizzato lo schema pubblico in supporto delle operazioni di cartolarizzazione (GACS). A livello nazionale sono evidenti i miglioramenti in termini di NPL ratio, a partire dal terzo trimestre del 2016 (figura 3). Più rassicurante sembra essere anche la situazione, nel confronto con gli altri paesi europei, rispetto alla copertura dei crediti problematici. La figura 4 presenta i relativi valori aggiornati al primo trimestre del 2021, evidenziando per l’Italia un livello di copertura superiore alla media europea.

Figura 3. NPL ratio in Italia e in Europa (frequenza trimestrale)

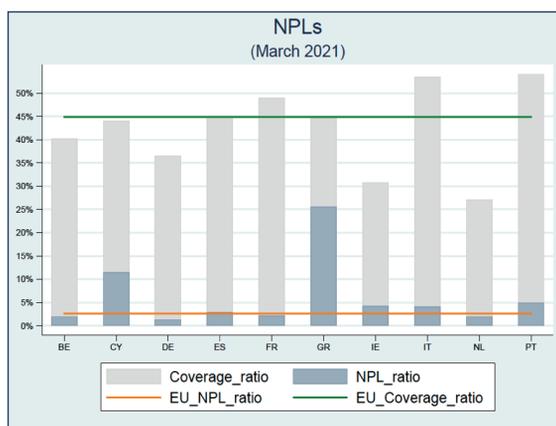


Fonte: nostre elaborazioni su dati EBA Risk Dashboard e Eurostat.

Descrizione: questa figura mostra l'evoluzione dell'NPL ratio in Italia e in Europa (%), nonché il tasso di crescita del PIL nel periodo 2014Q3-2021Q1.

Nota: i dati relativi al tasso di crescita del PIL (GDP) sono disponibili, sul database Eurostat, fino al quarto trimestre del 2020.

Figura 4. NPL ratio e tasso di copertura: paesi europei a confronto



Fonte: nostre elaborazioni su dati EBA Risk Dashboard.

Descrizione: questa figura mostra l'NPL ratio (%) e il tasso di copertura (%) per un campione di paesi europei. Sono inoltre riportate le relative medie europee. Dati al primo trimestre del 2021.

Gli effetti della crisi economica innescata dall'emergenza pandemica ancora non sembrano essersi riflessi in misura significativa sui livelli di crediti deteriorati. Tali volumi, infatti, sono stati fino ad ora mitigati dai provvedimenti legislativi relativi alle moratorie sui prestiti *in bonis*, dalle garanzie pubbliche ai finanziamenti, dagli interventi di sostegno ai redditi di famiglie e imprese, nonché dalla flessibilità concessa alle banche nella classificazione dei finanziamenti (Banca d'Italia, 2020 e 2021).

Un eventuale incremento dei volumi di crediti deteriorati dipenderà, dunque, da molteplici elementi, tra i quali: il miglioramento del quadro economico; l'entità e la

durata delle suddette misure di policy; l'evoluzione del contesto di rischio per le banche; gli effetti del nuovo principio contabile internazionale IFRS 9, che da gennaio 2018 ha di fatto sostituito lo IAS 39.²

2.1 Lo schema GACS per la cartolarizzazione dei crediti deteriorati

Il mercato italiano delle cartolarizzazioni è certamente molto attivo. Nel 2016 il volume delle operazioni è stato pari a 36 miliardi di euro, con 43 operazioni completate, mentre nel 2017 ha superato i 65 miliardi di euro (PwC, 2018). Nel mese di maggio 2018, MPS ha completato la cartolarizzazione di un portafoglio di sofferenze lorde pari a 24,1 miliardi di euro, assistita dalla garanzia sulle cartolarizzazioni delle sofferenze (GACS), ottenendo un rating non speculativo (*investment grade*) sulla *tranche senior*. Allo sviluppo del mercato della cessione dei crediti deteriorati hanno quindi contribuito un contesto transattivo migliore e politiche pubbliche mirate alla risoluzione dell'annosa questione NPL, oltre ad aspettative di prezzo più realistiche. Nel 2018 il volume delle transazioni completate è stato pari a circa 84 miliardi di euro (in termini di GBV), comprese le operazioni "jumbo", come la cessione di MPS e la vendita di 10,8 miliardi di euro di NPL da parte di Intesa Sanpaolo. Tra il 2016 e il 2020 il policymaker nazionale ha introdotto nuove misure volte a migliorare l'efficienza e la velocità delle procedure concorsuali, sia giudiziarie che extragiudiziali, con l'obiettivo di incentivare la riduzione dei volumi di sofferenze, aumentando al contempo il prezzo dei portafogli NPL. Tra le varie misure intraprese citiamo, tra le altre, l'introduzione dello schema GACS e la creazione di due fondi privati per la gestione dei rapporti con le due banche venete in difficoltà e MPS (Atlante 1 e Atlante 2).

Lo schema GACS è stato istituito all'inizio del 2016, dopo l'approvazione ricevuta dalla Commissione Europea, la quale ha verificato l'assenza di aiuti di Stato. Il GACS prevede garanzie statali per la cartolarizzazione di sofferenze bancarie, così da facilitare i processi di dismissione dei portafogli problematici. In base allo Schema, le banche hanno la possibilità di trasferire i propri crediti in sofferenza ad uno *Special Purpose Vehicle* (SPV), il quale può finanziarne l'acquisto attraverso l'emissione di una *tranche junior* (senza garanzie) e di una *tranche senior*, per la quale può essere acquisita una garanzia statale. In quest'ultimo caso, è necessario che le note senior siano classificate come non speculative (*investment grade*) da una ECAI (*External Credit Assessment Institution*), ossia da una entità indipendente abilitata dalla Vigilanza a produrre valutazioni esterne del merito di credito. Pertanto, il supporto del policymaker è circoscritto alla copertura degli interessi e della restituzione del capitale relativamente alle tranche senior dei titoli. Al fine di evitare che la garanzia venga classificata come aiuto di Stato, il suo prezzo (annuale) viene determinato considerando le condizioni di mercato, sulla base di un insieme di *credit default swap* (CDS) di società italiane con profili di rischio assimilabili. Inoltre, il prezzo della garanzia aumenta nel tempo se le tranche senior non sono completamente rimborsate entro un periodo di tempo determinato dopo la concessione della garanzia statale. Questo elemento dovrebbe rappresentare un incentivo per

² L'introduzione di un nuovo approccio di impairment basato sulle perdite attese piuttosto che su quelle sostenute, infatti, ha cambiato profondamente le modalità di gestione dei prestiti nei bilanci delle banche.

accelerare il recupero dei crediti cartolarizzati. Per la GACS è stato istituito un fondo presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), il quale viene alimentato anche dai corrispettivi annui delle garanzie di volta in volta concesse.

Nell'ottobre 2016, Banca Popolari di Bari ha completato la prima cartolarizzazione assistita dallo schema GACS. Il portafoglio cartolarizzato, che comprendeva sofferenze sia retail che corporate, ha raggiunto un GBV complessivo pari a 480 milioni di euro ed è stato trasferito alla SPV ad un prezzo pari a circa il 31% del valore del portafoglio (150,5 milioni di euro). Dal 2016 le banche italiane hanno effettuato 35 cessioni assistite dallo schema GACS, per un GBV di circa 87 miliardi di euro, contribuendo così al rilancio del mercato interno delle cartolarizzazioni (KPMG, 2021).³ A marzo 2019, sulla scia di questo contesto favorevole, il policymaker nazionale ha ampliato di 24 mesi la durata del meccanismo di garanzia statale. Da ultimo, nel mese di giugno 2021, la Commissione Europea ha concesso un'ulteriore estensione di 12 mesi. Sebbene il framework più recente differisca in maniera sostanziale da quello originario, sia in termini di costi che di requisiti specifici (secondo le nuove regole, ad esempio, il rating minimo sui titoli senior è stato innalzato da BBB- a BBB), si tratta comunque di uno strumento chiave per supportare il risanamento dei bilanci bancari. La garanzia pubblica mira a ridurre il differenziale di prezzo denaro-lettera tra le banche cedenti e gli investitori, nonché ad aumentare il volume e il numero di transazioni NPL. A questo proposito, Bolognesi et al. (2020) sostengono che la cartolarizzazione di crediti deteriorati si è dimostrata la strategia di riduzione dell'indebitamento più efficace, dal punto di vista sia della banca che degli investitori, strategia che è stata ulteriormente rafforzata dal supporto dello schema GACS. Nel 2020, grazie all'ulteriore stimolo per la cessione di crediti deteriorati fornito dal decreto "Cura Italia" (DL 18/2020), è stato registrato un numero significativo di relative cartolarizzazioni (per un GBV di circa 25 miliardi di euro, secondo PwC 2020), spesso supportate dallo schema GACS (circa 16 miliardi, in termini lordi).

3. ANALISI EMPIRICA

Nonostante il problema degli elevati livelli di NPL registrati negli ultimi anni sia di primaria importanza, gli studi empirici con un focus sul settore bancario italiano sono limitati. Garrido et al. (2016), analizzando le determinanti dei livelli di NPL per 57 banche nel periodo 2005-2014, affermano che una recessione grave e prolungata ha avuto un impatto negativo sulla qualità degli attivi delle banche, aggravato da alcuni fattori specifici della banca, come la redditività e la rapida espansione del credito. L'impatto fortemente negativo di un periodo di recessione eccezionale (2008-

³ In termini di GBV, l'operazione MPS del maggio 2018 è la maggiore, con 24,1 miliardi di euro, seguita da quella che ha interessato Unicredit, che ha ceduto complessivamente 13 miliardi di euro con diverse operazioni. Recentemente, a seguito dell'approvazione da parte della BCE, MPS ha perfezionato la cessione ad AMCO di un portafoglio di sofferenze per circa 8 miliardi di euro.

2015) sull'evoluzione delle sofferenze bancarie in Italia è evidenziato anche nel lavoro di Notarpietro e Rodano (2016). Anastasiou (2017) conferma gli effetti negativi delle deboli condizioni macroeconomiche sui livelli di NPL, sulla base di un campione di 47 banche, nel periodo 1995-2014. Ad una conclusione simile giungono gli autori Bofondi e Ropele (2011), la cui analisi considera le determinanti macroeconomiche delle sofferenze delle banche italiane nel periodo 1990-2010. Accornero et al. (2017) studiano l'effetto dei crediti deteriorati sull'offerta di credito bancario al settore non finanziario, nel periodo 2008-2015. Gli autori documentano l'esistenza di una relazione inversa tra i livelli di NPL e la crescita del credito, spiegata principalmente da variazioni nelle condizioni economico/finanziarie delle imprese e da altri fattori di domanda. Mohaddes et al. (2017) stimano che per ridurre in misura significativa i livelli di NPL del sistema bancario italiano sia necessario un tasso di crescita del PIL reale costantemente superiore all'1,2%.

In questo lavoro consideriamo un arco temporale che va dal 2014 (Q3) al 2020: si tratta di un periodo che copre la fase più acuta del problema NPL in Italia, poiché "sconta" la crisi del debito sovrano europeo e il successivo prolungato periodo di recessione, nonché un anno di fase pandemica dovuta al Covid-19.⁴

Come variabile dipendente utilizziamo l'NPL ratio, pari al rapporto tra i crediti deteriorati (verso la clientela) e il totale dei crediti lordi. Seguendo la letteratura di riferimento (Salas e Saurina 2002; Jiménez e Saurina, 2006; Ghosh, 2015), la variabile dipendente viene trasformata secondo la funzione "logit" ed espressa come:

$$\log(\text{NPLs}/(1-\text{NPLs}))$$

Poiché l'NPL ratio è per costruzione limitato tra 0 e 1, tale trasformazione mira a creare una variabile non ristretta che sia compresa all'interno dell'intervallo $[-\infty; +\infty]$, con distribuzione simmetrica. La tabella 1 mostra l'insieme delle variabili esplicative (indipendenti) utilizzate nell'analisi empirica, così come la variabile dipendente, le fonti dei dati e i segni dei coefficienti attesi.

Tabella 1. Definizione delle variabili, fonti dei dati e segni dei coefficienti attesi

Variabili	Descrizione	Fonte	Segno atteso
NPL ratio	Crediti deteriorati rispetto al totale dei crediti lordi (%)	EBA Risk Dashboard	
PIL reale	Crescita del PIL reale (%)	Eurostat	(-)
Debito	Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche rispetto al PIL (%)	Eurostat	(+)
Disoccupazione	Tasso di disoccupazione (% della forza lavoro totale)	Eurostat	(+)
Inflazione	Indice armonizzato dei prezzi al consumo (%)	Eurostat	(+/-)

Descrizione: questa tabella presenta le variabili utilizzate nell'analisi empirica, le loro definizioni, le fonti dei dati e il segno del coefficiente atteso nei modelli stimati. Tutti i ratio sono espressi in percentuale.

La tabella 2 riporta le statistiche descrittive delle variabili selezionate, inclusa la variabile dipendente, relativamente al periodo 2014(Q3)-2020. La tabella 3, invece, presenta la matrice di correlazione per le variabili macroeconomiche impiegate nell'analisi

4 La disponibilità dei dati EBA sugli NPL ratio determina l'inizio del periodo di riferimento. Il primo trimestre 2021 non è incluso nell'analisi empirica per l'indisponibilità dei relativi dati macroeconomici.

di regressione. Osserviamo che i coefficienti di correlazione tra le variabili rientrano in intervalli accettabili limitando, dunque, potenziali problemi di multicollinearità.

Tabella 2. Statistiche descrittive delle variabili selezionate (2014Q3-2020Q4)

Variabili	Osservazioni	Min	Max	Media	Mediana	Dev.Std.
NPL ratio	26	4,13	16,99	11,74	11,49	4,45
PIL reale	26	-12,90	15,80	-0,00	0,20	4,26
Debito	26	134,10	155,80	138,31	136,60	5,73
Disoccupazione	26	7,70	13,30	10,91	11,00	1,31
Inflazione	26	-0,10	1,30	0,53	0,37	0,51

Descrizione: questa tabella presenta le statistiche descrittive delle variabili macroeconomiche considerate (punti percentuali). "Osservazioni" si riferisce al numero di osservazioni analizzate. Le variabili riportate sono le seguenti: (i) crescita del PIL reale; (ii) rapporto tra debito lordo delle Amministrazioni pubbliche e PIL; (iii) rapporto tra disoccupazione e forza lavoro totale; e (iv) tasso di inflazione.

Tabella 3. Matrice di correlazione

	PIL reale	Disoccupazione	Debito	Inflazione
PIL reale	1,000			
Disoccupazione	0,2951	1,000		
Debito	0,1234	-0,4555	1,000	
Inflazione	-0,0598	-0,2966	-0,3795	1,000

Descrizione: questa tabella presenta i coefficienti di correlazione tra le variabili macroeconomiche impiegate nel modello di regressione. I valori in grassetto indicano una significatività statistica a livello del 5 per cento.

La tabella 4 riporta i risultati del modello di regressione lineare espresso come segue:.

Tabella 4. Risultati del modello di regressione

	Coeff.	SE	
PIL reale	-0,004	0,727	
Disoccupazione	0,163	0,012	**
Debito	-0,045	0,007	***
Inflazione	-0,402	0,003	***
Costante	2,608	0,352	
N. osservazioni		26	
R-squared		0,824	

Descrizione questa tabella riporta i risultati della regressione OLS. Gli errori standard sono robusti all'eteroschedasticità.

Nota: ***significativo all'1%; ** significativo al 5%; * significativo al 10%.

Come atteso, il rapporto crediti deteriorati sul totale dei crediti, per il settore bancario italiano, sembra essere influenzato in maniera significativa dal livello di disoccupazione. In particolare, il relativo coefficiente (0,163) ha segno positivo ed è statisticamente significativo

al livello del 5%. Le difficoltà dei debitori nell'onorare i propri obblighi contrattuali, in seguito a tassi crescenti di disoccupazione, ha quindi ripercussioni negative sui bilanci delle banche italiane. Contrariamente alle nostre aspettative iniziali, troviamo che il livello del debito pubblico, in rapporto al PIL, rivela una relazione inversa con la variabile dipendente (-0,045, statisticamente significativo al livello dell'1%). Il risultato sembra suggerire una riduzione dell'NPL ratio all'aumentare del livello di debito pubblico. Dunque, il forte legame tra rischio sovrano e rischio bancario che ha caratterizzato la crisi dei debiti sovrani in Europa, sembra non rappresentare più un problema di primaria importanza nel contesto italiano. Anche la relazione tra il tasso di inflazione e l'NPL ratio delle banche italiane è inversa, indicando una riduzione del livello di crediti deteriorati all'aumentare del tasso di inflazione. In tal senso, un livello di inflazione più alto sembra facilitare la capacità dei debitori nel far fronte ai propri impegni contrattuali. Il coefficiente sul tasso di crescita del PIL reale presenta il segno atteso, tuttavia non è statisticamente significativo.

4. OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

Comprendere l'evoluzione e i fattori in grado di determinare elevati volumi di NPL è cruciale nel processo di sviluppo di risposte efficaci e durevoli da parte dei policymaker e delle autorità di vigilanza, considerando anche il potenziale impatto sulla stabilità finanziaria. Per questi motivi, fin dal 2014, ossia da quando la BCE ha assunto la responsabilità della vigilanza bancaria della zona euro, il problema degli elevati livelli di NPL è stato affrontato come un obiettivo di primaria importanza.

Dall'analisi emerge una relazione inversa, seppur non statisticamente significativa, tra crescita del PIL reale e livello dei crediti deteriorati. In tal senso, è possibile che gli effetti di cambiamenti nel quadro macroeconomico sulla qualità dell'attivo delle banche non siano simultanei, ma piuttosto caratterizzati da un ritardo temporale. Il tasso di disoccupazione, invece, influenza positivamente i livelli di NPL in Italia: al crescere del tasso di disoccupazione cresce l'ammontare dei crediti deteriorati. Tali risultati confermano, quindi, che il livello di disoccupazione ha un effetto negativo sui debitori e sulla loro capacità di onorare le proprie obbligazioni, con ripercussioni negative sui bilanci delle banche. Dall'analisi emerge una relazione inversa anche tra l'ammontare del debito pubblico e i livelli di crediti deteriorati. Infine, a livelli più alti di inflazione corrispondono volumi minori di crediti problematici.

Nonostante gli sviluppi positivi, compresa la spinta propositiva delle banche a "ripulire" i propri bilanci, all'interno del settore bancario italiano persistono molte sfide. Il dibattito sugli effetti dello schema GACS in termini di rischio sistemico, sulla durata limitata di tale strumento, nonché sulla sua capacità di attrarre investitori è tuttora in corso (Deloitte, 2020). Ulteriori azioni volte a migliorare l'efficienza del mercato degli NPL e la velocità delle procedure di recupero sono fondamentali per ridurre l'incertezza complessiva e per sostenere i risultati positivi fino ad oggi raggiunti.

Il tema della riduzione degli elevati livelli di crediti deteriorati assume una rilevanza sostanziale anche nell'ottica della costituzione del terzo pilastro dell'Unione Bancaria Europea, il Sistema europeo di assicurazione dei depositi – EDIS, e quindi dell'avanzamento del processo di integrazione a livello europeo. La riduzione del rischio nell'area dell'euro è un fattore fondamentale per completare il progetto dell'Unione Bancaria Europea, garantendo così parità di condizioni tra i paesi partecipanti.

Una risoluzione definitiva del problema dei crediti deteriorati, in Italia e nel resto dell'Europa, renderebbe le banche più resilienti e maggiormente pronte a far fronte alle sfide future (Enria, 2019). A questo proposito, è fondamentale trarre insegnamento dalla crisi finanziaria globale degli anni passati, al fine di poter raggiungere determinati livelli che garantiscano adeguati margini di sicurezza qualora ci si trovi costretti ad affrontare un prevedibile deterioramento della qualità degli attivi delle banche, innescato dalla pandemia di Covid-19. Una volta che ci lasceremo alle spalle il fardello della pandemia, la risposta dell'area dell'euro alla questione dei crediti deteriorati dovrà essere rapida e coordinata.

Una possibile soluzione proposta nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico – MVU consiste nella creazione di una società europea di gestione del risparmio (*European asset management company* – AMC), informalmente chiamata “bad bank”, oppure, in alternativa, la costituzione di una rete di AMC nazionali (Enria, 2020). Senza dubbio, la gestione dei crediti deteriorati diventerà di vitale importanza per la ripresa economica e sarà quindi un obiettivo di prim'ordine per i policymaker e per le autorità di vigilanza bancaria.

5. BIBLIOGRAFIA

- Accornero, M., Alessandri, P., Carpinelli, L. & Sorrentino, A.M., 2017. Non-performing loans and the supply of bank credit: Evidence from Italy. Bank of Italy, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) No. 374.
- Anastasiou, D., 2017. Is ex-post credit risk affected by the cycles? The case of Italian banks. *Research in International Business and Finance* 42, pp. 242-248.
- Banca d'Italia 2021, Relazione Annuale 2020.
- Banca d'Italia 2020, Rapporto sulla stabilità finanziaria 1/2020.
- Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, anni vari.
- Bofondi, M. & Ropele, T., 2011. Macroeconomic determinants of bad loans: Evidence from Italian banks. Bank of Italy, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) No. 89.
- Bolognesi, E., Stucchi, P. & Miani, S., 2020. Are NPL-backed securities an investment opportunity? *Quarterly Review of Economics and Finance* 77, pp. 327-339.
- Deloitte, 2020. NPL securitisations and related governmental guarantee schemes in Europe. October 2020.

- EBA, Risk Dashboard, www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard.
- Enria, A., 2019. Non-performing loans in the euro area – where do we stand? Speech at the conference “EDIS, NPLs, Sovereign Debt and Safe Assets”, Frankfurt, June 2019.
- Enria, A., 2020. Supervisory challenges of the pandemic and beyond. Speech at the “Handelsblatt European Banking Regulation” conference, Frankfurt, November 2020.
- Ernst & Young (EY), 2019. The Italian NPEs market. From darkness to daylight. January 2019.
- Eurostat (European Commission), Database, ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database.
- Garrido, J., Kopp, E. & Weber, A., 2016. Cleaning-up bank balance sheets: Economic, legal, and supervisory measures for Italy. IMF Working Paper No. 16.
- Ghosh, A., 2015. Banking-industry specific and regional economic determinants of non-performing loans: Evidence from US states. *Journal of Financial Stability* 20, pp. 93-104.
- IMF, 2020. Italy. Financial system stability assessment. IMF Country Report No. 20/81.
- Jiménez, G. & Saurina, J., 2006. Credit cycles, credit risk, and prudential regulation. *International Journal of Central Banking* 2, pp. 65-98.
- Klein, N., 2013. Non-Performing loans in CESEE: Determinants and impact on macroeconomic performance. IMF Working Paper No. 13.
- KPMG, 2021. GACS securitisation deals in the Italian NPL space. Key evidence and market expectations for 2021. March 2021.
- Louzis, D.P., Vouldis, A.T. & Metaxas, V.L., 2012. Macroeconomic and bank-specific determinants of non-performing loans in Greece: A comparative study of mortgage, business and consumer loan portfolios. *Journal of Banking and Finance* 36, pp. 1012-1027.
- Mohaddes, K., Raissi, M. & Weber, A., 2017. Can Italy grow out of its NPL overhang? A panel threshold analysis. *Economics Letters* 159, pp. 185-189.
- Notarpietro, A. & Rodano, L., 2016. The evolution of bad debts in Italy during the global financial crisis and the sovereign debt crisis: A counterfactual analysis. *Bank of Italy, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* No. 350.
- PricewaterhouseCoopers (PwC), 2018. The Italian NPL market. Entering a new era. December 2018.
- PricewaterhouseCoopers (PwC), 2020. The Italian NPL market. Ready to face the crisis. June 2020.
- Salas, V. & Saurina, J., 2002. Credit risk in two institutional regimes: Spanish commercial and savings banks. *Journal of Financial Services Research* 22, pp. 203-224.
- S&P Global Market Intelligence, www.spglobal.com/marketintelligence/en/.
- Thornton, J. & Di Tommaso, C., 2020. The effects of non-performing loans on credit expansion: Do capital and profitability matter? Evidence from European banks. *International Journal of Finance & Economics* 26, pp. 4822-4839.

Realizzazione grafica, impaginazione e stampa
Mengarelli Grafica Multiservice

Finito di stampare Ottobre 2021

